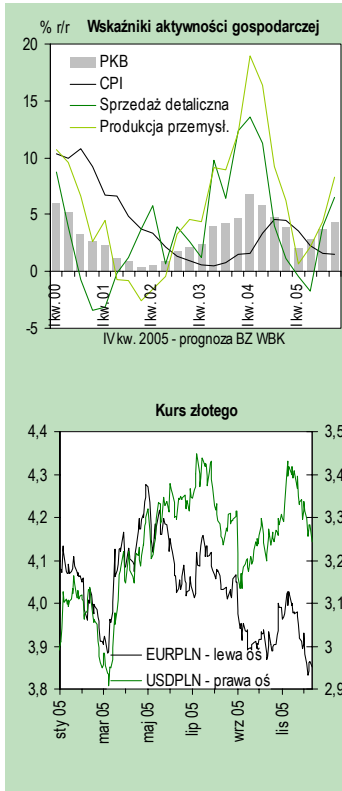


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Grudzień 2005



W tym miesiącu:

Temat miesiąca	
Dobre chęci to nie wszystko	2
Gospodarka Polski	7
Pod lupą: Bank centralny	10
Pod lupą: Rząd i polityka	12
Monitor rynku	14
Przegląd międzynarodowy	16
Kalendarz makroekonomiczny	17
Dane i prognozy ekonomiczne	18

Maciej Reluga
Główny Ekonomista
022 586 8363

Piotr Bielski
022 586 8333

Piotr Bujak
022 586 8341

Cezary Chrapek
022 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

Kłopoty z komunikacją

▪ **Powyborcze zamieszanie ustępuje powoli miejsca stabilizacji na scenie politycznej.** Nawet autopoprawka do budżetu nie wzbudza specjalnych emocji (ponowne zawyżenie dochodów najważniejszym punktem krytyki), przynajmniej do momentu jej finalnego przyjęcia przez parlament. Co prawda, koncepcja wcześniejszych wyborów coraz częściej pojawia się w mediach, jednak zbyt wcześnie jest aby jednoznacznie ocenić, czy PiS poważnie bierze taką ewentualność pod uwagę, czy jest to tylko gra z mniejszymi partiami (które uzyskują w sondażach niskie poparcie społeczne) o poparcie budżetu. Nic więc dziwnego, że rynki finansowe nie przejmują się jak na razie takim scenariuszem, tym bardziej, że Ministerstwo Finansów skutecznie zwiększyło popyt na polską walutę. Oczekiwania na wymianę przez ministerstwo walut pochodzących ze środków z emisji obligacji na rynkach zagranicznych były jednym z głównych powodów ostatniego umocnienia złotego. Nie wiadomo do końca czy silny złoty był zamierzeniem ministerstwa (uzyskanie niższego wskaźnika zadłużenia na koniec roku), gdyż inni przedstawiciele rządu dawali raczej wyraz niezadowolenia z sytuacji na rynku walutowym. Warto oczywiście zwrócić uwagę na lepsze nastroje do inwestowania we wszystkich krajach naszego regionu, jednak niewielkie zmiany polskiej krzywej rentowności wskazują, że wśród inwestorów nie wzrosła znacząco chęć do finansowania deficytu budżetowego. Z drugiej strony, na polskiej giełdzie niezmiennie panują pozytywne nastroje, co ma zapewne również przełożenie na aprecjację złotego.

▪ **W ostatnim okresie uwaga mediów, analityków i podmiotów życia gospodarczego w mniejszym niż zwykle stopniu poświęcona była bieżącej polityce pieniężnej.** Działo się tak po części ze względu na fakt, że ciągu trzech ostatnich miesięcy nie nastąpiły – zgodnie z oczekiwaniami – zmiany parametrów owej polityki, ale przede wszystkim w związku z istotnymi wydarzeniami na scenie politycznej. Po tym jak emocje związane z wynikiem wyborów, nieoczekiwanym fiaskiem rozmów koalicyjnych i powołaniem nowego rządu już opadły, uznaliśmy jednak za stosowne powrócić do rozważań związanych z zakresem działalności banku centralnego. W związku z powyższym, tematem miesiąca w tym numerze MAKROskopu jest analiza poświęcona przejrzystości polityki pieniężnej i efektywności komunikacji banku centralnego z otoczeniem. Posiłkując się metodami ekonometrycznymi staraliśmy się ocenić zmiany, jakie zaszły na tym polu na przestrzeni ostatnich kilkunastu miesięcy. Wnioski z tego badania nie są zbyt optymistyczne dla banku centralnego, wskazując na spadek przewidywalności decyzji nt. stóp procentowych przez rynek finansowy mniej więcej od połowy 2004 roku. Wydaje się, że powinno to skłonić Radę Polityki Pieniężnej do pochylecia się nad metodami komunikacji z rynkiem finansowym, szczególnie w kontekście zmian w tym zakresie planowanych w najbliższych miesiącach.

Na rynku finansowym 30 listopada 2005 r.:					
Stopa depozytowa NBP	3,00	WIBOR 3M	4,60	USDPLN	3,3165
Stopa referencyjna NBP	4,50	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	4,33	EURPLN	3,9053
Stopa lombardowa NBP	6,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,24	EURUSD	1,1775

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 12.12.2005 r.

Temat miesiąca

Dobre chęci to nie wszystko

W ostatnim okresie uwaga mediów, analityków i podmiotów życia gospodarczego w mniejszym niż zwykle stopniu poświęcona była bieżącej polityce pieniężnej. Działo się tak po części ze względu na fakt, że ciągu trzech ostatnich miesięcy nie nastąpiły – zgodnie z oczekiwaniami – zmiany parametrów owej polityki, ale przede wszystkim w związku z istotnymi wydarzeniami na scenie politycznej. Po tym jak emocje związane z wynikiem wyborów, nieoczekiwanym fiaskiem rozmów koalicyjnych i powołaniem nowego rządu już opadły, uznaliśmy jednak za stosowne powrócić do rozważań związanych z zakresem działalności banku centralnego.

W związku z powyższym, przedmiotem naszego zainteresowania w tym miesiącu są kwestie związane z przejrzystością polityki pieniężnej i efektywnością komunikacji banku centralnego z otoczeniem. Temat ten poruszamy w MAKROskopie nie po raz pierwszy – poprzednio poświęciliśmy mu obszerną analizę w lipcu 2004 r. Wracamy do tej kwestii po raz kolejny, ponieważ od czasu opublikowania naszego poprzedniego raportu o przejrzystości zaszły istotne zmiany w polityce komunikacyjnej Rady Polityki Pieniężnej, a w najbliższych miesiącach planowane są kolejne modyfikacje. Warto więc podjąć próbę oceny dotychczasowych innowacji w tym zakresie i ich wpływu na sposób odbioru polityki pieniężnej przez jej odbiorców i obserwatorów. I to oceny nie tylko subiektywnej, ale też popartej analizą statystyczną, będącą podstawą do obiektywnej weryfikacji hipotez związanych ze zmianami przejrzystości polityki pieniężnej w Polsce.

