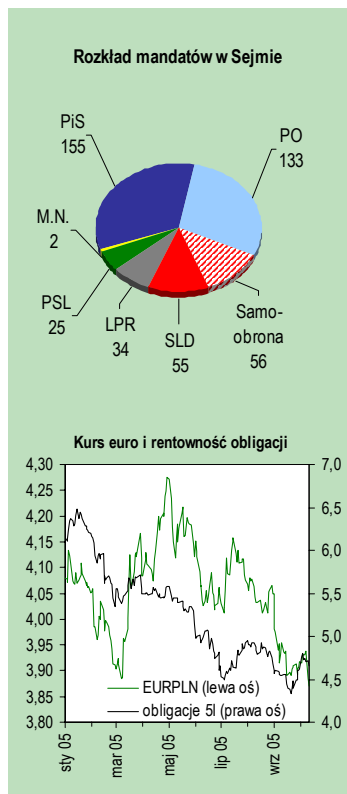


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Październik 2005



W tym miesiącu:

Temat miesiąca	
Duże pole dla POPisu	2
Gospodarka Polski	5
Pod lupą: Bank centralny	8
Pod lupą: Rząd i polityka	10
Monitor rynku	12
Przegląd międzynarodowy	14
Kalendarz makroekonomiczny	15
Dane i prognozy ekonomiczne	16

Maciej Reluga
Główny Ekonomista
(22) 586 8363

Piotr Bielski
(22) 586 8333

Piotr Bujak
(22) 586 8341

Email: ekonomia@bzwbk.pl

W prawo zwrot!

▪ **Polska waluta nadspodziewanie dobrze znosi przedłużającą się niepewność polityczną, związaną z wyborami prezydenckimi i formowaniem koalicyjnego rządu.** Nie bez znaczenia była zapowiedź ministra finansów o wymianie walut na rynku, co pomogło w osiągnięciu najmocniejszego poziomu złotego w stosunku do euro od ponad trzech lat. W *Temacie miesiąca* staramy się podsumować sytuację po wyborach parlamentarnych i ocenić jej wpływ na kształtowanie się polityki makroekonomicznej oraz wpływ na rynki finansowe. W najbliższym czasie nie spodziewamy się informacji które zmieniałyby znacząco obraz polityki fiskalnej z punktu widzenia rynków finansowych. Zakładamy, że powstanie rząd koalicyjny PiS z PO, który sprawnie przyjmie budżet na przyszły rok (z nieco obniżonym deficytem), a program konwergencji zostanie wysłany w wersji przygotowanej przez obecnego ministra finansów z możliwością późniejszej modyfikacji. Tak więc w perspektywie najbliższych 6-9 miesięcy nie spodziewamy się znaczącej zmiany nastrojów na polskim rynku finansowym, tym bardziej, że sytuacja gospodarcza Polski wciąż wygląda korzystnie. Testem wiarygodności polityki fiskalnej (i współpracy rządu z parlamentem) będzie budżet na 2007 rok, który odpowie na pytanie jak jednocześnie obniżyć deficyt, obniżyć podatki oraz wypełnić przedwyborcze obietnice PiS dotyczące wydatków socjalnych. Ze względu na dużą niepewność dotyczącą średnioterminowych planów fiskalnych i niechęć PiS jeśli chodzi o wejście do strefy euro oczekujemy, że w drugiej połowie przyszłego roku złoty będzie słabszy, a krzywa rentowności może ulec wystromieniu.

▪ **Zgodnie z tym co napisaliśmy w ubiegłym miesiącu, kolejne dane oraz decyzja Rady przyczyniły się do kolejnej korekty na rynku stopy procentowej.** Jednocześnie jednak wydaje nam się, że rynek stopy procentowej zareagował nieco zbyt nerwowo na niektóre sformułowania zawarte w komunikacie po posiedzeniu i w *Założeniach polityki pieniężnej na 2006 rok*. Według Rady głównym czynnikiem ryzyka, który może zmienić przyszłą ścieżkę inflacji, są wysokie ceny ropy, które jeśli doprowadzą do efektów drugiej rundy, to Rada nie zawaha się podwyższyć stóp procentowych. Warto jednak pamiętać, że na dziś Rada ocenia taki scenariusz jako mało prawdopodobny (przemawia za tym wiele czynników wymienionych w *Założeniach...*), skoro utrzymała łagodne nastawienie. O ile jesteśmy, naszym zdaniem, blisko końca cyklu obniżek stóp procentowych, to możemy mieć jeszcze do czynienia z 50 pb w ciągu kilku najbliższych miesięcy. Pozostaje pytanie kiedy Rada zmieni nastawienie na neutralne.

▪ **Czynnikiem ryzyka dla polskiego rynku zarówno złotego jak i obligacji pozostaje sytuacja na rynkach międzynarodowych.** Wyższe stopy procentowe w USA mogą doprowadzić do odpływu kapitału z regionu (jak to miało miejsce w marcu). Spodziewamy się wzrostu rentowności obligacji na świecie, zarówno w strefie euro jak i w Stanach Zjednoczonych. Na koniec przyszłego roku prognozujemy rentowność 10-letnich Bundów i Treasuries na poziomie odpowiednio ok. 3,8% i 4,7%.

Na rynku finansowym 30 września 2005 r.:					
Stopa depozytowa NBP	3,00	WIBOR 3M	5,50	USDPLN	3,2575
Stopa referencyjna NBP	4,50	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	4,10	EURPLN	3,9166
Stopa lombardowa NBP	6,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	4,62	EURUSD	1,2023

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 13.10.2005 r.

Temat miesiąca

Duże pole dla POPiSu

Większość na prawo

Zgodnie z oczekiwaniami, po czterech latach rządów partii lewicowych, stery przejmują prawica. Nie obywa się to bez problemów, w związku z toczącą się wciąż kampanią związaną z wyborami prezydenckimi. Wszystko wskazuje jednak na to, że rząd koalicyjny Prawa i Sprawiedliwości oraz Platformy Obywatelskiej powstanie, choć pojawia się pytanie o siłę obydwu koalicjantów w rządzie i ich wpływ na kształt polityki (w szczególności gospodarczej). Zapewne jednak nie bez wpływu przy ustalaniu wzajemnych relacji i pozycji obydwu partii w rządzie będzie wynik wyborów prezydenckich. Dlatego też rynki finansowe pozostają wyczekiwaniu, zdając sobie sprawę, że wynik wyborów prezydenckich może mieć również wpływ na kształt polityki gospodarczej, i to nie tylko przez możliwość używania prawa weta.

Pomimo faktu, że wynik wyborów parlamentarnych nie był zgodny z niektórymi prezentowanymi wcześniej sondażami (PO przed PiS i większość konstytucyjna POPiS), na rynkach nie widać nerwowości. Warto jednak pamiętać, że przy niewielkiej większości w Sejmie, wciąż potrzebna będzie mobilizacja koalicji rządowej przy akceptacji ustaw np. obojętnych. Tak więc o ile można pozostać optymistą jeśli chodzi o powstanie koalicji rządowej, można również przypuszczać, że większość parlamentarna nie będzie tak bardzo stabilna. Wystarczy przypomnieć jak PiS głosował w przypadku ustaw, które niekoniecznie należy uznać za uzdrawiające finanse publiczne i promujące przedsiębiorczość. Ponadto, pojawia się pytanie czy wszyscy posłowie PiS będą przeciwni ustawom, które będą kosztowne a jednocześnie popularne społecznie, a które będą mogły być zaproponowane przez opozycję (Samoobrona, SLD, LPR, PSL). Pozostaje mieć nadzieję, że takie przypadki, jeśli się pojawiają, będą incydentalne, a z drugiej strony warto pamiętać, że PiS nie tak dawno temu głosował za 50-procentową stawką podatku PIT, po czym zmienił zdanie i dziś opowiada się za obniżeniem podatków. Kandydat na prezydenta z ramienia PO zapewnia, że wszystkie szkodliwe gospodarczo ustawy będą weto, stąd jak do tej pory przewaga tego kandydata w sondażach daje rynkom finansowym zapewnienie pewnej równowagi politycznej. Jednak w negatywnym scenariuszu nawet weto tego prezydenta będzie mogło być odrzucone.

Najpierw budżet i program konwergencji

Wydaje się, że pierwszym testem nowego rządu będzie budżet na przyszły rok. Budżet ten jest już jednak przygotowany przez obecnego ministra finansów i po utworzeniu rządu po wyborach prezydenckich nie pozostanie zbyt wiele czasu na gruntowne w nim zmiany, stąd nie stanowi on dużego wyzwania dla koalicji POPiS. Po pierwsze, rządy można rozpocząć od krytycznego raportu otwarcia, który pokazuje „prawdziwy” obraz finansów publicznych, wobec którego nawet minimalne zmiany mogą być postrzegane jako pozytywne. Po drugie, dokonać można kosmetycznych zmian typu podwyższenie prognozy PKB, co pozwala na wyższe dochody budżetowe. Jednoczesne obniżenie wydatków administracyjnych mogłoby pozwolić na redukcję deficytu budżetowego do zapowiadanego przed wyborami poziomu 30 mld zł. Podwyższenie prognozy PKB jest o tyle prawdopodobne, że zapowiedział już to kandydat na premiera Kazimierz Marcinkiewicz. Jednocześnie należy pamiętać, że ustawa o finansach publicznych nakłada na rząd obowiązek (ze względu na przekroczenie przez dług publiczny poziomu 50% PKB w roku 2004) utrzymania relacji deficytu budżetu państwa do dochodów budżetowych na poziomie nie wyższym niż w roku poprzednim. Wydaje nam się, że nowy rząd na początku kadencji skoncentrować się może na próbie otrzymania kredytu zaufania od rynków finansowych i nie oczekujemy problemów z zaakceptowaniem lub ewentualną zmianą budżetu na przyszły rok.

Drugim dokumentem, który może służyć temu celowi będzie nowy program konwergencji, który musi być wysłany do Brukseli do końca listopada (być może urzędnicy UE przystaną na delikatne opóźnienie). Zawarty w nim powinien być plan finansów publicznych na trzy najbliższe lata, z uwzględnieniem prognoz dochodów i wydatków. Tak więc o tym jakie nowy rząd planuje podstawowe wskaźniki budżetowe na rok przyszły dowiemy się być może z tego dokumentu, jeszcze zanim poznamy zmieniony projekt budżetu. Przede wszystkim jednak w programie konwergencji trzeba powtórzyć zobowiązanie zawarte w poprzednim tego typu dokumencie, dotyczące obniżenia deficytu fiskalnego do 2,2% PKB. Przy tej okazji pojawia się ponownie zasadnicze pytanie – czy OFE mogą być traktowane jako część finansów publicznych. Decyzja Eurostatu w tej sprawie wydawała się ostateczna, ale mimo wszystko kandydat na premiera zapewnia, że zostanie zmieniona. Ciekawe jak nowy rząd będzie chciał uzasadnić potrzebę zmiany decyzji. Czyżby niechęcią do głębszych zmian w finansach publicznych?

Jeśli chodzi o program gospodarczy PiS, traktowanie otwartych funduszy emerytalnych jest sprawą dość fundamentalną. Przypomnijmy, że według decyzji Eurostatu z marca roku bieżącego OFE muszą być traktowane jako część sektora prywatnego, choć nastąpiło zezwolenie na stopniowe przechodzenie na takie podejście – 20% transferów do OFE w 2006 roku, 40% w 2007 r., i tak dalej aż do 100% w 2010 r. Jeśli Eurostat nie zmieni swojej decyzji (co jest bardzo prawdopodobne) to planowany przez PiS deficyt w wysokości 30 mld zł przez najbliższe cztery lata okaże się znacząco wyższy, gdyż należałoby dodawać co roku do tej wielkości kwoty związane z OFE (rosnące stopniowo do ok. 2% PKB w 2010 r.). Warto zresztą zauważyć, że nawet gdyby w optymistycznym, z punktu widzenia PiS, scenariuszu Eurostat zgodził się na zmianę decyzji, to poziom deficytu 30 mld zł niekoniecznie oznaczałby relację do PKB zgodną z zobowiązaniem przyjętym w poprzednim programie konwergencji, choć oczywiście zależałoby to od sytuacji w pozostałych (poza budżetem centralnym) sektorach finansów publicznych i od tempa wzrostu PKB.

Program konwergencji będzie więc pierwszym sygnałem dla rynków finansowych jaki może być kształt polityki fiskalnej w najbliższych latach, choć oczywiście nie można wykluczyć, że nowy rząd wyśle po prostu do Brukseli dokument przygotowany przez obecną administrację z zastrzeżeniem, że dokona aktualizacji w terminie późniejszym. Tak więc można sobie wyobrazić, że w ciągu najbliższych miesięcy (nawet do połowy przyszłego roku) nowy rząd nie podejmie żadnych istotnych decyzji odnośnie kształtu polityki fiskalnej w najbliższych latach. A jeśli nie będą podejmowane decyzje, nie będzie też wyraźnie zarysowanej różnicy poglądów pomiędzy PO i PiS.

Budżet 2007 – prawdziwy test

Problemy mogą jednak pojawić się później, a prawdziwym testem na wiarygodność polityki fiskalnej nowego rządu będzie budżet na rok 2007, nad którym pracę rozpoczną się w połowie przyszłego roku. Najprawdopodobniej temu projektowi budżetu będą musiały towarzyszyć liczne ustawy okołobudżetowe, czyli wówczas połączyć będzie trzeba obietnice obniżenia podatków (wydaje nam się, że wbrew pozorom kompromis w tej sprawie jest stosunkowo łatwy do osiągnięcia) z jednoczesną redukcją deficytu i brakiem redukcji (lub wręcz zwiększenia) wydatków socjalnych. Warto też pamiętać, że PiS w swoim programie gospodarczym, a również kandydat na premiera w programie nowego rządu zaproponowali propozycję zmian zasad waloryzacji rent i emerytur, wydłużenie

urlopów macierzyńskich, ulgi prorodzinne, przywrócenie funduszu alimentacyjnego, specjalny program mieszkaniowy etc. Trudno ocenić czy wszystkie te postulaty mają być zrealizowane czy też jest to element trwającej kampanii wyborczej. Jednak są to propozycje kosztowne, które może być trudno połączyć z obniżeniem deficytu do poziomu założonego w programie konwergencji. Pewną nadzieją jest, że polska gospodarka jest na ścieżce przyspieszającego wzrostu PKB, co może przynieść wyższe dochody budżetowe a tym samym pozwoli „wyrósnać” z deficytu. O ile szybki rozwój gospodarki przy znaczącym wzroście zatrudnienia jest jak najbardziej realny, warto również pamiętać, że ostatnie dane dotyczące wzrostu gospodarczego raczej rozczarowały, więc pozostaje pytanie czy rząd będzie przygotowany na ewentualną niespodziankę w tym zakresie (na przykład spowodowaną zbyt nadmierną aprecjacją złotego).