Przejrzystość się opłaca

Temat przejrzystości jest od wielu lat przedmiotem ożywionego zainteresowania oraz licznych badań i analiz w zakresie polityki pieniężnej. Nie bez powodu zresztą: w kraju opierającym swoją politykę pieniężną – tak jak m.in. Polska – na strategii bezpośredniego celu inflacyjnego (BCI), w którym dodatkowo bank centralny nie może się poszczycić długą (jeśli w ogóle) praktyką w skutecznej realizacji planowanych celów inflacyjnych, dobre zrozumienie przez otoczenie zewnętrzne celów i sposobów prowadzenia polityki pieniężnej jest jednym z podstawowych elementów, które mogą przyczynić się do umocnienia wiarygodności władz monetarnych. Wiarygodność banku centralnego i prowadzonej przez niego polityki jest z kolei kluczowa, ponieważ umożliwia m.in. bardziej efektywne wpływanie na oczekiwania inflacyjne podmiotów gospodarczych i gospodarstw

domowych oraz zmniejszenie ich niepewności co do przyszłej sytuacji ekonomicznej. Ma również istotne znaczenie dla oczekiwań rynków finansowych i ich reakcji na działania podejmowane przez bank centralny. To właśnie utrzymanie wysokiej wiarygodności polityki pieniężnej pozwala wg licznych badań na efektywne funkcjonowanie tzw. kanału oczekiwań w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej, co z kolei umożliwia zredukowanie kosztów procesu dezinflacji bądź też utrzymania inflacji pod kontrolą, czyli zminimalizowanie wymiennosci pomiędzy zmiennością inflacji a zmiennością tempa wzrostu gospodarczego (tzw. krzywa Taylora).

Przyjmuje się, że przy tym, że podstawą do lepszego zrozumienia zasad polityki pieniężnej i motywów podejmowania decyzji przez bank centralny jest w dużym stopniu tzw. przejrzystość prowadzonej polityki, czyli sytuacja w której nie istnieje wyraźna asymetria informacji pomiędzy organami władzy monetarnej a uczestnikami rynku / życia gospodarczego. W poprawie przejrzystości polityki pieniężnej kluczową rolę odgrywa natomiast polityka komunikacyjna banku centralnego.

... i bank centralny o tym wie

Z tego wszystkiego oczywiście dobrze zdają sobie sprawę osoby odpowiedzialne za politykę pieniężną w Polsce. Nacisk na jakość komunikacji z otoczeniem zwiększył się szczególnie od momentu zmiany kadencji Rady Polityki Pieniężnej na początku 2004 roku – zarówno cała Rada, jak i jej poszczególni członkowie wielokrotnie podkreślali dążenie do poprawy przejrzystości polityki monetarnej i tego, by przesłanki działania RPP były dobrze rozumiane i interpretowane. Temu służyć miały wprowadzone modyfikacje w polityce komunikacji banku centralnego, obejmujące m.in. zmianę formuły komunikatów RPP, zmianę formuły publikowanych co kwartał *Raportów o inflacji*, jak również rozpoczęcie publikacji w ww. raportach średnio-terminowych projekcji inflacji i PKB.

Podjęte przez RPP działania na polu zwiększenia przejrzystości prowadzonej polityki oraz ich motywacje scharakteryzowane zostały przez samą Radę następująco w *Sprawozdaniu z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2004 roku*:

„W warunkach zwiększonej niepewności Rada za szczególnie ważne uznała, aby przesłanki jej decyzji były przedstawiane w sposób zrozumiały i przejrzysty. W ramach podjętych w 2004 r. działań ukierunkowanych na poprawę komunikacji banku centralnego z otoczeniem dokonano zmiany formuły *Raportu o inflacji* oraz przyspieszono termin jego publikacji. Ponadto od sierpnia 2004 r. w *Raporcie* rozpoczęto publikację

projekcji inflacji, sporządzanej przy założeniu utrzymania stóp procentowych na niezmiennym poziomie w całym horyzoncie projekcji. Projekcje inflacji opracowywane są przez zespół ekonomistów Narodowego Banku Polskiego, pod kierunkiem Wiceprezesa NBP Krzysztofa Rybińskiego. Projekcja inflacji stanowi jedną z przesłanek, na podstawie których Rada podejmuje decyzje w sprawie stóp procentowych NBP. W 2004 r. zmieniła się także formuła komunikatów RPP. Rada starała się by komunikaty były, w większym niż dotychczas stopniu, ukierunkowane na przyszłość oraz przedstawiały ocenę bilansu ryzyk dla przyszłej inflacji. Zmiany te powinny doprowadzić do lepszego zrozumienia i przewidywalności zmian parametrów polityki pieniężnej. Rada wyraża nadzieję, że w dłuższym okresie większa przejrzystość przyczyni się do zwiększenia skuteczności polityki pieniężnej.¹

Czy praktyka pokrywa się z teorią?

Na pierwszy rzut oka wygląda to bardzo dobrze, a intencje RPP wychodzą naprzeciw faktycznym potrzebom rynku. Niestety, do powyższego opisu działań Rady niezbędne wydaje się uzupełnienie.

Regularnie śledząc wszystkie decyzje Rady Polityki Pieniężnej odnośnie parametrów prowadzonej polityki oraz sposobów informowania otoczenia o decyzjach, celach i przesłankach działania RPP, zanotowaliśmy faktycznie znaczący postęp na przestrzeni ostatnich kilku lat. Z drugiej strony, najświeższe doświadczenia w tej materii rodzą pewne kontrowersje i obawy, ponieważ analiza sygnałów wysyłanych przez bank centralny w ciągu ostatnich miesięcy stwarza nieodparte wrażenie narastającej niespójności pomiędzy podejmowanymi przez RPP decyzjami, a retoryką używaną do ich uzasadnienia. Przykładowo, lektura oficjalnych komunikatów Rady wydawanych po posiedzeniach w ostatnich trzech miesiącach nie ułatwia odpowiedzi na pytanie jakie argumenty stoją za powtarzaniem tam konsekwentnie stwierdzeniem, że inflacja będzie zbiegać do celu szybciej niż przewidywał ostatni *Raport o inflacji*. Zastanawia też wytrwałość RPP w powoływaniu się w komunikatach na ryzyko ze strony rynku ropy naftowej, w sytuacji gdy światowe ceny tego surowca się obniżają, a kurs złotego jest niezmiennie mocniejszy niż założony w *Raporcie o inflacji*. Podczas gdy treść oficjalnych komunikatów dużą wagę zwraca na narastające ryzyka inflacyjne, to utrzymywane niezmiennie od wielu miesięcy łagodne nastawienie wskazuje jednoznacznie, że większość członków RPP wciąż ocenia ryzyko nadmiernego wzrostu inflacji jako ograniczone i uważa

szanse na obniżki stóp procentowych w przyszłości jako wyraźnie większe niż prawdopodobieństwo podwyżek. Wydaje się oczywiste, że tego typu sytuacja nie sprzyja poprawie zrozumienia decyzji w polityki pieniężnej i ich przesłanek zarówno wśród uczestników rynku finansowego, jak i u pozostałych jej odbiorców.