Kiedy do strefy euro? PiS się nie spieszy

Szczególnie ważną z punktu widzenia rynków finansowych rozbieżnością pomiędzy PO i PiS jest perspektywa wejścia Polski do strefy euro. Powszechnie wiadomo, że o ile PO chciałaby jak najszybszego wprowadzenie wspólnej waluty, PiS jest co najmniej sceptyczny. Jednocześnie PiS głosi, iż w trakcie najbliższej kadencji Sejmu chce doprowadzić do spełnienia kryteriów konwergencji (deficyt fiskalny poniżej 3% PKB), choć w kontekście przedstawionych powyżej uwag dotyczących średnioterminowych planów fiskalnych PiS, to zobowiązanie nie wydaje się wcale łatwe do zrealizowania. Jeśli zatem przyjmujemy, że realizowany będzie program gospodarczy zbliżony do programu (braku) dostosowania fiskalnego proponowanego przez PiS, to z pewnością oznaczałoby to odłożenie wejścia Polski do strefy euro o kilka lat w porównaniu z rokiem 2009, który był celem założonym przez obecną administrację. Niewątpliwie taki scenariusz mógłby negatywnie wpływać na rynek obligacji o długim terminie zapadalności. Póki co jednak najwyraźniej nie jest on brany pod uwagę – pomimo utrzymującej się niepewności politycznej rentowności pozostają w miarę stabilne a złoty się umacnia. Być może po prostu inwestorzy zdają sobie sprawę, że w najbliższym czasie nie należy oczekiwać szczególnych zawirowań w koalicji rządowej (miesiąc miodowy). My jednak oczekivalibyśmy od programu rządowego koalicji POPiS (będzie znany po wyborach prezydenckich) zapisu odnośnie planów spełnienia kryteriów konwergencji i ewentualnego wejścia do strefy euro.

Konflikt z bankiem centralnym?

Jeden z członków Rady Polityki Pieniężnej mówił przed wyborami parlamentarnymi, że przedstawiciele banku centralnego spotkają się po utworzeniu rządu z jego przedstawicielami celem omówienia polityki makroekonomicznej. Biorąc pod uwagę, co napisaliśmy powyżej można spodziewać się pewnego rozczarowania w NBP jeśli chodzi o planowaną datę przyjęcia euro. Z punktu widzenia kształtowania polityki kursu walutowego warto jednak przypomnieć kilka wypowiedzi polityków z ostatnich tygodni. Po pierwsze, Kazimierz Marcinkiewicz mówił, że poziom złotego 4,1-4,3 do euro to jest poziom dla polskiego rozwoju najlepszy. Po drugie, ekspert ekonomiczny PO Stefan Kawalec powiedział, że w przypadku szybkiej aprecjacji następującej po reformach gospodarczych nowego rządu, jedną z możliwych opcji jest wprowadzenie w Polsce sztywnego kursu złotego. Co prawda, jak napisaliśmy powyżej, nie spodziewamy się aby w zaistniałej konstelacji w parlamencie reformy ruszyły pełną parą, jednak spróbujmy sobie wyobrazić taki pozytywny (negatywny dla eksporterów) scenariusz. Być może jeśli złoty w ciągu najbliższych miesięcy umocniłby się do poziomu 3,7 za euro PiS zmieniłby zdanie i bardziej przyjaźnie spojrział na wspólna walutę. A jeśli nawet nie, to dlaczego nie przyjąć rozwiązania rozważanego przez PO i nie usztywnić kursu aby uniknąć nadmiernej aprecjacji? Pamiętajmy jednak, że według ustawy o NBP polityka walutowa ustalona jest przez Radę Ministrów w porozumieniu z Radą Polityki Pieniężnej. Jeśli więc nowy rząd będzie chciał zmienić politykę kursową musi przekonać Radę Polityki Pieniężnej ... lub zmienić ustawę o NBP. Pierwsza opcja nie będzie zapewne taka łatwa do wykonania. Choć w RPP byłyby zapewne w tej kwestii (jak w wielu innych) różne opinie to raczej przeważa pogląd, że nie należy pozbawiać się przedziału wahań kursowych (zakładając wejście do ERM2) nawet jeśli będziemy mieli do czynienia z wiarygodnym planem fiskalnym i utrwalonymi oczekiwaniami inflacyjnymi na niskim poziomie. Oczywiście jeśli te warunki nie byłyby spełnione to nie ma mowy o poważnej dyskusji na temat usztywnienia kursu, który pozbawia bank centralny instrumentu walki z inflacją. Nie wydaje nam się również aby na początku swojej kadencji rząd chciał prowadzić walkę z bankiem centralnym, choć warto przypomnieć niedawne wypowiedzi liderów PiS na temat konieczności obniżek stóp procentowych do poziomu unijnego (coż, wystarczy wejść do strefy euro aby taki poziom osiągnąć) i jeden z zapisów programowych PiS dotyczący likwidacji RPP (raczej nie do wykonania).

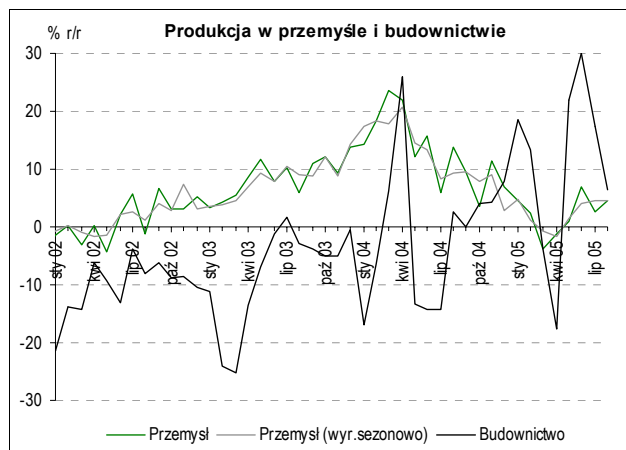
Podsumowanie: jak długi miesiąc miodowy?

W najbliższym czasie nie spodziewamy się informacji które zmieniałyby znacząco obraz polityki fiskalnej z punktu widzenia rynków finansowych. Zakładamy, że po wyborach prezydenckich powstanie rząd koalicyjny PiS z PO, który dość sprawnie przyjmie budżet na przyszły rok z obniżonym deficytem budżetowym w porównaniu z propozycją Gronickiego. Średnioterminowy plan polityki fiskalnej będzie zaprezentowany w programie konwergencji, jednak możliwe jest wysłanie wersji Gronickiego z możliwością późniejszej modyfikacji. Taka polityka w krótkim okresie z jednoczesnym zapowiadaniem woli do obniżenia deficytu budżetowego i podatków pozwoli uzyskać wiarygodność rynków finansowych, czy też zyskać na czasie przed podejmowaniem trudnych decyzji w przyszłym roku. Być może nawet uda się uzyskać wsparcie agencji ratingowych tym bardziej, że ocena wiarygodności Polski jest gorsza niż innych krajów regionu. Tak więc w perspektywie najbliższych 6-9 miesięcy nie spodziewamy się zmiany nastrojów na polskim rynku finansowym, tym bardziej, że sytuacja gospodarcza Polski wciąż wygląda korzystnie. O ile czynnikiem ryzyka jest sytuacja na rynkach międzynarodowych (wyższe stopy w USA, możliwy odpływ kapitału z rynków regionu), tymczasowe osłabienia złotego w tym okresie można próbować wykorzystywać do zakupu polskiej waluty.

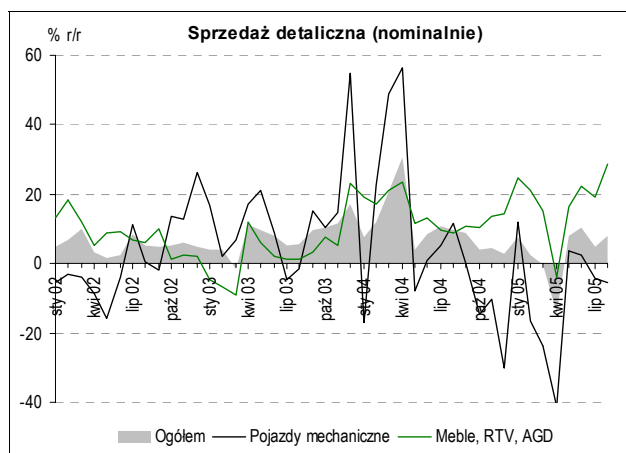
Testem wiarygodności polityki fiskalnej będzie budżet na 2007 rok wraz z towarzyszącymi ustawami, które odpowiedzą na pytanie jak jednocześnie obniżyć deficyt, obniżyć podatki oraz wypełnić przedwyborcze obietnice PiS dotyczące wydatków socjalnych. Będzie to jednocześnie test na współpracę rządu z parlamentem. O ile stosunkowo łatwo można wyobrazić sobie kompromis w Radzie Ministrów, pozostaje pytanie czy posłowie koalicji rządzącej będą podnosili ręce w odpowiednich momentach podczas głosowań w parlamencie. Wyniki głosowań poprzedniej kadencji Sejmu budzą w tej kwestii pewne wątpliwości. Ze względu również na dużą niepewność dotyczącą średnioterminowych planów fiskalnych i niechęć PiS jeśli chodzi o wejście do strefy euro oczekujemy, że w drugiej połowie przyszłego roku złoty będzie nieco słabszy.

Krzywa rentowności może ulec wystromieniu. O ile jesteśmy, naszym zdaniem, blisko końca cyklu obniżek stóp procentowych, to możemy mieć jeszcze do czynienia z 50 pb w ciągu 6 miesięcy, a jednocześnie spodziewamy się wzrostu rentowności obligacji na świecie (zarówno w strefie euro jak i w Stanach Zjednoczonych, choć w tym pierwszym przypadku raczej dopiero w przyszłym roku).

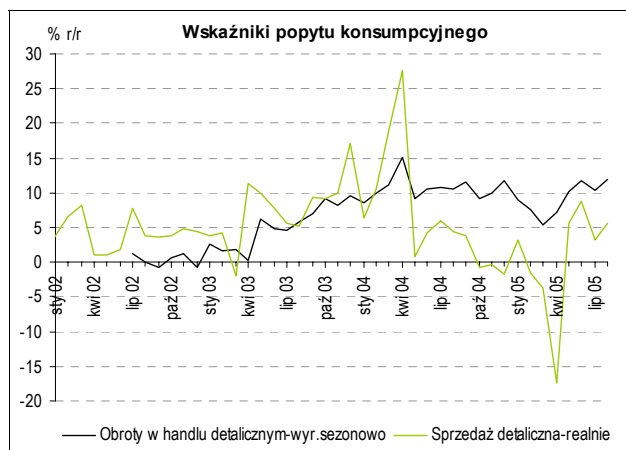
Gospodarka Polski

**Wzrost produkcji poniżej oczekiwań... ale nie najgorszy**

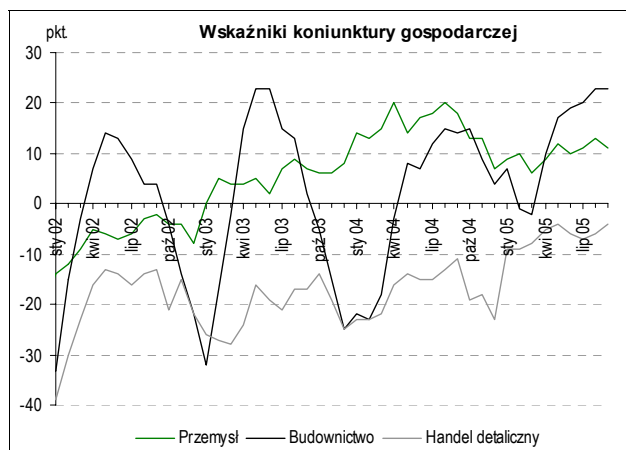
- Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w sierpniu o 4,6% r/r. Było to szybciej niż 2,6% r/r w lipcu, jednak poniżej konsensusu rynkowego, który przewidywał wzrost o ok. 5%.
- Dane oczyszczone z wahań sezonowych pokazały wzrost o 4,6% r/r, co było najlepszym wynikiem od początku tego roku. Potwierdza to, że dwa ostatnie kwartały roku będą okresem znacznie szybszego wzrostu w przemyśle niż pierwsze półrocze.
- Produkcja budowlano-montażowa wzrosła o 6,5% r/r, znacznie wolniej niż w lipcu (17,3% r/r). Spowolnienie (choć nie tak znaczne) było do przewidzenia, biorąc pod uwagę wygaśnięcie efektu niskiej bazy, który wystąpił w okresie maj-lipiec. Sierpniowy wzrost w budownictwie jest przyzwoitym wynikiem i można oczekiwać stopniowego przyspieszenia, podobnie jak w przypadku produkcji w przemyśle.

**... za to wzrost sprzedaży detalicznej lepszy niż oczekiwano**

- Odmiennie niż produkcja, sprzedaż detaliczna towarów zwiększyła się w sierpniu bardziej niż się spodziewano. Wartość sprzedaży wzrosła nominalnie o 7,9% r/r wobec 5% r/r w lipcu, podczas gdy konsensus rynkowy wynosił 6,2% r/r.
- Realny wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył do 5,6% r/r wobec 3,2% r/r przed miesiącem, co było drugim najlepszym wynikiem w tym roku.
- Pomijając sprzedaż pojazdów mechanicznych, gdzie trwają spadki (-5,5% r/r), pozostałe działy sprzedaży utrzymały dość wysokie tempo wzrostu, sugerujące, że popyt konsumpcyjny stopniowo się odbudowuje. Zwraca uwagę bardzo szybki wzrost sprzedaży dóbr trwałych (meble, RTV, AGD – prawie 30% r/r nominalnie, co przy słabo rosnących lub wręcz spadających cenach w tej kategorii może oznaczać podobny wzrost wartości realnej).

**Szanse na ożywienie konsumpcji prywatnej?**

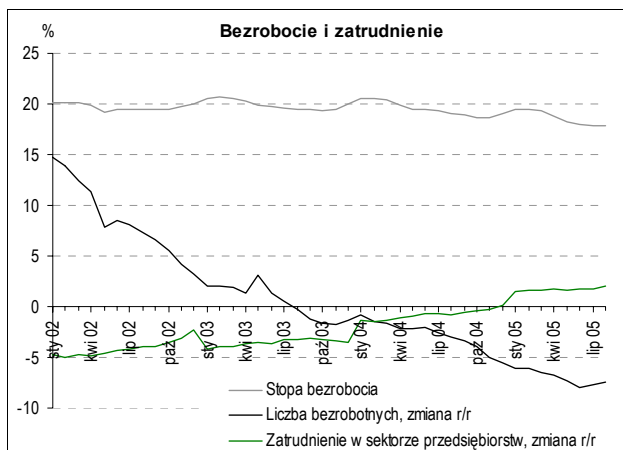
- W drugim kwartale br. miało miejsce wyraźne osłabienie popytu krajowego, na które złożyła się m.in. niska dynamika konsumpcji prywatnej – zaledwie 1,5% r/r, czyli najmniej od początku 2003 roku.
- Ostatnie sygnały z gospodarki wskazują jednak, że II półrocze powinno przynieść wyraźne ożywienie popytu konsumpcyjnego. Dynamika sprzedaży detalicznej (w cenach stałych) poprawiła się bardzo wyraźnie już w III kwartale br., wg naszych szacunków do 5,5% r/r z poziomu -3,2% w II kwartale. W ostatnim kwartale roku może to być ponad 8% r/r. Rosnącej konsumpcji sprzyjają coraz wyższe dochody gospodarstw domowych (patrz następna strona), malejące bezrobocie i niskie stopy procentowe.
- Będzie to jeden z czynników przyspieszających wzrost PKB w najbliższych kwartałach.

**Optymistyczne wskaźniki koniunktury**

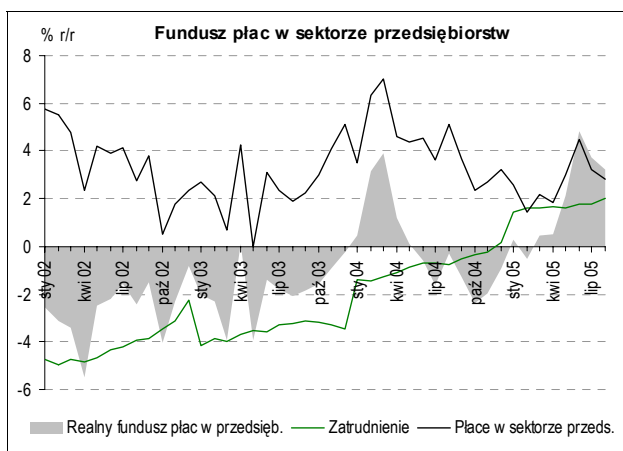
- Wskaźnik koniunktury w handlu detalicznym jest od dłuższego czasu na minusie, jednak ulega stopniowej poprawie i we wrześniu był najlepszy od sześciu lat. Przedsiębiorcy zgłaszają coraz mniejsze ograniczenia bieżącej sprzedaży i poprawę ciągle jeszcze niezadowolającej sytuacji finansowej.
- Najbardziej optymistyczne są firmy budowlane (wyższe zamówienia i produkcja, dobra i poprawiająca się kondycja finansowa), co sugeruje dalszy dynamiczny rozwój tego sektora.
- W przetwórstwie przemysłowym bieżący i oczekiwany poziom zamówień i produkcji są oceniane pozytywnie. Jednak nastroje nieznacznie się pogorszyły pod wpływem nieco słabszej sytuacji finansowej. Może to potwierdzić, że aprecjacja złotego zaczyna być dla polskich firm problemem, przekładając się na wyniki finansowe a nie na poziom obrotów.

Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

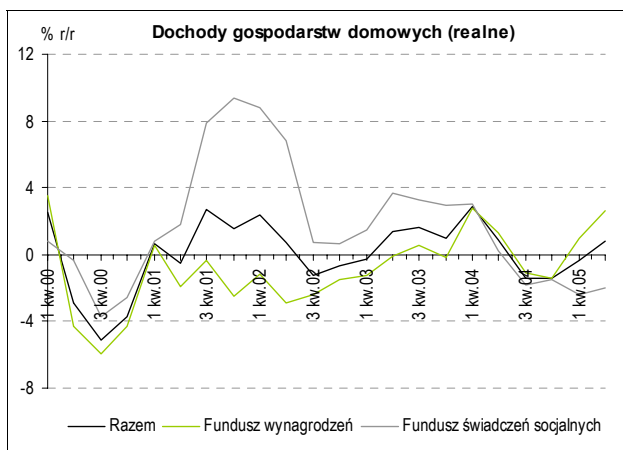
Gospodarka Polski

**Bezrobocie w dół, zatrudnienie w górę**

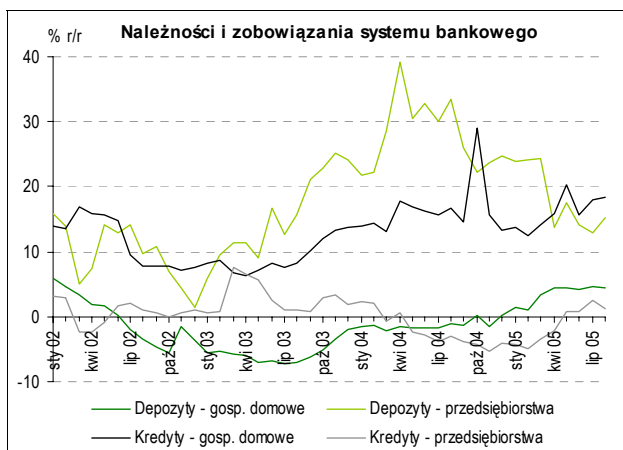
- Stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się w sierpniu do 17,8% z 17,9% w lipcu i 19,1% rok wcześniej, kontynuując trend powolnego lecz systematycznego spadku, związanego z rosnącym popytem na pracę.
- Wzrost przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw przyspieszył do 2% r/r w sierpniu z 1,8% r/r w lipcu. Był to najszybszy wzrost od ponad siedmiu lat. W kolejnych miesiącach oczekujemy dalszej stopniowej poprawy.
- Korzystne trendy na rynku pracy zostały potwierdzone przez dane BAEŁ (badanie aktywności ekonomicznej ludności), które wskazały, że według tej powszechnie używanej w UE definicji stopa bezrobocia spadła do 18,1% w drugim kwartale z 18,9% w pierwszym kwartale tego roku. Liczba osób pracujących wzrosła o 1,9% r/r do prawie 14 milionów.

**Wzrost wynagrodzeń umiarkowany, brak presji płacowej**

- Mimo rosnącej liczby etatów, wzrost wynagrodzeń pozostaje umiarkowany. Przeciętna płaca w sektorze przedsiębiorstw wzrosła w sierpniu o 2,8% r/r, mniej niż 3,2% r/r w lipcu i poniżej konsensusu rynkowego 3,5%.
- Po danych z dwóch pierwszych miesięcy kwartału widać, że średni wzrost płac w III kwartale będzie w ujęciu realnym wyraźnie wyższy niż w poprzednim, za sprawą niższej inflacji.
- Wzrost wynagrodzeń w skali całej gospodarki jest zapewne – podobnie jak w poprzednich kwartałach – nieco szybszy niż w sektorze firm (w II kw.05 wynagrodzenia w gospodarce wzrosły nominalnie o 3,9% r/r, a w przedsiębiorstwach o 3,0% r/r), jednak wciąż jest to tempo umiarkowane. Jak na razie nie widać oznak nasilającej się presji płacowej, co jest zapewne zasługą niskich oczekiwań inflacyjnych i wciąż wysokiego poziomu bezrobocia.

**... jednak dochody gospodarstw domowych rosną**

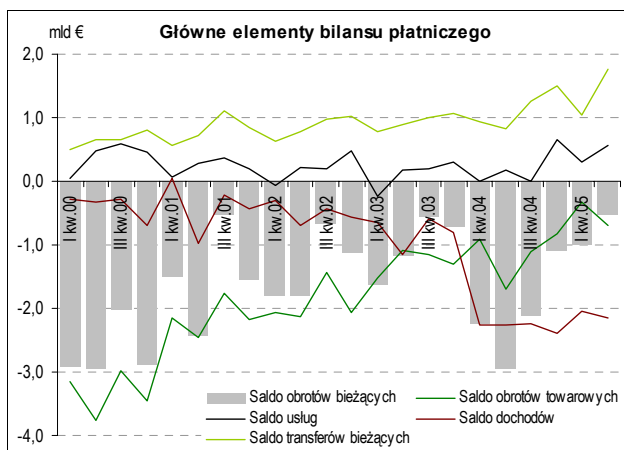
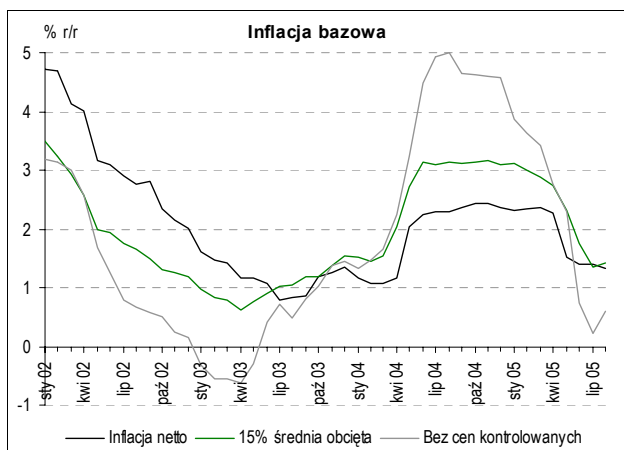
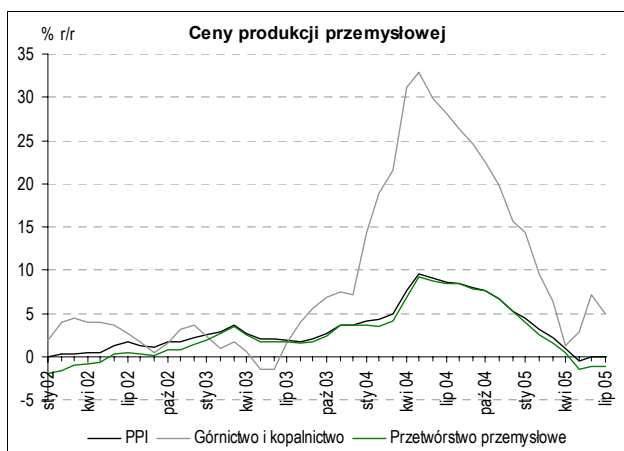
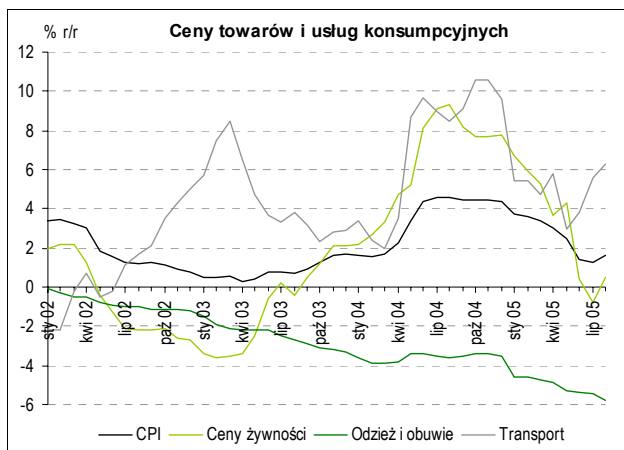
- Fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw, będący wskazówką nt. dochodów rozporządzalnych gospodarstw domowych, wzrósł w sierpniu o 4,9% r/r nominalnie i 3,3% r/r realnie. Choć realny wzrost był niższy niż 3,8% r/r zanotowane w lipcu, to jednak był on powyżej średniego wzrostu 1,3% w I połowie roku.
- Znacznie wolniejszy jest wzrost funduszu świadczeń socjalnych (malejąca liczba beneficjentów, brak indeksacji świadczeń w tym roku) – w II kwartale było to zaledwie 0,3% r/r nominalnie i -2% r/r realnie. Do momentu indeksacji świadczeń w marcu 2006 ten element będzie ograniczał wzrost konsumpcji.
- Ograniczeniem konsumpcji może być też utrzymujący się pesymizm odnośnie oczekiwanych zmian sytuacji finansowej gospodarstw domowych, na który wskazują badania ankietowe. Z drugiej strony, pozytywny jest spadek obaw przed bezrobociem.

**Przyspiesza wzrost kredytów dla gospodarstw domowych**

- Od początku tego roku podaż pieniądza rośnie znacznie szybciej niż nominalny PKB. W sierpniu tempo wzrostu M3 przyspieszyło do 11,2% r/r z 10,4% w poprzednim miesiącu.
- Wzrost depozytów gospodarstw domowych spowolnił do 4,5% r/r z 4,7% w lipcu, podczas gdy wartość lokat firm wzrosła o 15,2% r/r (12,9% przed miesiącem).
- Kontynuowany jest szybki wzrost kredytów w sektorze gospodarstw domowych (przyspieszenie do 18,3% r/r). Istotną część tego przyrostu (ok. 50%) to kredyty mieszkaniowe, jednak pozostała połowa finansuje zapewne cele konsumpcyjne.
- Nadal mizerny jest wzrost kredytu dla firm (1,2% r/r). Jednak w dużej części może to wynikać z tego, że bardzo dobre wyniki finansowe pozwalają części firm spłacać stare zadłużenie, przez co wzrost popytu na nowe kredyty jest mniej widoczny.

Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

Stopa inflacji przestała spadać

- Zgodnie z naszą prognozą, stopa inflacji wzrosła w sierpniu (po raz pierwszy od października 2004) do 1,6% r/r z 1,3% w lipcu.
- Dwoma głównymi źródłami wzrostu CPI były wysokie ceny paliw (+2,3% m/m) oraz słabszy niż przed rokiem sezonowy spadek cen żywności (-0,6% m/m).
- Pomijając te dwa elementy, ceny innych towarów i usług charakteryzowały się dużą stabilnością (miesięczne zmiany między 0,0% a 0,1%), z wyjątkiem cen odzieży i obuwiu spadających o 1,2% m/m, co potwierdziło, że na razie trudno mówić o objawach popytowej presji na ceny.
- Drogie surowce nie wpłynęły na razie znacząco na ceny producentów ogółem, które spadły w sierpniu o 0,1% r/r, podczas gdy oczekiwany był wzrost o 0,1% r/r. Jednak produkty rafinacji ropy naftowej podrożały aż o 3,5% m/m.
- Wpływ cen paliw na ceny innych towarów i usług zajmuje zwykle trochę czasu i trudno oczekiwać, aby ujawnił się w pełni w tym samym miesiącu, w którym wystąpiły podwyżki. Dlatego też dla Rady kluczowe więc będzie kształtowanie się wskaźników inflacji w kolejnych miesiącach.
- Na szczęście można wskazać szereg czynników, które powinny pomóc w ograniczeniu wzrostu cen w gospodarce: silny kurs złotego, wysokie bezrobocie, niskie oczekiwania inflacyjne, obniżka (tymczasowa) akcyzy na paliwo.
- We wrześniu inflacja prawdopodobnie znów nieco wzrośnie do ok. 1,7% (resort finansów spodziewa się nawet 1,9% r/r). Czynnikiem wzrostu będą wysokie ceny paliw i ewentualnie żywności, natomiast nie spodziewamy się sygnałów presji popytowej. Jednak już w październiku wraz z pojawieniem się skutków obniżki akcyzy na benzynę, inflacja powinna powrócić do poziomu ok. 1,5% r/r.