Zgodnie z intencją RPP, wprowadzane zmiany w sposobach komunikacji miały prowadzić do „lepszego zrozumienia i przewidywalności zmian parametrów polityki pieniężnej”. Tymczasem nasze wrażenie z obserwacji zachodzących ostatnio zmian sugeruje, że efekty mogą odbiegać od oczekiwań. Postanowiliśmy zatem sprawdzić, czy ową poprawę przewidywalności decyzji można potwierdzić na gruncie ekonometrycznym.

Zmiany stóp NBP a krzywa rynku pieniężnego

Do celów weryfikacji postawionej hipotezy, posłużyliśmy się metodologią zaproponowaną przez Andrew Haldane i Vicky Read², dość często stosowaną w empirycznych badaniach nad przejrzystością polityki pieniężnej³. Procedura ta opiera się na analizie równoczesnych zmian oficjalnych stóp procentowych banku centralnego oraz rynkowych stóp procentowych. Zgodnie z założeniami tego modelu, w świecie, w którym mielibyśmy pełną przejrzystość i stuprocentową wiarygodność polityki pieniężnej, zmiany oficjalnych stóp procentowych banku centralnego nie powinny powodować równoczesnej znaczącej reakcji rynkowej krzywej dochodowości. Rynek, mając pełną wiedzę o celach i funkcji reakcji banku centralnego, a także dysponując pełnym zestawem wiedzy o sytuacji ekonomicznej (brak asymetrii informacji), powinien z wyprzedzeniem trafnie dyskutować przyszłe decyzje w zakresie polityki pieniężnej, a zatem ich ogłoszenie nie powinno stanowić zaskoczenia i nie powinno wywoływać dostosowania stóp rynkowych. Jeżeli jednak taka reakcja następuje, oznacza to niedoskonałą przejrzystość polityki pieniężnej.

Oryginalny model ekonometryczny zaproponowany przez Haldane i Reada miał postać:

$$\Delta_{t+j}i_{t+m+j} = \alpha_j + \beta_j(L)\Delta_{t+j}i_{t+m+j} + \gamma_j\Delta_{t+j}i_{t+m}^c + \delta_j\Delta_{t+j}i_{t+m}^c + e_{t+m+j}$$

gdzie: $i_{t+j}i_{t+m+j}$ oznacza bieżącą rynkową stopę forward dotyczącą depozytu o długości m miesięcy rozpoczynającego się w momencie $t+j$; i_{t+m}^c oznacza oficjalną stopę procentową banku centralnego, a Δ reprezentuje

² A.Haldane, V.Read (2000) *Monetary policy surprises and the yield curve*, Bank of England Working Paper No. 106

³ Patrz m.in.: M.Jarmużek, L.Orłowski, A.Radziwiłł (2004) *Monetary policy transparency in inflation targeting countries: the Czech Republic, Hungary and Poland*, CASE Studia i Analizy Nr 281; U.Ziarko-Siwek (2004) *Ocena efektywności informacyjnej wybranych segmentów rynku finansowego w Polsce*, NBP Materiały i Studia Nr 178; R.Matousek (2001) *Market reactions to the Czech National Bank's interest rate decisions*, Bank of England.

¹ *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2004 roku*, NBP (2005), str. 8

pierwszą różnicę (dzienną zmianę) zmiennych. $\beta_j(L)$ reprezentuje operator opóźnień⁴, a opóźnione zmienne endogeniczne zostały wprowadzone do modelu w celu wyeliminowania autokorelacji składnika reszt. D jest zmienną zero-jedynkową wprowadzoną dla wychwycenia zmiany strukturalnej w modelu (autorzy testowali czy przejrzystość polityki pieniężnej uległa zmianie po wprowadzeniu strategii BCI).

Zgodnie z logiką modelu, kluczowa jest wartość parametrów γ i δ . Pierwszy z nich mierzy przeciętną reakcję rynkowych stóp forward na zmianę oficjalnej stopy procentowej (w całej badanej próbie). W przypadku gdyby stopy rynkowe antycypowały decyzje banku centralnego w sposób perfekcyjny, wartość oszacowanego parametru powinna być bliska zeru. Wartość γ istotnie różna od zera oznaczała by w tej sytuacji niepełną przejrzystość polityki pieniężnej. Parametr δ miał za zadanie wychwycić ewentualne zmiany (i ich kierunek) w reakcji stóp rynkowych – a zatem w przewidywalności decyzji banku centralnego – w okresie wyróżnionym przez zmienną D .

W naszym badaniu nieznacznie zmodyfikowaliśmy model Haldane i Reada, testując wpływ zmian stopy oficjalnej nie tylko na stawki forward (FRA), ale również na bieżące stopy rynku pieniężnego (WIBOR). Wprowadzone zmienne zero-jedynkowe miały za zadanie umożliwić odpowiedź na pytanie czy przejrzystość polityki pieniężnej uległa istotnej zmianie na skutek innowacji w zakresie narzędzi komunikacji z rynkiem (zmienne D_1 , D_4) lub też w wyniku zmian w składzie osobowym Rady Polityki Pieniężnej (D_2 , D_3).⁵ Badanie przeprowadzono na obserwacjach dziennych, obejmujących okres od lutego 1998 (początek funkcjonowania RPP) do końca listopada 2005, przy czym ze względu na ograniczenia w dostępności danych w przypadku części równań próba statystyczna była krótsza. Poniżej podsumujemy uzyskane wyniki.

Po pierwsze, oszacowane wartości parametrów jednoznacznie wskazują na niedoskonałą przejrzystość polityki pieniężnej w Polsce, ponieważ wartości γ w każdym z testowanych równań są istotnie różne od zera. Ten wynik nie jest akurat zbyt dużym zaskoczeniem. Z drugiej strony, sytuacja nie jest tragiczna, ponieważ uzyskane szacunki wskazują, że jedynie ok. 20-30% zmian w stopach oficjalnych stanowiło w analizowanej próbie „zaskoczenie” dla stawek WIBOR, co jest wynikiem zbliżonym do szacunków dla Polski uzyskanych w innych badaniach⁶ i wyraźnie lepszym niż wyniki dla Czech i

Węgier (30-55%). Dla rynku FRA element zaskoczenia ze strony banku centralnego średnio w całej analizowanej próbie był nawet mniejszy (10-20%).