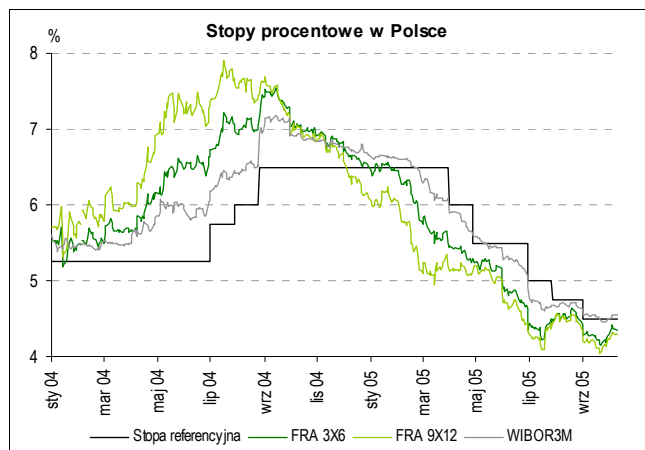
Stabilizacja inflacji bazowej

- W sierpniu dwa wskaźniki inflacji bazowej nieznacznie spadły, a trzy wzrosły. Zgodnie z oczekiwaniami inflacja netto obniżyła się do 1,3% r/r z 1,4% w lipcu. Druga bardzo ważna miara, 15% średnia obciążenia, podniosła się do 1,4% z 1,3% przed miesiącem.
- Biorąc pod uwagę kształtowanie się wszystkich miar, wygląda na to, że znaczny spadek inflacji bazowej obserwowany od początku roku uległ wyhamowaniu, jednak w najbliższych miesiącach oczekujemy stabilizacji netto w okolicach (poniżej) poziomu 1,5% (wzrost inflacji we wrześniu za sprawą cen paliw i żywności).
- Utrzymanie najważniejszych miar inflacji bazowej blisko (lub nawet poniżej) dolnej granicy przedziału tolerancji wokół celu w będzie czynnikiem sprzyjającym ewentualnej dalszej delikatnej redukcji stóp procentowych, o ile pozostałe dane makro pokażą nadal brak istotnych ryzyk dla inflacji.

Deficyt obrotów bieżących wyższy niż się wydawało

- Jak co roku, NBP dokonał korekty danych bilansu płatniczego na podstawie rocznej sprawozdawczości przedsiębiorstw za 2004 r. dotyczącej inwestycji bezpośrednich.
- W efekcie uwzględnienia reinwestowanych zysków, nastąpiło mocne pogorszenie salda dochodów, a w konsekwencji też salda obrotów bieżących – w 2004 r. deficyt obrotów bieżących wyniósł 4,3% PKB, a nie 1,5% PKB jak wskazywały wcześniejsze dane. W dwóch pierwszych kwartałach 2005 zanotowano deficyty 1 mld € i 0,53 mld € zamiast nadwyżek 0,38 i 0,18 mld €.
- Jednak ogólna tendencja poprawy na rachunku obrotów bieżących w ostatnich kwartałach została zachowana, a eksport i import utrzymały wysokie tempo wzrostu.
- Kolejne miesięczne dane będą uwzględniały szacunki reinwestowanych zysków dokonywane na bieżąco.

Pod lupą: Bank centralny



Fragmety komunikatu RPP z dnia 28 września 2005

Należy zauważyć, że wedle obecnych przewidywań ceny ropy mogą w średnim okresie rosnać lub utrzymywać się na podwyższonym poziomie. Utrzymuje się duża niepewność dotycząca wpływu znacznego skumulowanego wzrostu cen ropy na tempo wzrostu gospodarczego i wzrost inflacji.

W sumie (...) dane wskazują na wyższe tempo wzrostu gospodarczego w III kw. br. niż w II kw. br.

Podwyższone w ostatnim czasie prognozy cen ropy i gazu mogą spowodować szybszy – niż przedstawiono w sierpniowej projekcji inflacji – powrót inflacji do celu. Trzeba też podkreślić, że podwyższone ceny ropy mogą prowadzić także do osłabienia wzrostu gospodarczego.

Kształtowanie się kursu złotego we wrześniu br. nie odbiegało istotnie od ścieżki kursu walutowego uwzględnionej w sierpniowym *Raporcie o inflacji*.

Rada podkreśla, że utrzymanie łagodnego nastawienia w polityce pieniężnej nie musi oznaczać, że na najbliższych posiedzeniach Rada zmieni stopy procentowe.

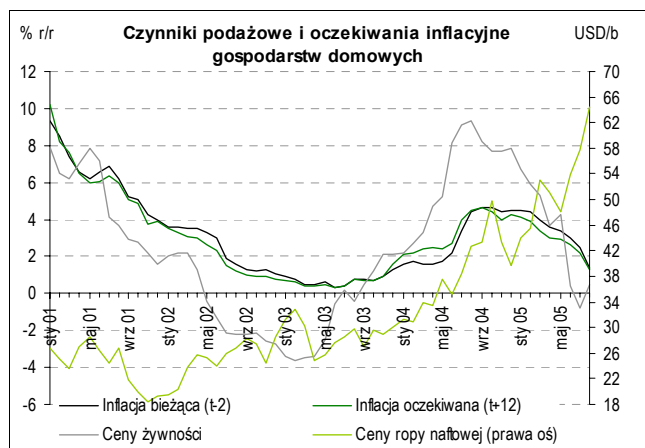
Fragmety Założeń polityki pieniężnej na 2006 rok

Takie czynniki jak wzrost elastyczności rynku pracy, restrukturyzacja przedsiębiorstw oraz konkurencja międzynarodowa mogą oddziaływać w kierunku osłabienia presji inflacyjnej.

Rada będzie dążyć do utrwalenia oczekiwań inflacyjnych na niskim poziomie. Z tego punktu widzenia 2006 r. będzie miał bardzo istotne znaczenie (...). Głównym czynnikiem komplikującym proces stabilizowania inflacji wokół celu mogą być kolejne znaczne podwyżki cen ropy.

Rada będzie bardzo wnikliwie analizować sytuację pod kątem ryzyka wystąpienia efektów drugiej rundy wynikających zarówno z dotychczasowych, jak i możliwych dalszych podwyżek cen ropy. Jeśli prawdopodobieństwo takich efektów byłoby znaczne Rada podejmie konieczne działania przeciwdziałające podwyższaniu się oczekiwań inflacyjnych. Należy zauważyć, że ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy może być ograniczane przez wciąż wysoki poziom bezrobocia i wolne tempo jego spadku.

RPP będzie również uwzględniała kształtowanie się bilansu czynników wpływających na prawdopodobieństwa ukształtowania się przyszłej inflacji powyżej lub poniżej celu. Rada będzie również brała pod uwagę odchylenia rzeczywistej ścieżki inflacji od wcześniej prognozowanej. Odchylenia takie świadczą bowiem, że przyszły przebieg zjawisk w gospodarce może różnić się od wcześniej prognozowanego.



Źródło: NBP

Łagodne nastawienie nie oznacza automatycznych obniżek

- Zgodnie z oczekiwaniami, RPP utrzymała stopę referencyjną na poziomie 4,5% oraz łagodne nastawienie polityki pieniężnej.
- Łagodne nastawienie oznacza, że RPP nadal ocenia prawdopodobieństwo tego, że inflacja będzie poniżej celu (2,5%) jako znacznie wyższe od tego, że wzrośnie powyżej celu, a zatem wyższe są szanse na obniżkę stóp procentowych w kolejnym ruchu niż na ich podwyższenie.
- Nie zmieniamy opinii, że w ciągu kolejnych 6 miesięcy może dojść do redukcji stóp o 50 pb. Na najbliższym posiedzeniu nie oczekujemy zmiany, a decyzja o obniżce może zapaść w listopadzie, jeśli dane o PKB za III kwartał pokażą wzrost konsumpcji i inwestycji poniżej oczekiwań.
- Nasze oczekiwania są mniej więcej zbieżne z rynkowymi.

Komunikat po posiedzeniu pozostawia wiele do życzenia

- Komunikat RPP dał bardzo niewiele wskazówek jeśli chodzi o dalsze decyzje polityki pieniężnej i postrzegamy go jako krok wstecz jeśli chodzi o komunikację z rynkiem.
- Praktycznie jedyną wskazówką było łagodne nastawienie w polityce pieniężnej, które od przyszłego roku zostanie zniesione. Chcąc nie chcąc, Rada więc sama przedstawiła argument za utrzymaniem nastawienia jako instrumentu komunikacji. W obecnej sytuacji pozostaje mieć nadzieję, że w przyszłym roku nastąpi znacząca poprawa jakości komunikatów po posiedzeniu.
- Rada wskazała na wyższy wzrost gospodarczy w III kw. niż w II kw. 2005. Choćby z uwagi na efekt bazy statystycznej jest to oczywiste. Szkoda, że RPP nie powiedziała, czy oczekiwane obecnie przyspieszenie jest szybsze czy wolniejsze w porównaniu do prognoz z ubiegłego miesiąca.

Założenia na 2006 r. – nie takie jastrzębie jak się wydaje

- W Założeniach na 2006 r. sporo uwagi poświęcono reakcji polityki pieniężnej na wysokie ceny ropy i ich potencjalne skutki.
- Znalazło to odzwierciedlenie również w komunikacie po posiedzeniu. Ale czy prognozy cen ropy w ogóle się zwiększyły od poprzedniego spotkania Rady? Przypomnijmy, że miesiąc wcześniej Rada spodziewała się, że inflacja będzie się kształtowała poniżej projekcji przedstawionej w sierpniowym raporcie pomimo wysokich cen ropy naftowej. Cóż, takie niespójności nie ułatwiają przewidywania kolejnych decyzji RPP.
- Cel inflacyjny, sposób jego realizacji i pozostałe instrumenty polityki pieniężnej nie uległy istotnym zmianom.
- RPP podtrzymuje stanowisko, że Polska powinna przystąpić do strefy euro najszybciej jak to możliwe.

Efekty drugiej rundy groźne... ale na razie ich nie widać

- Rada wymieniła w *Założeniach...* kilka czynników, które mogą zmienić przyszłą ścieżkę inflacji, z czego najważniejsze wydają się ceny ropy, które mogą utrzymać się na wysokim poziomie w średnim okresie.
- Jeśli ceny ropy wzrosłyby, co doprowadziłoby do efektów drugiej rundy (wysokie oczekiwania inflacyjne, przyspieszenie płać), to Rada nie zawaha się podwyższyć stóp procentowych.
- Nic w tym dziwnego, taki w końcu jest jej mandat. Warto jednak pamiętać, że na dziś Rada ocenia taki scenariusz jako mało prawdopodobny, skoro utrzymała łagodne nastawienie.
- Rada przyznaje, że wciąż trudna sytuacja na rynku pracy sprawia, że ryzyko efektów drugiej rundy jest niskie, pomijając inne czynniki strukturalne, które przemawiają na rzecz utrzymania niskiej presji inflacyjnej w przyszłości.

Pod lupą: Bank centralny

Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

Komentarz

Leszek Balcerowicz, prezes NBP, przewodniczący RPP PAP, 11 października

Rezygnacja z nastawienia w polityce pieniężnej od 2006 roku była propozycją ekspertów NBP wyciągniętą na podstawie doświadczeń innych banków centralnych, którą przyjęła Rada Polityki Pieniężnej. Przypomnę, że chodzi o pewien rodzaj sygnalizacji, nazywany nastawieniem, nie chodzi o nastawienie w sensie generalnym (...). Ogromna większość banków centralnych nie posługiwała się tym instrumentem sygnalizacji i my wyciągnęliśmy z tego wnioski.

PAP, konferencja prasowa, 28 września

RPP kieruje się wyłącznie analizą czynników ekonomicznych i przewidywaniem stanu gospodarki i inflacji, a nie zajmuje się bezpośrednią analizą tego, co dzieje się na scenie politycznej.

W *Założeniach...* nie znalazło się wytłumaczenie decyzji o rezygnacji z nastawienia w polityce pieniężnej. Pojawiło się dopiero w wypowiedziach członków Rady. Ciekawe, że doświadczenia międzynarodowe raczej nie zmieniły się w ciągu ostatniego roku, a Rada jednak rok temu z jakichś powodów zdecydowała się nastawienie używać. Naszym zdaniem, nastawienie było sygnałem prawdziwego układu sił w Rady, który wobec słabej komunikacji Rady za pomocą komunikatów był przydatny. Być może różni członkowie Rady rozumieli istotę nastawienia w różny sposób, co skłoniło ich do wniosku, że lepiej go nie stosować niż stosować niewłaściwie. Ponadto, jak pokazują głosowania (przewodniczący Rady kilkakrotnie przegłosowany w sprawie nastawienia), kilku członków Rady było niechętnych obecnie obowiązującemu nastawieniu łagodnemu, co mogło być dodatkową motywacją dla rezygnacji z tego narzędzia.

Dariusz Filar, członek RPP

Radio PiN, 11 października

Ja myślę, że my mamy nasze zadanie do wykonania i tym zadaniem jest zapewnienie Polsce niskiej i stabilnej inflacji. Jak najbliższy celu inflacyjnego, który wynosi 2,5%. Ja chciałbym zwrócić uwagę na jedną rzecz, że kiedy zakończyliśmy cykl podwyżek stóp procentowych w sierpniu ubiegłego roku, zapowiadaliśmy w założeniach polityki pieniężnej na rok 2005 wówczas przyjmowanych, że wrócimy do celu inflacyjnego w ciągu 5 do 7 kwartałów. W tej chwili mija 5 kwartał od naszych decyzji, 6 niedługo się zaczyna i inflacja jest w paśmie celu, w jego dolnym przedziale, ale w paśmie. We wrześniu inflacja będzie zbliżona do 2%, a więc będzie jeszcze bliżej celu. W pierwszym kwartale przyszłego roku ze względu na efekt bazy przekroczy 2%, jeszcze bliżej celu.

Oczekiwanie przyspieszenia inflacji do powyżej 2% w pierwszych miesiącach przyszłego roku może być dla członków Rady ważnym punktem odniesienia (o wzroście CPI mówił też prezes NBP podczas konferencji) Mianowicie, jeśli oczekiwania przedstawione przez Filara nie zmaterializują się (naszym zdaniem inflacja będzie stopniowo rosła z 1,5% w grudniu br. do 2% w marcu 2006), powstanie wrazenie, że procesy inflacyjne przebiegają lepiej niż oczekiwano, co może skłonić do kolejnej redukcji stóp w I kw. 2006 po oczekiwanej przez nas cięciu o 25 pb w listopadzie. A nawet jeśli inflacja przekroczy na początku roku 2% r/r, to będzie to w pewnym stopniu efekt relatywnie niskiej bazy w I kwartale br. Dlatego ewentualna materializacja dość pesymistycznych przewidywań Filara na początek 2006 r. nie powinna wywołać jastrzębiej retoryki. W trakcie wywiadu Filar odniósł się również do planów gospodarczych kandydata na premiera, zauważając, że niektóre z propozycji są niespójne.

Stanisław Nieckarz, członek RPP

PAP, 7 września

Przy niskiej inflacji utrzymywanie nastawienia przy realizacji celu inflacyjnego jest zbędne. To będzie obowiązywało od 2006 roku. W Europie wszystkie banki centralne realizujące bezpośredni cel inflacyjny dawno odeszły od tego. Większą wagę będziemy przywiązywać do przedstawiania bilansu ryzyk, czynników pro- i anty-inflacyjnych.

Warto zwrócić uwagę, że na początku kadencji obecnej RPP (początek 2004 r.) inflacja była na podobnie niskim poziomie jak dziś (1,6% w I kwartale br. i poniżej 1% średnio w 2003 r.), a nastawienie zostało zaakceptowane jako użyteczne narzędzie komunikacji. Ponadto, nawet jeśli ruchy stóp procentowych są minimalne, to dobrze wiedzieć, jaki będzie najbardziej prawdopodobny kierunek ich zmian. Jeszcze w połowie września Stanisław Nieckarz był zdania, że z nastawienia nie należy rezygnować i podobnie myślało kilku innych członków RPP.

Halina Wasilewska-Trenkner, członkini RPP

PAP, 30 września

Stwierdziliśmy, że nastawienie, tak jak je dotychczas publikowaliśmy, wprowadza niejasność z interpretacją, czy mówimy o okolicznościach dotyczących inflacji, czy o samej inflacji. Mamy zamiar zastąpić je od przyszłego roku nowy układem informacji, w którym będziemy mówili o bilansie ryzyk. To będzie to samo, ale bardziej sprawne i bardziej czytelne. Pracujemy nad tym, mamy jeszcze na to kilka miesięcy, mamy nadzieję, że wypracujemy formułę, która będzie dla wszystkich jasna

W 2006 r. komunikacja Rady z otoczeniem będzie bazować na takich narzędziach jak raporty o inflacji, komunikaty po posiedzeniach oraz konferencje prasowe. Można tylko mieć nadzieję, że jakość komunikatów będzie lepsza niż tego z ostatniego posiedzenia. Innymi słowy, miejmy nadzieję, że RPP dotrzyma obietnicy, ponieważ w *Założeniach...* napisano, że „Rada doloży należytej staranności w dążeniu do przejrzystości i jednoznaczności tych instrumentów. Z tego punktu widzenia obiecujące wydają się wypowiedzi członkini RPP Haliny Wasilewskiej-Trenkner. Już w styczniu będziemy mogli przekonać się, czy wysiłki banku centralnego na drodze do poprawy komunikacji z otoczeniem przyniosą pożądany efekt.

Andrzej Wojtyna, członek RPP

PAP, konferencja prasowa NBP; 28 września

Strategia jest taka, że banki centralne nie powinny reagować na szoki podażowe. Dla nas kluczowe znaczenie mają i mogą mieć w przyszłości sygnały, które mogą świadczyć, że coś dzieje się z efektami drugiej rundy. A wyższe ceny ropy mogą przełożyć się na wzrost oczekiwań inflacyjnych, a w ślad za tym idą wyższe płace i negocjacje płacowe i wtedy Rada, tak jak to miało miejsce w zeszłym roku, przez odpowiednie reakcje – trzykrotne podwyżki stóp, będzie przygotowana do adekwatnej decyzji i działań.

Dla Rady reformy, jeśli zostaną podjęte, będą istotne. Ważne jest jak reformy wpłyną na potencjalny PKB i efektywność wykorzystania czynników produkcji. Mogą doprowadzić do wyższego tempa wzrostu PKB przy niskiej inflacji i niższych stopach procentowych.

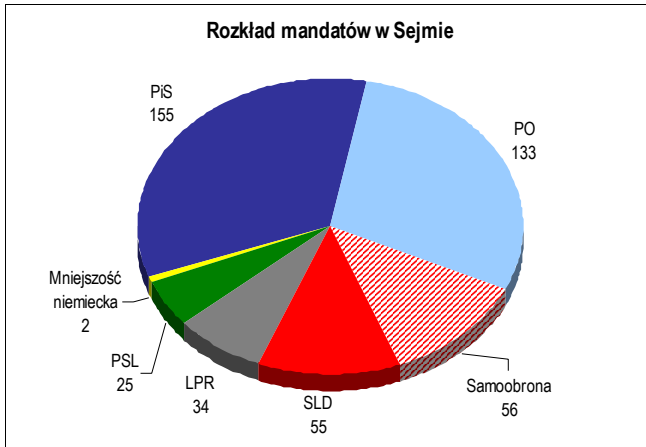
Silny kurs nie musi być niekorzystny dla gospodarki. Są kraje, które osiągały nadwyżkę w bilansie płatniczym w warunkach trwałej aprecjacji. Kluczowe jest to, czy w ślad za aprecjacją utrzymuje się korzystna relacja między wydajnością pracy a zmianą płac.

Jest wiele powodów dla których stopa procentowa w Polsce nie spadnie szybko do poziomu obserwowanego w Unii Europejskiej.

Wypowiedź profesora Wojtyny była jednym z czynników, które doprowadziły do wzrostu rentowności papierów skarbowych. Naszym zdaniem (a braliśmy udział w konferencji prasowej) podwyżki stóp były wymienione przez członka RPP jako hipotetyczna sytuacja „co by było gdyby”. Nie mamy wątpliwości, że gdyby efekty drugiej rundy faktycznie się pojawiły, to zaostrzenie polityki pieniężnej byłoby niezbędne. Jednak najważniejszą kwestią jest to czy Rada spodziewa się takiego rozwoju sytuacji. Zarówno sierpniowy raport inflacyjny jak i założenia polityki pieniężnej pokazały, że nie jest to zbyt prawdopodobne zdaniem RPP, za sprawą niskiego wzrostu płac, wysokiego wzrostu produktywności, przemian mikroekonomicznych w polskich przedsiębiorstwach, które w połączeniu z wysoką konkurencją międzynarodową ograniczają wpływ wysokich cen surowców na ceny innych towarów. Niektóre z tych czynników zostały wymienione przez Wojtynę, ale jego wypowiedzi zostały zacytowane wybiórczo, co spowodowało negatywną reakcję rynku.

O ile niepewność polityczna mogła być jednym z czynników przemawiających za utrzymaniem stóp bez zmian (choć członkowie RPP tego nie przyznali), istotne stwierdzenie prof. Wojtyny jeśli chodzi o przyszłą politykę monetarną w reakcji na optymistyczny scenariusz po wyborach, padło w czasie konferencji prasowej.

Pod lupą: Rząd i polityka



A jednak PiS!

- PiS wygrał minimalnie wybory przed PO. Łączny wynik obu partii okazał się słabszy niż oczekiwano. Co prawda będą miały większość głosów w Sejmie, ale zbyt małą, aby samodzielnie dokonywać zmian w konstytucji.
- Biorąc pod uwagę, że poza PO wszystkie partie w Sejmie mają w programie wiele elementów „socjalnych”, istnieje ryzyko przyjmowania kosztownych dla finansów publicznych ustaw. W takiej sytuacji skutki ewentualnego rozpadu koalicji i rządu mniejszościowego PiS mogłyby być bardzo negatywne.
- Tymczasem agencja ratingowa Fitch Ratings utrzymała pozytywne perspektywy dla oceny wiarygodności kredytowej Polski. Agencja wyraziła nadzieję, że nowy rząd będzie konsekwentnie dążył do konsolidacji fiskalnej i utrzyma rozsądną politykę makroekonomiczną.

Wyniki pierwszych sondaży prezydenckich po I turze

Sondaż	Donald Tusk	Lech Kaczyński
OBOP z 11 października dla dziennika Fakt	54	46
OBOP z 10 października dla tygodnika Polityka	54	46
OBOP z 10 października dla dziennika Fakt	55	45
PBS z 10 października dla Gazety Wyborczej	56	44
OBOP z 9 października dla dziennika Fakt	51	49

Uwaga: Tylko sondaż PBS jest niefoniczny, co oznacza, że uwzględniona w nim próba jest bardziej reprezentatywna.

Wyborczy maraton trwa...

- Zgodnie z oczekiwaniami I tura wyborów prezydenckich nie przyniosła ostatecznego rozstrzygnięcia – wyczerpani kandydaci PO i PiS będą toczyć na finiszu morderczą walkę. Nie jest to dobra sytuacja z punktu widzenia rozmów koalicyjnych w sprawie kształtu rządu i jego programu gospodarczego. Koalicjanci zapowiadają, że na porozumienie co do personaliów i szczegółów programu gospodarczego trzeba poczekać do rozstrzygnięcia wyborów prezydenckich.
- Dzień po I turze wyborów prezydenckich kandydat na premiera Kazimierz Marcinkiewicz przedstawił zarys programu gospodarczego rządu. „Zarys” okazał się powtórzeniem wcześniej znanych haseł i propozycji. Podtrzymano m.in. deklarację zastosowania „kotwicy budżetowej” - deficytu budżetowego na poziomie 30 mld zł w ciągu 4 najbliższych lat.

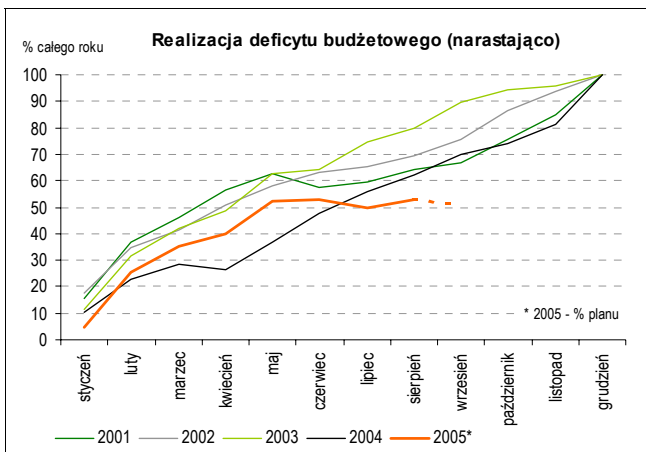
Główne parametry budżetu na rok 2006, mln zł

	2005 U	2005 PW	2006 U
Dochody ogółem	174 703,7	178 870,0	189 228,0
- podatkowe	155 285,9	156 950,0	171 996,0
- podatki pośrednie	116 980,7	115 650,0	126 220,0
- CIT	14 690,6	17 300,0	20 126,0
- PIT	23 614,6	24 000,0	25 650,0
- niepodatkowe	16 641,5	19 085,6	15 083,0
- zagraniczne	71,1	336,9	105,7
- wpłaty z UE	2 705,2	2 498,4	2 043,3
Wydatki ogółem	209 704,0	209 704,0	221 803,0
Deficyt	-35 000,0	-30 833,7	-32 575,0

U – założone w projekcie/ustawie budżetowej ; PW – przewidywane wykonanie

Budżet na 2006 przyjęty, ale będą zmiany

- 27 września rząd Marka Belki przyjął ostateczną wersję projektu budżetu na 2006 r.
- Pisaliśmy już o głównych założeniach budżetowych (tabela obok) i nie ma sensu po raz kolejny szczegółowo ich omawiać. Budżet odchodzącego ministra Gronickiego nie ma w tej chwili dużego znaczenia dla rynku, ponieważ zwycięzcy wyborów zapowiedzieli spore zmiany do przygotowanego projektu, a ponadto najistotniejsze są plany fiskalne na kolejne lata.
- Jeśli chodzi o rok 2006, PiS zakłada redukcję deficytu do 30 mld zł, prawie w całości poprzez obniżenie wydatków administracyjnych. Biorąc pod uwagę, że całość wydatków administracyjnych nie przekracza 10 mld zł, ich redukcja o ponad 2 mld zł może być bardzo trudna. Większych zmian na podatkach na 2006 r. nie planuje się.



Realizacja budżetu 2005 idzie jak z płatka

- Realizacja tegorocznego budżetu nadal przebiega bardzo dobrze. Deficyt po sierpniu wyniósł tylko 18,5 mld złotych, czyli 52,8% całorocznego planu. Według wstępnych zapowiedzi po wrześniu ma wynieść tylko ok. 51% planu (nadwyżka w samym wrześniu). Jest to możliwe dzięki utrzymaniu wydatków pod kontrolą oraz szybkiemu wzrostowi dochodów. Szybko rosną zarówno wpływy z podatków pośrednich (co sugeruje silną aktywność gospodarczą), jak i dochodowych.
- Pozwala to optymistycznie myśleć o wykonaniu tegorocznego budżetu. Wydaje się niemal pewne, że deklaracje ministra finansów, mówiące o deficycie budżetu centralnego na poziomie 4 mld poniżej planu, zmaterializują się. Może się jednak okazać, że nowy rząd zwiększy pod koniec roku wydatki (np. na likwidację problemu niedożywionych dzieci).

Źródło: PAP, Ministerstwo Finansów, Gazeta Wyborcza, Rzeczpospolita

Pod lupą: Rząd i polityka

Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

Kazimierz Marcinkiewicz, kandydat PiS na premiera

Reuters, 5 października

Traktuję list Rokity jako pierwszy sygnał możliwości zawarcia porozumienia. Po dogłębnej analizie listu, propozycji tam zawartych, mogę stwierdzić, że w odniesieniu do chęci zmian, wprowadzenia wysokich standardów rządzenia, istnieje pomiędzy naszymi partiami duża zbieżność. Jestem w 100 procentach przekonany, że powołam ten rząd.

Reuters, 3 października

Zmiany, które proponujemy, są zmianami mniej kosztowymi, to jest netto w granicach 12-14 miliardów złotych. Nie wszystko możliwe jest do wprowadzenia od 1 stycznia 2006 roku. (...) W związku z tym te koszty rozłożone na dwa lata są bez problemu do pokrycia.

Nie będziemy zmieniać podatków od 2006 roku ze względu na stabilność systemu podatkowego. Chcemy, żeby zmiany podatkowe zostały uchwalone w połowie przyszłego roku, tak żeby mogły wejść w życie od początku 2007 roku. Dotyczy to podatków pośrednich i bezpośrednich.

Zakładam, że rząd podczas kadencji 2005-2009 nie będzie musiał podejmować decyzji o przyjęciu wspólnej waluty europejskiej, naszym celem podczas kadencji nowego rządu i parlamentu będzie spełnienie wszystkich kryteriów konwergencji, ale nie będziemy podejmować decyzji dotyczących trybu przyjęcia euro.

Muszę trochę bardziej uważać, bo teraz będzie o polityce pieniężnej i finansowej i wszystkie rynki będą drżały. Uwaga: dobra polityka pieniężna i finansowa to polityka dla rozwoju, a nie tylko dla niskiej inflacji. Muszą być niższe stopy procentowe. Dziś inflacja w Polsce nie jest problemem. (...) Dalej - odpowiednia wartość złotówki. Złotówka na odpowiednim poziomie, takim by eksport był opłacalny. Na to czekają wszyscy eksporterzy. Ja opieram się tylko i wyłącznie na wypowiedziach i analizach analityków. Wielu z nich twierdzi, że poziom 4,1-4,3 do euro to jest poziom dla polskiego rozwoju najlepszy.

Jan Rokita, PO

PAP, 22 września

[Strategia wchodzenia do strefy euro] To będzie sprawa tego, na ile da się ograniczyć deficyt. Ale jest też druga kluczowa sprawa, która nie jest do rozwiązania w ciągu 100 pierwszych dni. Ona wymaga przyjęcia bardziej długofalowej strategii i konsultacji z Komisją Europejską. To jest pytanie o metodę stabilizacji kursu, zwłaszcza jeśli dojdzie do presji na aprecjację złotego po wprowadzeniu ambitnego programu wzrostu gospodarczego i dostosowań fiskalnych. Tym bardziej palącym problemem staje się kwestia stabilizacji kursu, co można robić albo poprzez sensoryny mechanizm wynegocjowany z KE dotyczący wahań w ERM2, albo przez usztywnienie kursu. Jak wiadomo wszystkie kraje, które weszły na drogę do euro działają w drugim modelu.