Drugim, znacznie bardziej zaskakującym wnioskiem jest wyraźne, istotne statystycznie pogorszenie przewidywalności zmian stóp procentowych NBP w ostatnim okresie wykazywane przez większość oszacowanych równań. Niezależnie od tego, czy jako moment zmiany strukturalnej przyjmiemy początek nowej kadencji Rady Polityki Pieniężnej (D_3), czy rozpoczęcie publikacji projekcji inflacji w *Raporcie o inflacji* (D_4), wyniki większości testów potwierdzają, że przed wystąpieniem tych zdarzeń rynki finansowe były w stanie antycypować przyszłe zmiany stóp procentowych z większą trafnością – wartość parametru δ_4 jest ujemna i istotna statystycznie. Przy tym, skala pogorszenia przewidywalności w ostatnim okresie jest dość znaczna, ponieważ wartości parametru δ_4 są bliskie -0,2 w przypadku WIBOR i -0,11...-0,16 dla FRA, co oznacza, że w okresie przed rozpoczęciem publikacji projekcji inflacji (lub przed zmianą kadencji RPP) odsetek „niespodzianek” dla rynku ze strony stopy bazowej wynosił zaledwie ok. 10% w przypadku stóp WIBOR i był niemalże bliski zeru w przypadku stóp terminowych (co należy odnieść do wartości γ dla całej próby cytowanych powyżej). Wyjątkiem od tej reguły są 1- i 12-miesięczne stopy rynku pieniężnego WIBOR oraz stawki FRA o najdłuższym terminie, w przypadku których wprawdzie znak oszacowanych parametrów δ_4 jest taki sam jak w innych równaniach, ale wartości nie są istotne statystycznie.

Znacznie mniej jednoznaczny jest wpływ na przewidywalność polityki pieniężnej takich wydarzeń jak pojawienie się w komunikatach RPP „nastawienia” (D_1), czy zmiana na stanowisku prezesa NBP (D_2). Wprawdzie we wszystkich oszacowanych równaniach wartości odpowiednich parametrów sugerują pozytywny wpływ obu zdarzeń na przejrzystość polityki (przed nastąpieniem ww. zmian reakcje stóp rynkowych na zmiany stóp NBP były silniejsze), jednak jedynie w przypadku stawek WIBOR 3- i 6-miesięcznych wnioski te można potwierdzić statystycznie.

Trzeba zaznaczyć, że wykorzystana prosta metodologia badając zachowanie stóp rynkowych w momencie ogłoszenia zmian stóp oficjalnych NBP nie uwzględnia np. faktu, że równocześnie z informacją o zmianie stóp mogą pojawiać się inne istotne decyzje / informacje dotyczące polityki pieniężnej, np. zmiana tzw. „nastawienia” czy też publikacja projekcji inflacji NBP. Takie przypadki miały miejsce w analizowanym przez nas okresie, szczególnie na przestrzeni ostatnich kwartałów i oczywiście mogły mieć wpływ na uzyskane wyniki oszacowań. Chociaż

⁴ $\beta_j(L) = \beta_{j1}L + \beta_{j2}L^2 + \beta_{j3}L^3 + \dots$; gdzie $\beta_{jn}L^n x_t = \beta_{jn}x_{t-n}$

⁵ Szerszy opis oszacowanego modelu, wykorzystanych zmiennych oraz otrzymane wyniki zawiera *Aneks techniczny* na str. 5.

⁶ M. Jarmużek i inni (2004)

efektów tych nie udało się uwzględnić w modelu w sposób formalny, można odnieść wrażenie, że ich koincydencja z decyzjami RPP o zmianie stóp oficjalnych wpływała raczej na nasilenie zmienności rynku finansowego w tych dniach.

Dobre chęci to nie wszystko

Wyniki przeprowadzonej przez nas analizy wskazują, że wbrew intencjom Rady Polityki Pieniężnej, zmiany dokonane w ostatnim okresie w sposobach komunikacji z otoczeniem nie przyczyniły się do poprawy przejrzystości prowadzonej polityki. Przeciwnie, przewidywalność decyzji Rady przez rynek finansowy zmniejszyła się w sposób znaczący. Potwierdza to nasze wrażenie – jako pilnych obserwatorów polityki pieniężnej – że pomimo pojawienia się całkiem nowych i teoretycznie przydatnych narzędzi w komunikowaniu się banku centralnego z otoczeniem, ich praktyczne wykorzystanie pozostawia sporo do życzenia. Wciąż istnieje zbyt duża doza dyskrecjonalności w podejmowanych decyzjach, wynikająca z niewystarczającego stopnia wyeliminowania asymetrii informacji pomiędzy kreatorami polityki pieniężnej a rynkiem.

W lipcu 2004 pisaliśmy, że rozpoczęcie publikacji projekcji inflacyjnych przez polski bank centralny może podnieść przejrzystość polityki pieniężnej, ale... tylko w przypadku, jeśli Rada Polityki Pieniężnej będzie się pod tymi projekcjami podpisywała. W przeciwnym razie przewidywaliśmy, że prognozy analityków NBP, z którymi Rada może się nie do końca (albo wcale) identyfikować, mogą stanowić dodatkowe źródło niepewności dla rynku finansowego. Wygląda na to, że nasze przepowiednie w tej materii się spełniły.

W tej sytuacji wypada zauważyć, że wkrótce szykuje się nam kolejna istotna zmiana w sposobie komunikacji banku centralnego. Od stycznia 2006 z języka Rady Polityki Pieniężnej znika bowiem termin „nastawienie”, wykorzystywany nieprzerwanie od lutego 2000 r. Wydaje się, że to czy i w jaki sposób RPP zdoła zapełnić powstałą w ten sposób lukę w sposobach oddziaływania na oczekiwania rynków finansowych i innych podmiotów życia gospodarczego będzie miało poważne skutki dla przewidywalności i przejrzystości polityki pieniężnej w najbliższym czasie. Warto, by nad tą zmianą poważnie się zastanowić, szczególnie w kontekście faktu, że nie tylko wyniki badań ekonometrycznych, ale też zwykłe obserwacje prowadzą do wniosku, że w ostatnim okresie rozbieżność pomiędzy rzeczywistym procesem decyzyjnym a sposobem jego komunikowania na zewnątrz banku centralnego stopniowo narasta.