Donald Tusk, PO

PAP, 15 września

Realny, pozytywny efekt osiąga się przez spełnienie kryteriów euro. Wejście do strefy euro ma być wynikiem, a nie celem naszych wysiłków. Nie wykluczam referendum w tej sprawie, zwłaszcza jeśli okaże się, że główne siły polityczne nie będą w stanie się porozumieć. Gdyby sprawa terminu przystąpienia do strefy euro była głównym dzielącym nas problemem, byłbym bardzo optymistyczny.

Lech Kaczyński, PiS

Reuters, 15 września

Kwestia przyjęcia euro nie poróżni nas z Platformą Obywatelską, gdyż nie jest to kwestia możliwa do zrealizowania podczas przyszłej kadencji Sejmu. My w ogóle nie sprzeciwiamy się przyjęciu euro, będzie to jednak wymagało poprawy pozycji gospodarczej Polski i spełnienia kryteriów gospodarczych. Będziemy również obserwowali, jak będzie rozwijała się sprawa euro w Europie. Uważamy, że konieczne jest przeprowadzenie referendum w sprawie przyjęcia euro. Jest to absolutnie konieczne, gdyż jest to kwestia suwerenności. Uważamy, że takie referendum mogłoby się odbyć pod koniec kadencji przyszłego parlamentu.

Komentarz

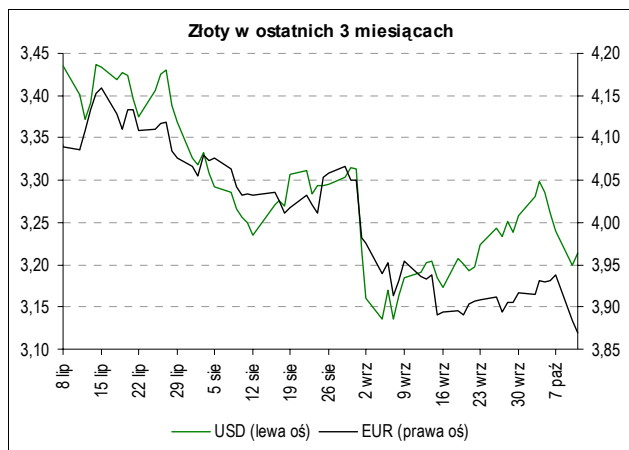
Platforma Obywatelska na razie nie przedstawiła swojego stanowiska negocjacyjnego w rozmowach koalicyjnych z PiS w zakresie polityki gospodarczej. Kandydat PO na wicepremiera Jan Rokita przedstawił jedynie „ruszt rządzenia”, czyli propozycje dotyczące sposobu sprawowania władzy przez nowy rząd. Był to swego rodzaju gest dobrej woli, który umożliwił wyjście rozmów obu partii z impasu, w którym znalazły się tuż po wyborach parlamentarnych. Być może PO nie chce na razie odkrywać kart w kwestii programu gospodarczego dla nowego rządu, bo spodziewa się, że niektóre z jego liberalnych elementów mogłyby zaszkodzić Donaldowi Tuskowi. Można jednak oczekiwać, że gdy tylko opadnie kurz po wyborach prezydenckich, PO ujawni swoje pomysły i rozmowy koalicyjne ruszą z miejsca. O porozumienie nie będzie jednak łatwo. Punktem wyjścia dla rozmów w sprawach polityki gospodarczej będą pomysły przedstawiane przez kandydata PiS na premiera Kazimierza Marcinkiewicza. Niektóre z nich z pewnością nie spodobają się koalicjantom z Platformy, podobnie jak nie zostały one dobrze przyjęte przez rynek. Przykładowo, po tym, gdy Marcinkiewicz zamiast zaproponować np. cięcia w wydatkach socjalnych wypowiedział się o „kosztach netto” planowanych zmian na poziomie 12-14 mld zł ceny obligacji skarbowych zanotowały spadki. Na razie wrazenie rynku jest takie, że PiS mówi głównie o dodatkowych wydatkach, natomiast nic o niezbędnych cięciach. Ponadto, słabością tego, co można było do tej pory usłyszeć od kandydata na premiera jest to, że podawane przez niego liczby „sformułowane są w sposób dość ogólny i bez wyraźnego ich wzajemnego powiązania” (jak dobrze wyraził to członek RPP Dariusz Filar). PiS chce, aby podatki były niższe, ale oprócz tego splanuje o dodatkowych wydatkach, a równocześnie deficyt budżetowy ma być mniejszy niż w budżecie ministra Gronickiego, który i tak wygląda na dość napięty. Kontrowersyjną kwestią są poglądy PiS na pożądane tempo wchodzenia Polski do strefy euro (choć pozytywnie ocenił trzeba deklarację konsekwentnego dążenia do spełnienia kryteriów wejścia), rolę banku centralnego w gospodarce oraz zamiary osłabienia kursu złotego. Stanowisko PO w tych sprawach jest inne.

W kluczowych z punktu widzenia rynków kwestiach kursowych jest pewne pole do porozumienia między koalicjantami. Obie partie zgadzają się co do tego, że należy powstrzymać ewentualną silną aprecjację złotego, która może wystąpić w przypadku realizacji ambitnych, głębokich reform. Abstrahując od tego, czy nowa koalicja rzeczywiście będzie zdolna do przeprowadzenia takich reform, obie partie uważają, że w przypadku aprecjacji złotego koniecznym rozwiązaniem może okazać się usztywnienie złotego. Lider PO powiedział, że kwestia to nie zostanie rozstrzygnięta w pierwszym okresie działania nowego rządu, m.in. dlatego, że wymaga konsultacji ze stroną unijną. Rokita zapomniał dodać, że będzie to również wymagało zgody niezależnego banku centralnego. Naszym zdaniem NBP będzie bardziej skłonny do zgody na zastosowanie klasycznego mechanizmu w ramach ERM2 niż na usztywnienie kursu.

Chociaż szef Platformy Obywatelskiej i kandydat na prezydenta Donald Tusk nadal twierdzi, że Polska powinna przyjąć wspólną walutę tak szybko jak to możliwe, to nie wydaje się być w tej kwestii pryncypialny. Zdaniem Tuska najważniejszym zadaniem jest spełnienie kryteriów konwergencji, podczas gdy samo wejście do strefy euro będzie raczej wynikiem tego procesu niż celem samym w sobie. Lech Kaczyński, czyli drugi z kandydatów na prezydenta, uważa natomiast, że nie jest możliwe, aby wspólna waluta została przyjęta podczas kadencji nowego parlamentu. W efekcie Kaczyński nie uważa kwestii wejścia do strefy euro jako poważnego potencjalnego punktu zapalnego pomiędzy koalicjantami. Wygląda na to, że Tusk się z tym zgadza.

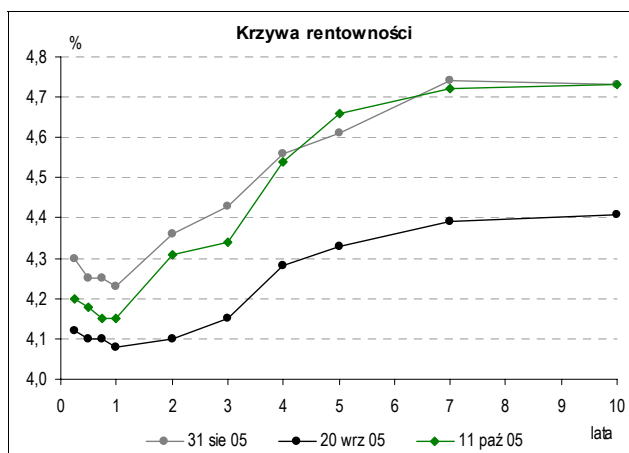
Obydwaj kandydaci na prezydenta zgodzili się, że w kwestii przyjęcia euro Polska powinna przeprowadzić referendum. Według Tuska jest to możliwe, dla Kaczyńskiego jest to konieczne, a powinno nastąpić pod koniec kadencji nowego parlamentu (zapewne dopiero w 2009 r). Oznacza to może znaczące przesunięcie terminu wejścia do strefy euro wobec wcześniejszych planów (2009-2010) - przypomnijmy, że według dokumentu Ministerstwa Finansów od podjęcia decyzji o przyjęciu euro do rzeczywistego wejścia do wspólnego europejskiego obszaru walutowego musi upłynąć co najmniej trzy lata.

Monitor rynku



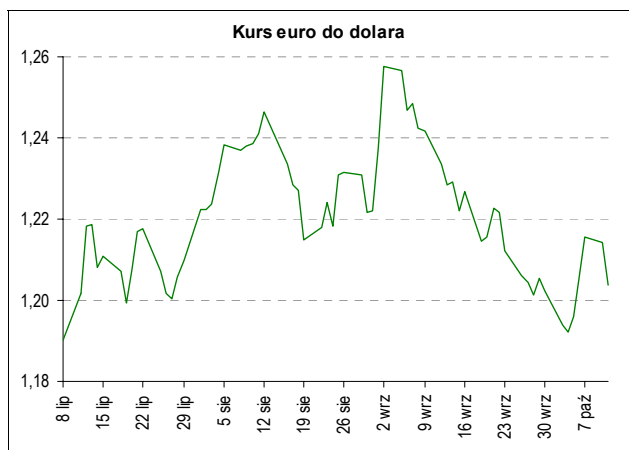
Złoty dość dobrze zniósł wynik wyborów

- Po silnej i nieoczekiwanej aprecjacji na początku września, od połowy minionego miesiąca kurs złotego zaczął nieznacznie słabnąć. Stało się tak między innymi za sprawą ostatnich sondaży przed wyborami, które zaczęły pokazywać spadek przewagi PO nad PiS. Sam wynik wyborów, czyli zwycięstwo PiS zostało dość dobrze zniesione przez złotego, mimo że inwestorzy liczyli na triumf liberalnej PO. Mimo trudnego przebiegu rozmów koalicyjnych, złoty na początku października wyraźnie się umocnił, osiągając wobec euro najsilniejszy poziom od 3 lat.
- Wsparciem dla złotego w trudnym okresie wyborczym, oprócz czynników długoterminowych jak mocna pozycja bilansu płatniczego, są oczekiwania na zapowiedzianą sprzedaż walut przez MinFin. Sądymy, że w scenariuszu utworzenia rządu PiS z PO z sensowym programem, złoty pozostanie silny.



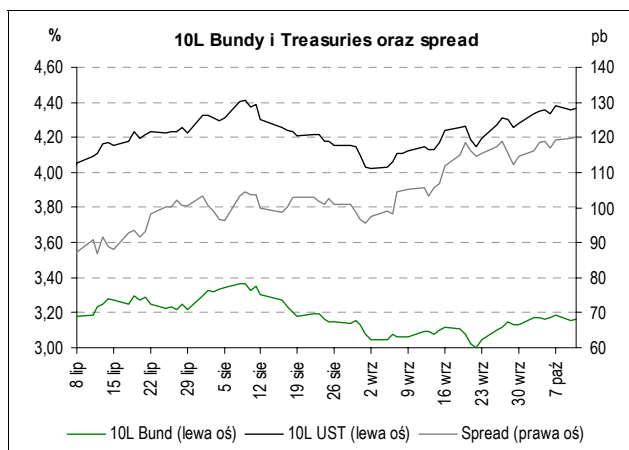
... ale rynek długu wyraźnie osłabił

- W porównaniu z końcem sierpnia krzywa dochodowości w pierwszej połowie października jest mniej więcej na tym samym poziomie, choć bardziej stroma na odcinku 2 do 5 lat na skutek wzrostu rentowności 5-latek przy spadku obligacji o krótszym terminie wykupu. Przez dwie dekady września rentowności wszystkich obligacji silnie spadały, osiągając 20 września rekordowo niskie poziomy, ale najpierw niepokojące sondaże, a potem zwycięstwo PiS nad PO osłabiły rynek długu. Długi koniec krzywej był też pod wpływem wzrostu rentowności za granicą. Na krótki koniec krzywej negatywnie wpłynął natomiast dodatkowo nieco bardziej jastrzębi niż oczekiwano ton komunikatu RPP i *Założeń polityki pieniężnej na rok 2006*.
- W najbliższym czasie na krajowy rynek długu nadal cieniem będzie się kłaść sytuacja polityczna.



Dolar zyskuje dzięki dobrym danym i wyższym stopom

- W porównaniu z początkiem września dolar w ciągu kilku następnym tygodni zanotował spore umocnienie. Wpłynął na to fakt, że skutki huraganu Katrina dla całej gospodarki okazały się mniejsze niż oczekiwano, a kolejny huragan Rita nie wyrządził większych szkód. Publikowane w ostatnim czasie wskaźniki aktywności ekonomicznej i sytuacji na rynku pracy w USA były w większości lepsze niż oczekiwano, co wspierało dolara. Umocnił się on nawet do poziomu 1,19 za euro, ale słaby wskaźnik ISM dla usług i dobre dane ze strefy euro wywołały chwilową korektę kursu EURUSD.
- Na początku października dolar ponownie zyskał, m.in. dzięki jastrzębim informacjom z Fed. Oczekiwanie na kolejne podwyżki stóp wspiera dolara – w najbliższym czasie kurs EURUSD powinien się wahać w okolicach poziomu 1,20.