Aneks techniczny

Przeprowadzona analiza opiera się na oszacowaniu parametrów regresji liniowej:

$$\Delta i_t = \alpha + \beta(L)\Delta i_t + \gamma\Delta i_t^c + \sum_x \delta_x D_x \Delta i_t^c + \varepsilon_t$$

gdzie poszczególne zmienne zdefiniowane są następująco:

Δi_t – dzienne zmiany stopy rynkowej; powyższe równanie zostało oszacowane osobno dla różnych instrumentów rynku pieniężnego; wykorzystane zostały stopy rynku pieniężnego WIBOR o terminach zapadalności 1, 3, 6 i 12 miesięcy, stopy kontraktów terminowych na stopę procentową FRA 1x2, 3x6, 6x9, 9x12, 3x9, 6x12;

Δi_t^c – dzienne zmiany stopy oficjalnej banku centralnego; jako stopę oficjalną przyjęto stopę referencyjną NBP;

D_x – zmienne zero-jedynkowe wyróżniające strukturalną zmianę w komunikacji banku centralnego ($D_x = 1$ przed zmianą strukturalną i $D_x = 0$ po zmianie); zdefiniowane zostały cztery następujące zmienne, wyróżniające różne wydarzenia, które potencjalnie mogły mieć wpływ na przejrzystość polityki pieniężnej RPP:

Zmienna	Zmiana strukturalna / wydarzenie	Data zmiany
D_1	Wprowadzenie pojęcia "nastawienie" w komunikatach RPP	23 lutego 2000
D_2	Zmiana na stanowisku prezesa NBP	10 stycznia 2001
D_3	Zmiana kadencji RPP	17 lutego 2004
D_4	Rozpoczęcie publikacji projekcji inflacji w <i>Raporcie o inflacji</i>	25 sierpnia 2004

W związku z występowaniem stosunkowo krótkich odstępów czasowych pomiędzy parami zmiennych (D_1, D_2) i (D_3, D_4), w czasie których miały miejsce (w obu przypadkach) tylko dwie zmiany stóp procentowych (patrz tabela poniżej) zdecydowaliśmy się nie umieszczać w jednym równaniu wszystkich czterech zmiennych D_x . Osobno oszacowane zostały równania zawierające łącznie zmienne D_1 i D_4 – mające odzwierciedlać istotne zmiany w narzędziach komunikacji RPP z otoczeniem – oraz osobno ze zmiennymi D_2 i D_3 , które dotyczyły zmian składu osobowego organu decydującego o polityce pieniężnej.

W sumie w całym analizowanym okresie (luty 1998 – listopad 2005) miało miejsce 39 zmian stóp procentowych. Liczba zmian stóp w każdym z okresów wyróżnionych przez zmienne 0-1:

Zmienna	D_1	D_2	D_3	D_4
Przed	9	11	31	33
Po	30	28	8	6

Modele zostały oszacowane z wykorzystaniem danych dziennych, metodą najmniejszych kwadratów (OLS), przy czym w związku z występowaniem autokorelacji i heteroscedastyczności reszt zastosowano modyfikację macierzy kowariancji wg metody Neweya-Westa.

W związku z problemem w dostępności niektórych danych, część równań oszacowano na nieco krótszej próbie statystycznej.

Zmienne	Dostępna próba
WIBOR 1M, 3M, 6M FRA 3x6, 6x9, 9x12, 3x9, 6x12	26.02.1998 – 30.11.2005
WIBOR 9M, 12M FRA 1x2	2.01.2001 – 30.11.2005

Istotną kwestią dla poprawnego oszacowania modelu jest m.in. prawidłowa specyfikacja opóźnień czasowych poszczególnych zmiennych – tak, aby model rzeczywiście poprawnie interpretował reakcję stóp rynkowych na zmiany stopy referencyjnej. Przyjęto, że $\Delta i_t^c \neq 0$ w dniu, w którym zmiana stóp oficjalnych wchodzi w życie (czyli następnego dnia po podjęciu decyzji przez RPP). Ważne jest, z której godziny pochodzą dane nt. stóp rynkowych. Stopy WIBOR są ustalane każdego dnia ok. godziny 11:00, czyli w zdecydowanej większości przypadków przed ogłoszeniem decyzji RPP. W związku z tym dla modeli opartych o WIBOR przyjęliśmy, że porównywanie równoczesnej zmiany Δi_t i Δi_t^c , można uznać za prawidłowe. Niestety w przypadku dostępnej bazy danych stóp FRA notowania pochodziły

z różnych pór dnia, w dodatku bez możliwości weryfikacji godzin dla poszczególnych dni. W związku z tym w części przypadków reakcja FRA na zmiany mogła Δf_t następować w momencie t , a dla części obserwacji już w chwili $t-1$. Dlatego równaniach wykorzystujących stopy FRA wprowadzono modyfikację:

$$\Delta i_t = \alpha + \beta(L)\Delta i_t + \gamma \Delta i_t^c + \sum_x \delta_x D_x \Delta i_t^c + \varepsilon_t,$$

gdzie: $\Delta i_t^c = \Delta i_t + \Delta i_{t+1}^c$

Tabele poniżej przedstawiają wartości kluczowych parametrów γ i δ_x w oszacowanych równaniach. Wartości w nawiasach reprezentują poziom istotności poszczególnych parametrów (tzw. *p-value*) uzyskany z wykorzystaniem macierzy kowariancji skorygowanej wg metody Newey-West. Wartości istotne statystycznie zaznaczono dodatkowo symbolami: *** (poziom istotności 1%), ** (5%) i * (10%).

Model z D_1 i D_4 – zmiany w narzędziach komunikacji

	γ	δ_1	δ_4	adj. R^2
WIBOR1M	0.298586*** (0.0074)	0.237927 (0.1403)	-0.113978 (0.3779)	0.140180
WIBOR3M	0.317992*** (0.0078)	0.183164* (0.0529)	-0.212678* (0.0950)	0.149093
WIBOR6M	0.246956** (0.0118)	0.175378** (0.0239)	-0.180416* (0.0883)	0.079860
WIBOR9M	0.213608** (0.0147)	-	-0.202315** (0.0310)	0.063575
WIBOR12M	0.211904* (0.0617)	-	-0.183210 (0.1236)	0.058427
FRA1X2	0.130308* (0.0589)	-	-0.127161* (0.0805)	0.017721
FRA3X6	0.202613*** (0.0099)	0.059535 (0.3852)	-0.157846* (0.0578)	0.025324
FRA6X9	0.146108** (0.0121)	0.070581 (0.3297)	-0.114525* (0.0897)	0.019291
FRA9X12	0.119528** (0.0191)	0.096679 (0.3066)	-0.081505 (0.1807)	0.011050
FRA3X9	0.153497*** (0.0093)	0.005684 (0.8794)	-0.155713** (0.0255)	0.004531
FRA6X12	0.141687** (0.0160)	0.079671 (0.4087)	-0.080135 (0.2406)	0.037586

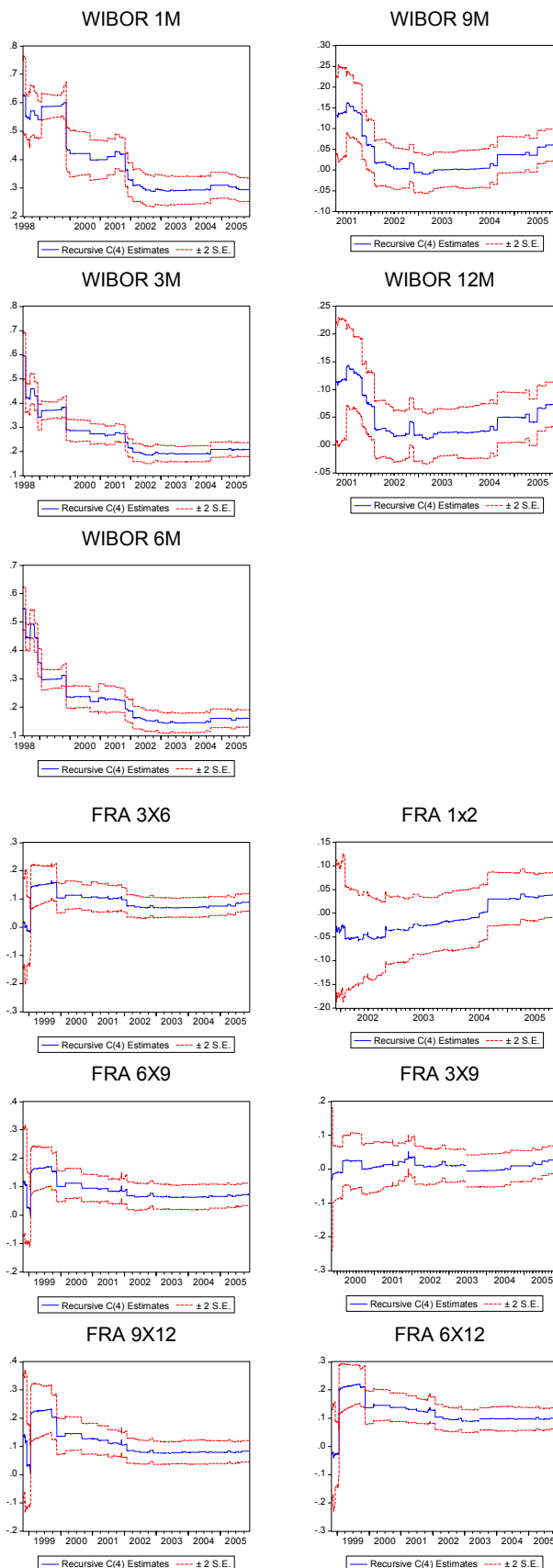
Model z D_2 i D_3 – zmiany w składzie RPP

	γ	δ_2	δ_3	adj. R^2
WIBOR1M	0.297323*** (0.0009)	0.226142 (0.1437)	-0.123228 (0.2923)	0.138449
WIBOR3M	0.281771*** (0.0033)	0.178093* (0.0522)	-0.185165* (0.0882)	0.146029
WIBOR6M	0.230594*** (0.0040)	0.177178** (0.0163)	-0.178846** (0.0471)	0.079258
WIBOR9M	0.179576** (0.0133)	-	-0.173510** (0.0306)	0.061430
WIBOR12M	0.175051* (0.0575)	-	-0.148267 (0.1368)	0.055741
FRA1X2	0.116984** (0.0300)	-	-0.123058** (0.0380)	0.018096
FRA3X6	0.163722** (0.0138)	0.070668 (0.2720)	-0.126829* (0.0831)	0.023859
FRA6X9	0.117084** (0.0160)	0.072461 (0.3032)	-0.089624 (0.1457)	0.018666
FRA9X12	0.099689** (0.0163)	0.093439 (0.2948)	-0.065243 (0.2394)	0.010553
FRA3X9	0.124985** (0.0111)	0.028868 (0.6026)	-0.136896** (0.0328)	0.003802
FRA6X12	0.118143** (0.0133)	0.086339 (0.3369)	-0.062954 (0.3120)	0.037546

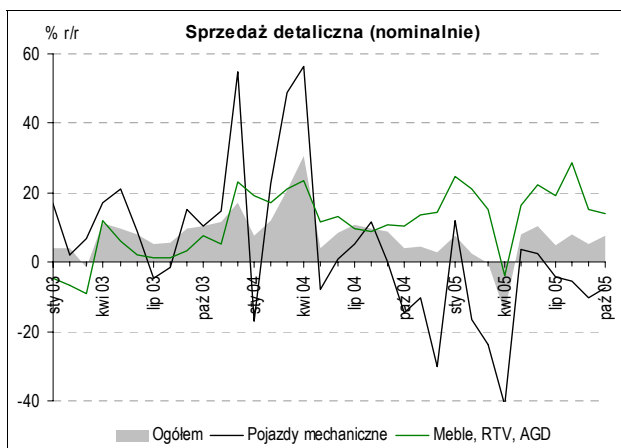
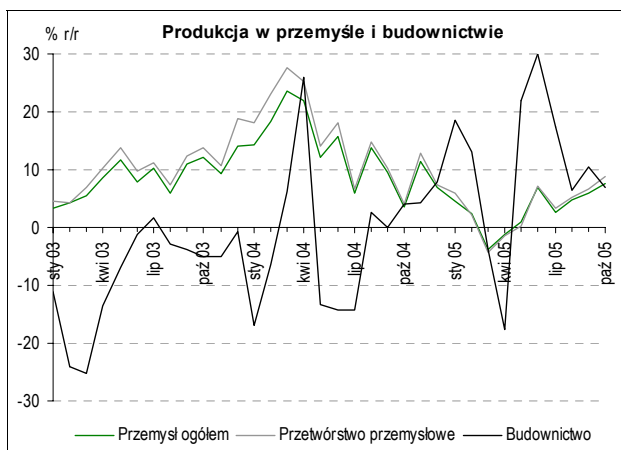
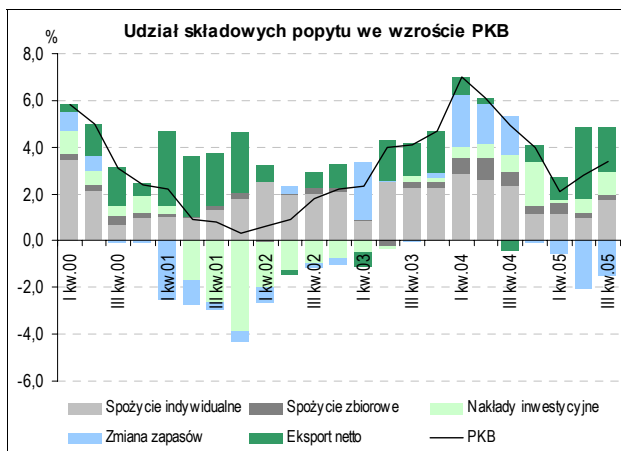
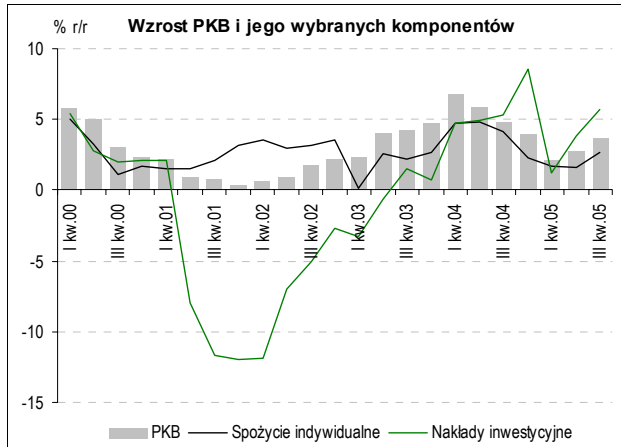
Równania wykorzystujące stopy rynkowe WIBOR 9M, WIBOR 12M i FRA 1x2 zawierały tylko jedną zmienną 0-1 (D_3 lub D_4) ze względu na rozmiar próby statystycznej.