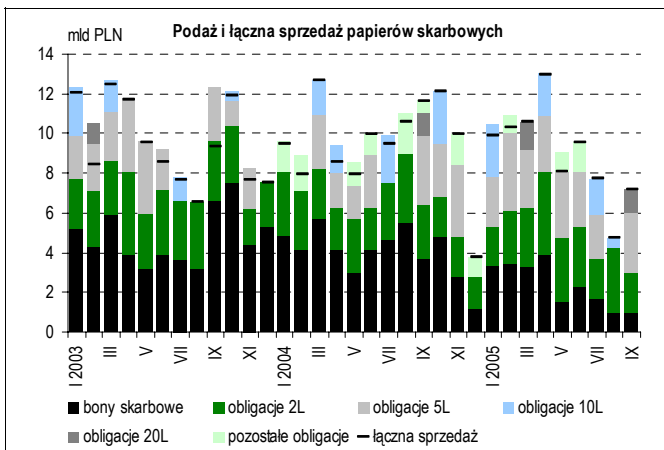
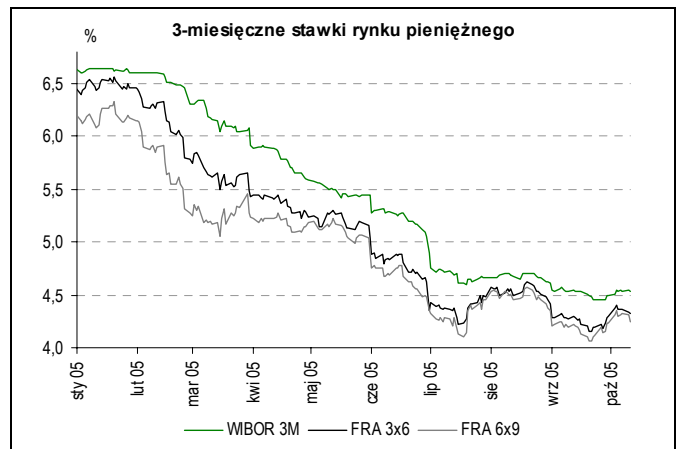
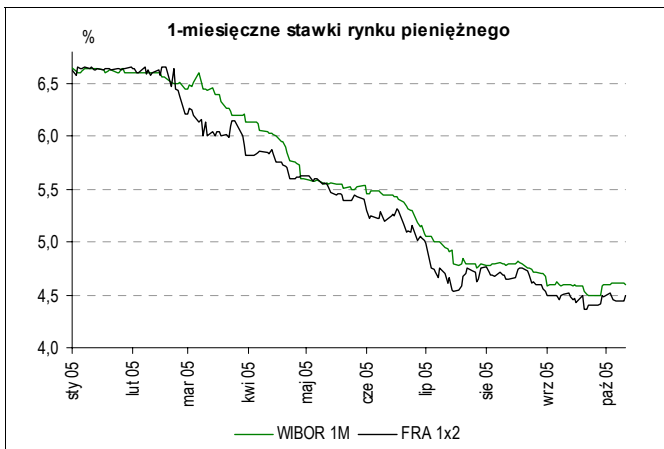
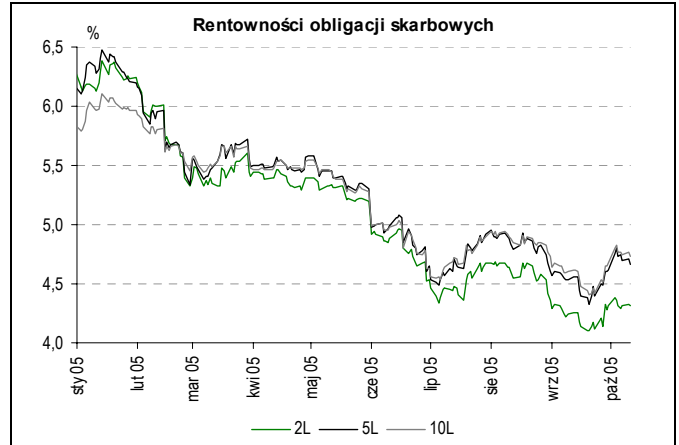
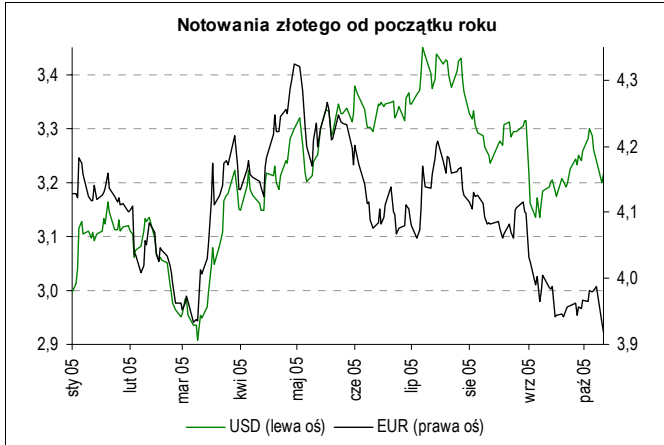


Rentowności zagranicą pną się w górę

- Po sierpniu, który był udany dla głównych rynków długu, nastąpił okres wyraźnego wzrostu rentowności. Przyczyniła się do tego seria dobrych danych o aktywności ekonomicznej, zarówno w USA, jak i w strefie euro, oraz uspokojenie sytuacji na rynku ropy naftowej, gdy okazało się, że skutki huraganów w USA nie są tak dotkliwe jak się spodziewano. W porównaniu z początkiem września rynek wierzą obecnie mocniej w kontynuację miarowych podwyżek stóp w USA i zaczęły myśleć poważniej o podwyżce stóp EBC w przewidywalnym okresie.
- Wiara w siłę gospodarki, a co za tym idzie w możliwość wzrostu stóp procentowych jest w dalszym ciągu dużo większa w USA niż w strefie euro. Znalazło to odzwierciedlenie we wzroście spreadu pomiędzy 10-letnimi obligacjami amerykańskimi i Bundami aż do poziomu 120 pb.

Źródło: Reuters, BZ WBK

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	OFERTA / SPRZEDAŻ		
	13-tyg.	52-tyg.	Suma
08.08.2005	-	500/500	500/500
22.08.2005	-	500/500	500/500
razem sierpień	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
05.09.2005	100/100	400/400	500/500
19.09.2005	100/100	400/400	500/500
razem wrzesień	200 / 200	800 / 800	1 000 / 1 000
03.10.2005	100/100	400/400	500/500
17.10.2005	100	400-600	500-700
razem październik*	200 / 200	800 - 1 000	1 000 - 1 200

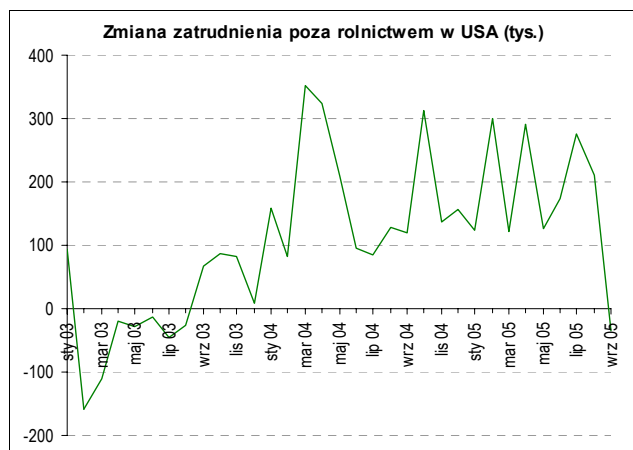
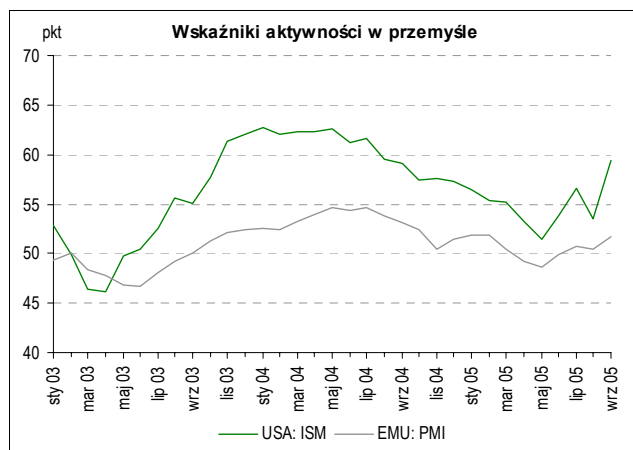
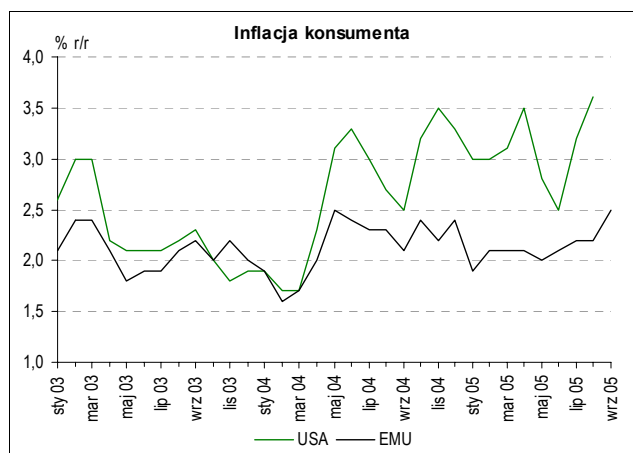
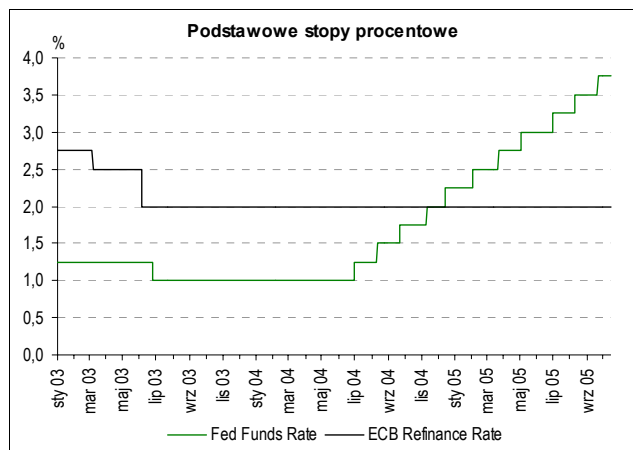
* na podstawie informacji Ministerstwa Finansów

Przetargi obligacji skarbowych w 2005 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg			III przetarg				
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż
styczeń	05.01	OK0407	2 000	2 000	12.01	DS1015	2 600	2 130	19.01	PS0310	2 500	2 500
luty	02.02*	OK0407	2 760	2 760	09.02*	IZ0816	960	960	16.02*	PS0310	3 840	3 200
marzec	02.03*	OK0407	3 000	3 000	09.03	WS0922	1 400	1 400	16.03	PS0310	2 900	2 900
kwiecień	06.04	OK0407	3 500	3 500	13.04	DS1015	2 200	2 130	20.04*	PS0310	2 750	2 750
maj	04.05*	OK0807	3 120	3 120	11.05	IZ0816	1 000	0	18.05*	PS0310	3 360	3 360
czerwiec	01.06*	OK0807	3 000	3 000	08.06*	WZ0911	1 440	1 440	15.06	PS0310	2 800	2 800
lipiec	06.07	OK0807	2 000	2 000	13.07	DS1015	1 800	1 800	20.07	PS0310	2 200	2 200
sierpień	03.08*	OK0807	3 240	3 240	10.08	IZ0816	500	500	-	-	-	-
wrzesień	07.09	OK1207	2 000	2 000	14.09*	WS0922	1 200	1 200	21.09*	PS0310	3 000	3 000
październik	05.10	OK1207	1 500	1 500	12.10*	DS1015	2 025	2 025	19.10	PS0310	-	-
listopad	02.11	OK1207	-	-	09.11	12L CPI	-	-	16.11	5L	-	-
grudzień	07.12	3&7L WIBOR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

* razem z przetargiem uzupełniającym

Przegląd międzynarodowy



Źródło: Reuters, ECB, Federal Reserve

Podwyżka w USA, rosną nadzieje że wkrótce i w strefie euro

- Amerykański bank centralny podniósł we wrześniu stopy procentowe o 25 pb, stwierdzając, że skutki huraganu Katrina dla gospodarki będą krótkotrwałe. W przeciwieństwie do poprzednich decyzji, ostatnia nie była jednogłówna, ponieważ jeden z członków Fed opowiedział się za brakiem podwyżki. Obecnie oficjalna stopa procentowa w USA wynosi 3,75%, czyli jest na najwyższym poziomie od czerwca 2001 r. Kolejne podwyżki już wkrótce.
- Europejski Bank Centralny nie zmienił stóp procentowych, pozostawiając stopę refinansową na poziomie 2,0%. Jednak na konferencji prasowej po tej decyzji rynek został zaskoczony bardziej jastrzębimi niż się spodziewano wypowiedziami prezesa EBC Jean-Claude'a Tricheta, który dużo uwagi poświęcił ryzykom wzrostu inflacji. Wzmocniło to oczekiwania, że w strefie euro nastąpią wkrótce podwyżki stóp procentowych.

Inflacja na świecie w górę za sprawą drogich paliw

- Indeks CPI w Stanach Zjednoczonych wzrósł w sierpniu o 0,5% m/m, a indeks inflacji bazowej, która wyłącza ceny żywności i energii zwiększył się o 0,1% m/m. Dane były lepsze niż oczekiwania rynku na poziomie odpowiednio 0,6% i 0,2%. Ceny energii podniosły się w sierpniu o 5% m/m, a ceny żywności nie zmieniły się. Roczne tempo wzrostu CPI (stopa inflacji) wzrosło do 3,6% – najwyższego poziomu od początku 2001 r.
- Wg wstępnych szacunków Eurostatu inflacja w strefie euro podskoczyła we wrześniu do 2,5% z 2,2% w sierpniu. To najwyższy poziom od maja 2004. Ceny produkcji w strefie euro zwiększyły się w sierpniu o 0,4% m/m i 4,0% r/r, ponieważ rekordowo wysokie ceny ropy przełożyły się na wzrost cen energii o 1,6% m/m i 15,1% r/r. Po wyłączeniu cen energii, ceny produkcji wzrosły tylko o 0,1% m/m i 1,3% r/r.

Rosną wskaźniki aktywności w przemyśle

- Wskaźnik ISM w sektorze wytwórczym pokazał w sierpniu nieoczekiwany wzrost do 59,4 pkt. z 53,6, podczas gdy analitycy spodziewali się spadku do 52 pkt. Wskaźnik zatrudnienia wzrósł umiarkowanie do 53,1 z 52,6, a indeks nowych zamówień podskoczył mocno do 63,8 z 56,4. Z kolei ISM dla sektora usług zmniejszył się we wrześniu do 53,3 pkt. z 65,0 pkt. w sierpniu, czyli był dużo gorszy od oczekiwań rynku na poziomie 61,0 pkt.
- Indeks PMI w przemyśle dla strefy euro był wyższy niż prognozowano i wyniósł 51,7 wobec oczekiwań na poziomie 50,8. PMI dla sektora usług wzrósł we wrześniu do 54,7 pkt. wobec zrewidowanych w górę 53,4 pkt. w sierpniu i oczekiwań na poziomie 53,5 pkt. Oznacza to, że aktywność sektora usług w strefie euro zanotowała we wrześniu najwyższy poziom od 14 miesięcy, m.in. dzięki poprawie w gospodarce niemieckiej.