Wykresy – stabilność parametru γ

Poniższe wykresy przedstawiają ewolucję w czasie współczynnika γ mierzącego skalę reakcji stóp rynkowych na zmiany stopy referencyjnej, w miarę systematycznego zwiększania liczby obserwacji (tzw. *recursive estimates*) w modelu pozbawionym zmiennych zero-jedynkowych.



Gospodarka Polski



Źródło: GUS, szacunki własne

Dane o PKB tym razem lepsze od oczekiwań

Wzrost PKB w III kwartale wyniósł 3,7% r/r w porównaniu z naszą prognozą na poziomie 3,6% oraz konsensusem rynkowym wynoszącym 3,4%. To dobra wiadomość biorąc pod uwagę, że dane o PKB za pierwszą połowę roku były negatywnym rozczarowaniem.

Jednocześnie wzrost popytu krajowego był nieznacznie niższy niż przewidywaliśmy i wyniósł 1,6% (prognozowaliśmy 1,7%). Wzrost konsumpcji indywidualnej przyspieszył do 2,7%, a wzrost inwestycji do 5,7%, co również było nieco poniżej naszych prognoz (wynoszących odpowiednio 2,8% i 6,0%), ale jednocześnie lepsze od prognoz rynkowych (odpowiednio 2,5% i 5,3%).

Mimo poprawy popytu krajowego, faktem jest, że wzrost gospodarczy jest nadal w dużym stopniu napędzany przez eksport netto (jego udział we wzroście w II kwartale wyniósł ok. 2 pkt. proc., ponadto w górę zrewidowano eksport netto w II kwartale br).

W sumie wniosek z danych o PKB jest taki, że dotychczasowe oczekiwania na stopniowe przyspieszenie wzrostu gospodarczego materializują się. Dotyczy to również ożywienia popytu krajowego, ale jest ono na razie bardzo umiarkowane.

Taki charakter ożywienia gospodarczego nie wydaje się być szczególnie groźny dla perspektyw inflacji. Powstaje pytanie, czy dalsze zmiany tempa i struktury wzrostu gospodarczego będą się stopniowo stawały coraz mniej korzystne dla perspektyw inflacji.

Prognozujemy, że wzrost PKB w IV kwartale br. wyniesie 4,3-4,4%, co przełożyłoby się na wzrost PKB w całym roku na poziomie 3,3%. Podtrzymujemy też naszą prognozę wzrostu gospodarczego na poziomie 4,3% w 2006 r. Lepsze od oczekiwań dane o aktywności ekonomicznej za październik wspierają dobre prognozy wzrostu PKB na IV kwartał br.

Dobry wynik przemysłu, umiarkowany budownictwa

Produkcja przemysłowa wzrosła w październiku o 7,6% r/r., a konsensus rynkowy wynosił tylko ok. 6% r/r, najlepsza prognoza 7,2% r/r. W samym przetwórstwie przemysłowym wynik był jeszcze lepszy, pokazując wzrost o 8,8% r/r, co jest najwyższą dynamiką od prawie roku. Po dostosowaniu o czynniki sezonowe, produkcja przemysłowa zwiększyła się o 6,8% r/r.

Październikowe wyniki przemysłu potwierdzają, że polska gospodarka wkroczyła w ostatni kwartał bieżącego roku w dobrej kondycji przy stale wzmacniającej się aktywności ekonomicznej, co w dalszym ciągu miało w dużym stopniu związek z eksportem, (wysoka produkcja w branżach o dużym udziale eksportu).

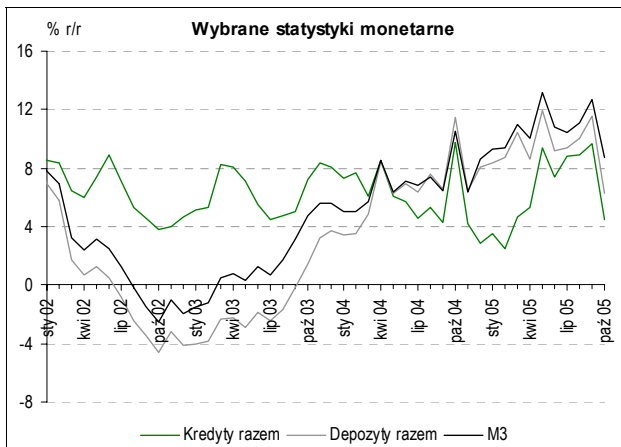
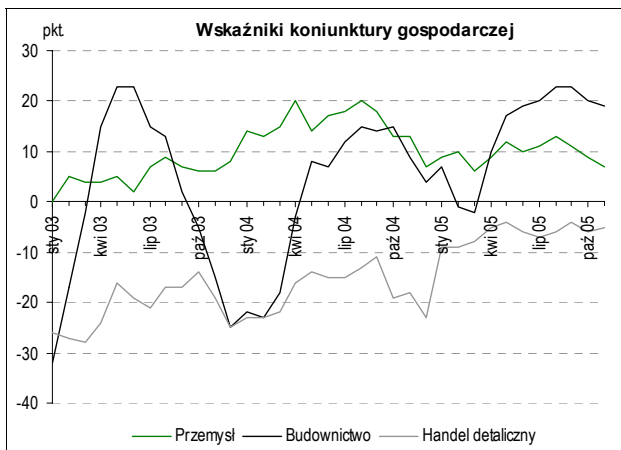
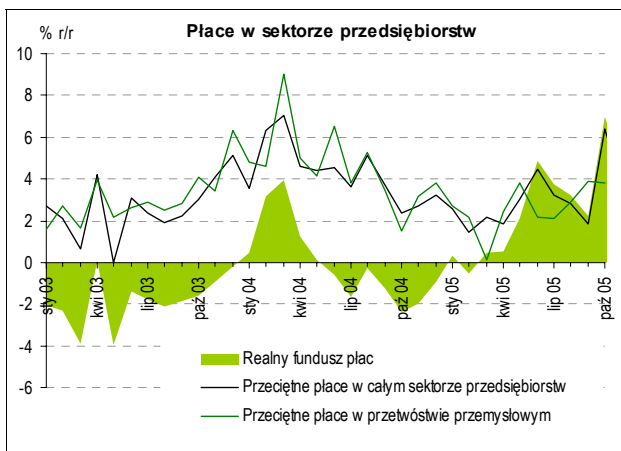
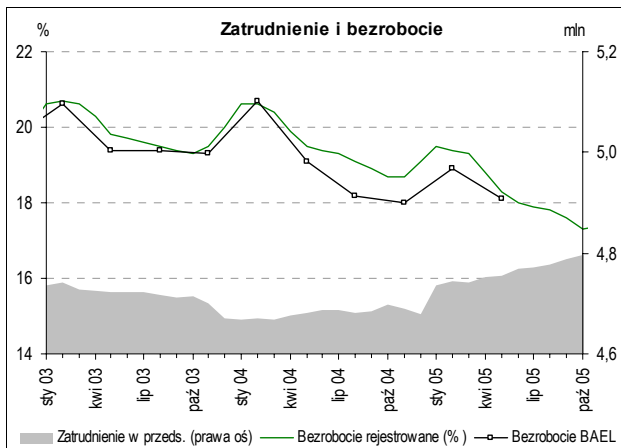
Produkcja budowlano-montażowa wzrosła o 6,8% r/r. Chociaż ten wynik nie był dramatycznie zły, to nie daje on mocnych nadziei na gwałtowne ożywienie inwestycji pod koniec 2005 r.