Spadek liczby miejsc pracy mniejszy niż się obawiano

- Wrzesień był pierwszym miesiącem spadku miejsc pracy w USA od maja 2003. Ubytek miejsc pracy był mniejszy niż oczekiwano (35 tys. wobec prognoz 143 tys.), gdyż negatywny efekt huraganu Katrina został po części zniwelowany przez wzrost zatrudnienia w innych regionach. Efekty huraganu Rita mogą być widoczne dopiero w danych za kolejny miesiąc.
- Według Departamentu Pracy USA gdyby nie efekt huraganu wzrost miejsc pracy mógłby wynieść 194 tysięcy, czyli podobnie jak średnia z ub.r. Jednocześnie zrewidowano w górę dane za dwa poprzednie miesiące. Stopa bezrobocia wzrosła do 5,1% (najwyższa od maja) z 4,9% w sierpniu. Dobre dane zredukowały wątpliwości co do podwyżek stóp procentowych na najbliższych posiedzeniach Fed'u, co doprowadziło do aprecjacji dolara i wzrostu rentowności obligacji amerykańskich.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
10 października	11	12 <i>POL: Aukcja obligacji 10-letnich</i>	13 <i>POL: Bilans płatniczy (VIII)</i> USA: Handel zagraniczny (VIII)	14 <i>POL: Ceny konsumenta (IX)</i> <i>POL: Podaż pieniądza (IX)</i> USA: Ceny konsumenta (IX) USA: Sprzedaż detaliczna (IX) USA: Produkcja przemysłu (IX) USA: Wstępny indeks Michigan (X) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (IX)
17 <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i> <i>POL: Płace i zatrudnienie (IX)</i>	18 GER: Indeks ZEW (X) EMU: Finalny HICP (IX) USA: Ceny producenta (IX) USA: Napływ kapitału netto (VIII)	19 <i>POL: Aukcja obligacji 5-letnich</i> <i>POL: Produkcja przemysłowa i budowlana (IX)</i> <i>POL: Ceny produkcji (IX)</i> EMU: Produkcja przemysłu (VIII)	20 EMU: Bilans handlowy (VIII)	21 <i>POL: Wskaźniki koniunktury (X)</i>
24 <i>POL: Inflacja bazowa (IX)</i>	25 <i>POL: Spotkanie RPP</i> <i>POL: Sprzedaż detaliczna (VIII)</i> <i>POL: Stopa bezrobocia (VIII)</i> GER: Indeks IFO (X) USA: Zaufanie konsumentów (X)	26 <i>POL: Spotkanie RPP – decyzja</i>	27 USA: Zamówienia na dobra trwałe (IX)	28 EMU: Podaż pieniądza (IX) EMU: Przedwstępny HICP (X) USA: PKB finalny (III kw) USA: Indeks Michigan (X)
31 USA: Chicago PMI (X)	1 listopada <i>POL: Święto</i> USA: Spotkanie Fed – decyzja EMU: PMI sektor wytwórczy (X) USA: ISM sektor wytwórczy (X)	2 <i>POL: Aukcja obligacji 2-letnich</i>	3 EMU: PMI sektor usług (X) EMU: Spotkanie ECB – decyzja USA: Jednostkowe koszty pracy, wydajność pracy (III kw) USA: Zamówienia w przemyśle (IX) USA: ISM sektor usług (X)	4 EMU: Ceny produkcji (IX) EMU: Bezrobocie (IX) USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (X) USA: Bezrobocie (X)
7 <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i> EMU: Sprzedaż detaliczna (IX)	8	9 <i>POL: Aukcja obligacji 12-letnich indeksowanych CPI</i> USA: Zapasy hurtowe (IX)	10 USA: Handel zagraniczny (IX) USA: Ceny w handlu zagr. (X) USA: Indeks Michigan (XI) USA: Deficyt budżetowy (X)	11 <i>POL: Święto Niepodległości</i>

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2005 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie RPP	25-26	24-25	29-30	26-27	24-25	28-29	26-27	30-31	27-28	25-26	29-30	20-21
PKB*	31	-	11	-	31	-	-	29 ^f	-	-	29 ^f	-
Inflacja	17	15 ^a	14 ^b	14	16	14	14	16	14	14	14	14
Inflacja bazowa	25	-	22 ^b	22	24	22	22	24	22	24	22	22
Ceny producenta	20	17	17	19	20	17	19	18	19	19	18	19
Produkcja przemysłowa	20	17	17	19	20	17	19	18	19	19	18	19
Sprzedaż detaliczna	24	23	23	25	25	23	25	23	21	25	23	21
Płace brutto, zatrudnienie	17	15	15	15	18	15	15	16	15	17	17	15
Bezrobocie	24	23	23	25	25	23	25	23	21	25	23	21
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31	-	-	30	-	-	30	-	-	-
Bilans płatniczy	31 ^c	28	31	29	31	30	12	11	12	13	15	-
Podaż pieniądza	14	14	14	14	13	14	14	12	14	14	14	-
Bilans NBP	7	7	7	7	6	7	7	5	7	7	7	-
Wskaźniki koniunktury	21	21	22	22	20	22	22	22	22	21	22	22

* dane kwartalne; ^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty, ^c za listopad 2004 itd., ^d za styczeń, ^e za luty, ^f daty niepotwierdzone

Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		wrz 04	paź 04	lis 04	gru 04	sty 05	lut 05	mar 05	kwi 05	maj 05	cze 05	lip 05	sie 05	wrz 05	paź 05
Produkcja przemysłowa	% r/r	9,5	3,5	11,4	6,8	4,6	2,3	-3,7	-1,1	0,9	6,9	2,6	4,6	5,6	5,9
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	8,8	4,0	4,4	2,8	7,5	2,4	-0,3	-14,4	8,0	10,5	5,0	7,9	9,6	9,9
Stopa bezrobocia	%	18,9	18,7	18,7	19,1	19,5	19,4	19,3	18,8	18,3	18,0	17,9	17,8	17,6	17,4
Place brutto ^{b c}	% r/r	3,7	2,4	2,7	3,2	2,6	1,4	2,2	1,8	3,0	4,5	3,2	2,8	3,1	3,3
Zatrudnienie ^b	% r/r	-0,6	-0,4	-0,3	0,2	1,5	1,6	1,6	1,7	1,6	1,7	1,8	2,0	2,1	2,2
Eksport (w euro) ^d	% r/r	20,0	17,5	31,0	22,5	35,0	27,3	11,0	12,6	11,3	12,9	12,9	15,1	11,9	10,6
Import (w euro) ^d	% r/r	20,7	15,3	24,5	16,3	22,7	27,9	6,8	-5,2	13,5	10,8	8,7	15,5	12,4	15,3
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-344	-160	-238	-442	100	-60	-359	-19	-495	-172	-286	-368	-420	-480
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-797	-407	-199	-489	-408	-317	-275	157	-754	77	-438	-380	-420	-510
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-4,3	-4,6	-4,5	-4,3	-4,2	-3,9	-3,5	-2,8	-2,6	-2,2	-1,9	-1,9	-1,7	-1,7
Deficyt budżetowy (narastająco)	mlrd PLN	-29,0	-30,8	-33,8	-41,5	-1,6	-8,8	-12,3	-13,9	-18,3	-18,5	-17,5	-18,5	-17,7	-20,8
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu	69,8	74,1	81,4	100,0	4,5	25,2	35,2	39,6	52,3	52,9	49,9	52,8	50,7	59,5
Inflacja (CPI)	% r/r	4,4	4,5	4,5	4,4	3,7	3,6	3,4	3,0	2,5	1,4	1,3	1,6	1,7	1,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	7,9	7,6	6,7	5,2	4,5	3,2	2,2	0,9	-0,5	0,0	0,0	-0,1	0,3	0,2
Podaż pieniądza (M3)*	% r/r	6,5	10,5	6,4	8,7	9,3	9,4	11,0	10,0	13,2	10,8	10,4	11,2	11,6	7,7
Zobowiązania*	% r/r	6,6	11,5	6,5	8,1	8,4	8,7	10,4	8,7	11,9	9,2	9,4	10,1	10,3	5,6
Należności*	% r/r	4,3	9,7	4,2	2,9	3,5	2,4	4,6	5,3	9,4	7,5	8,8	9,1	10,7	5,0
USD/PLN	PLN	3,58	3,46	3,28	3,09	3,11	3,06	3,04	3,21	3,29	3,34	3,40	3,29	3,20	3,26
EUR/PLN	PLN	4,37	4,32	4,26	4,14	4,08	3,99	4,02	4,16	4,18	4,06	4,10	4,05	3,92	3,95
Stopa interwencyjna ^a	%	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,00	5,50	5,50	5,00	4,75	4,75	4,50	4,50
WIBOR 3M	%	7,12	6,89	6,81	6,72	6,63	6,54	6,15	5,78	5,48	5,22	4,66	4,67	4,57	4,50
Stopa lombardowa ^a	%	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	7,50	7,00	7,00	6,50	6,25	6,25	6,00	6,00
Rentowność bonów 52-tyg.	%	7,38	7,00	6,81	6,44	6,28	5,95	5,51	5,36	5,19	5,09	4,30	4,33	4,15	4,15
Rentowność obligacji 2L	%	7,51	7,04	6,81	6,39	6,24	5,82	5,43	5,39	5,27	5,14	4,50	4,60	4,22	4,30
Rentowność obligacji 5L	%	7,33	7,03	6,78	6,29	6,31	5,80	5,56	5,50	5,38	5,25	4,70	4,84	4,51	4,70
Rentowność obligacji 10L	%	6,96	6,75	6,43	6,02	5,98	5,72	5,57	5,49	5,36	5,24	4,72	4,87	4,57	4,80

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

^a wartość na koniec okresu; ^b w sektorze przedsiębiorstw; ^c nominalnie; ^d dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji

* Od stycznia 2005 NBP zmienił metodologię danych monetarnych (definicja Monetarnych Instytucji Finansowych została rozszerzona o Spółdzielcze Kasy Oszczędnościowo-Kredytowe). Od stycznia 2005 tabela przedstawia dynamiki w ujęciu porównywalnym z obecną metodologią; w poprzednich miesiącach dynamiki odpowiadają danym w starym ujęciu – nie są więc w 100% porównywalne.

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2002	2003	2004	2005	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04	1Q05	2Q05	3Q05	4Q05
PKB	mld PLN	781,1	816,1	885,3	936,7	204,1	216,3	219,2	245,7	218,5	226,1	230,8	261,3
PKB	% r/r	1,4	3,8	5,4	3,5	7,0	6,1	4,9	4,0	2,1	2,8	3,7	4,9
Popyt krajowy	% r/r	0,9	2,6	5,0	2,0	6,0	5,8	5,2	3,3	1,1	-0,3	1,8	4,9
Spożycie indywidualne	% r/r	3,3	3,1	3,4	2,5	4,1	4,0	3,6	1,9	1,7	1,5	3,0	4,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-5,8	-0,9	5,3	5,5	3,7	3,9	4,3	7,4	1,0	3,8	6,0	8,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,1	8,4	12,3	3,5	19,0	16,4	9,2	6,2	0,7	2,3	4,3	6,7
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,9	3,6	7,1	2,6	13,6	11,3	4,0	1,1	-0,4	-3,2	5,5	8,5
Stopa bezrobocia ^a	%	20,0	20,0	19,1	17,7	20,4	19,4	18,9	19,1	19,3	18,0	17,6	17,7
Place realne brutto ^c	% r/r	1,5	2,0	0,8	0,6	3,8	1,6	-0,5	-1,5	-1,3	0,8	1,5	1,6
Eksport (w euro) ^b	% r/r	6,0	9,1	22,3	14,2	17,9	27,7	19,7	23,6	23,1	12,2	13,3	10,0
Import (w euro) ^b	% r/r	3,5	3,3	19,5	11,7	11,4	29,9	18,0	18,7	17,8	5,7	12,2	12,0
Bilans handlowy ^b	mld EUR	-7 701	-5 077	-4 552	-3 374	-910	-1 693	-1 115	-834	-316	-690	-1 074	-1 294
Rachunek bieżący ^b	mld EUR	-5 399	-4 108	-8 401	-3 284	-2 245	-2 962	-2 102	-1 092	-1 001	-528	-1 238	-517
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-2,7	-2,2	-4,3	-1,4	-2,6	-3,5	-4,3	-4,3	-3,4	-2,2	-1,7	-1,4
Deficyt budżetowy ^a	mld PLN	-39,4	-37,0	-41,5	-30,8	-11,8	-19,9	-29,0	-41,5	-12,3	-18,5	-17,7	-30,8
Deficyt budżetowy	% PKB	-5,0	-4,5	-4,7	-3,3	-5,8	-3,7	-4,1	-5,1	-5,6	-2,7	0,3	-5,0
Inflacja	% r/r	1,9	0,8	3,5	2,2	1,6	3,3	4,5	4,4	3,6	2,3	1,5	1,5
Inflacja ^a	% r/r	0,8	1,7	4,4	1,5	1,7	4,4	4,4	4,4	3,4	1,4	1,7	1,5
Ceny produkcji	% r/r	1,0	2,6	7,0	1,1	4,4	8,8	8,3	6,5	3,3	0,1	0,1	1,1
Podaż pieniądza (M3)* ^a	% r/r	-2,0	5,6	8,7	10,0	5,7	7,2	6,5	8,7	11,0	10,8	11,6	10,0
Zobowiązania* ^a	% r/r	-4,1	3,7	8,1	8,5	4,8	6,9	6,6	8,1	10,4	9,2	10,3	8,5
Należności* ^a	% r/r	4,7	8,1	2,9	10,0	6,0	5,7	4,3	2,9	4,6	7,5	10,7	10,0
USD/PLN	PLN	4,08	3,89	3,65	3,22	3,82	3,89	3,62	3,27	3,07	3,28	3,30	3,22
EUR/PLN	PLN	3,85	4,40	4,53	4,03	4,78	4,69	4,43	4,24	4,03	4,13	4,02	3,94
Stopa interwencyjna ^a	%	6,75	5,25	6,50	4,25	5,25	5,25	6,50	6,50	6,00	5,00	4,50	4,25
WIBOR 3M	%	9,09	5,69	6,21	5,25	5,47	5,87	6,68	6,81	6,44	5,49	4,63	4,43
Stopa lombardowa ^a	%	8,75	6,75	8,00	5,75	6,75	6,75	8,00	8,00	7,50	6,50	6,00	5,75
Rentowność bonów 52-tyg.	%	8,18	5,33	6,50	4,88	5,75	6,24	7,26	6,75	5,91	5,21	4,26	4,15
Rentowność obligacji 2L	%	7,94	5,38	6,89	4,96	6,28	6,86	7,66	6,75	5,83	5,27	4,44	4,30
Rentowność obligacji 5L	%	7,86	5,61	7,02	5,16	6,67	7,10	7,59	6,70	5,89	5,38	4,68	4,70
Rentowność obligacji 10L	%	7,34	5,77	6,84	5,16	6,70	7,00	7,25	6,40	5,76	5,37	4,72	4,80

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

^a wartość na koniec okresu; ^b dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji; ^c w sektorze przedsiębiorstw

* Od stycznia 2005 NBP zmienił metodologię danych monetarnych. Dla roku 2005 tabela przedstawia dynamiki w ujęciu porównywalnym z obecną metodologią. W latach wcześniejszych dynamiki odpowiadają danym w starym ujęciu – nie są więc w 100% porównywalne.

PION SKARBU

Pl. Władysława Andersa 5, 61-894 Poznań
sekretariat tel. (61) 856 58 35, fax (61) 856 55 65

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 13.10.2005 r. zostało przygotowane przez:

ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY

ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, fax (22) 586 83 40

Email: ekonomia@bzwbk.pl Serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.bzwbk.pl>

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

tel. (22) 586 83 63, Email: maciej.reluga@bzwbk.pl

Piotr Bielski (22) 586 83 33

Piotr Bujak (22) 586 83 41

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Gdańsk

Długie Ogrody 10
80-765 Gdańsk
tel. (58) 326 26 40
fax (58) 326 26 42

Kraków

Rynek Główny 30/8
31-010 Kraków
tel. (12) 424 95 01
fax (12) 424 21 41

Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5
61-894 Poznań
tel. (61) 856 58 14
fax (61) 856 55 65

Warszawa

ul. Marszałkowska 142
00-061 Warszawa
tel. (22) 586 83 20
fax (22) 586 83 40

Wrocław

ul. Rynek 9/11
50-950 Wrocław
tel. (71) 370 25 87
fax (71) 370 26 22

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. (członka Grupy AIB) ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. lub Grupy AIB w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