Wyższy od prognoz wzrost sprzedaży detalicznej

Sprzedaż detaliczna wzrosła w październiku nominalnie o 7,5% r/r, (rynek oczekiwał 6,2%, my prognozowaliśmy 5,7%). Realnie sprzedaż wzrosła o 5,7% r/r. Podobnie jak lepsze dane o produkcji, dane o sprzedaży detalicznej potwierdziły kontynuację ożywienia gospodarczego na początku IV kwartału br.

Struktura sprzedaży była podobna jak wcześniej. Sprzedaż pojazdów mechanicznych spadła (kontynuacja kryzysu na rynku nowych aut po wejściu do UE), podczas gdy inne komponenty zanotowały o wiele lepsze wyniki, za wyjątkiem sprzedaży w sektorze żywności, napojów i wyrobów tytoniowych, gdzie nominalnie nastąpił spadek o 1,4% r/r. W sumie, na podstawie danych o sprzedaży można wyciągnąć wniosek o przyspieszeniu wzrostu konsumpcji indywidualnej, choć jest to raczej stopniowa poprawa i jej wzrost w przyszłym roku wyniesie wg nas ok. 3,5%.

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, Ipsos, szacunki własne

Stały wzrost popytu na pracę

- Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w październiku o 2,1% r/r. Wydaje się, że wzrost popytu na pracę ustabilizował się wokół poziomu 2%, co jest bardzo dobrym wynikiem na tle całej historii polskiej gospodarki rynkowej. Naszym zdaniem podobne tempo wzrostu zatrudnienia będzie utrzymane dzięki stale rosnącej aktywności ekonomicznej.
- W efekcie wzrostu popytu na pracę bezrobocie pozostaje w trendzie spadkowym. Na koniec października stopa bezrobocia spadła do 17,3% z 17,6% we wrześniu (i z 18,7% rok wcześniej). W najbliższych miesiącach nastąpi sezonowy wzrost bezrobocia, ale korzystny trend (wyraźny spadek bezrobocia w stosunku do analogicznego okresu poprzedniego roku) utrzyma się i coraz lepsze sytuacja na rynku będzie poprawiać sytuację finansową konsumentów i ich nastroje, co będzie sprzyjać konsumpcji.

Solidny przyrost funduszu płac w przedsiębiorstwach

- Po słabym wzroście płac w przedsiębiorstwach we wrześniu (1,8% r/r), październik przyniósł zdecydowane odbicie (6,4% r/r). Wynik był lepszy niż wszystkie prognozy rynkowe wahające się w przedziale 2,0% do 3,7% i najwyższym od marca 2004.
- Wyraźna zmiana w dynamice płac wynika z przesunięcia wydatków premii w telekomunikacji, gdzie płace spadły o 28,5% r/r we wrześniu, a w październiku wzrosły o 45,9% r/r. Podobne zjawisko miało miejsce w górnictwie. Tempo wzrostu płac w największym sektorze (przetwórczym) prawie nie uległo zmianie i wyniosło w październiku 3,8% wobec 3,9% we wrześniu.
- Fundusz płac w sektorze firm wzrósł aż o 8,6% r/r nominalnie i 7,0% r/r realnie, co było najlepszym wynikiem od końca lat 90. Wspiera to prognozy stopniowego ożywienia konsumpcji, tym bardziej, że w 2006 r. czeka nas waloryzacja rent i emerytur.

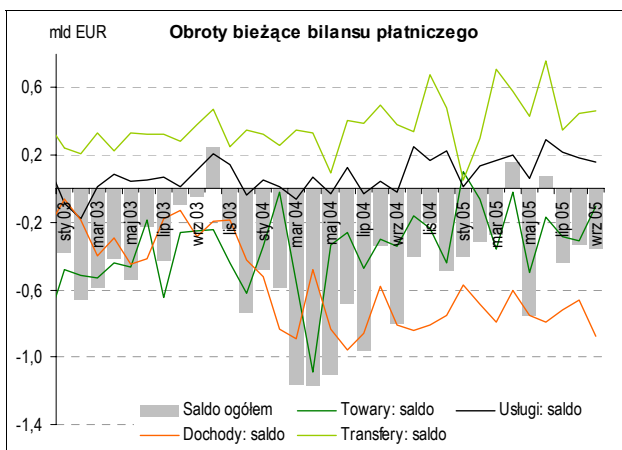
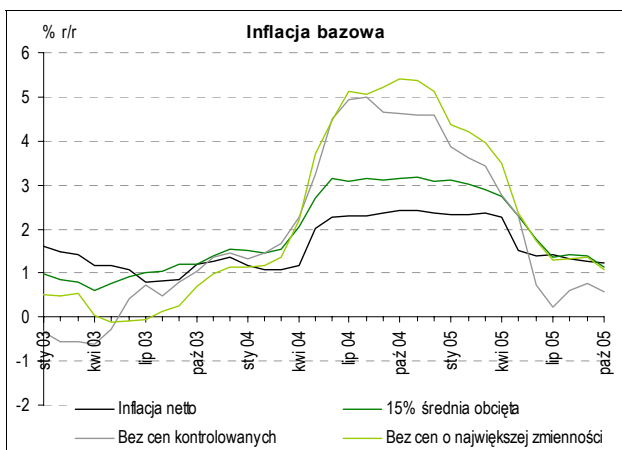
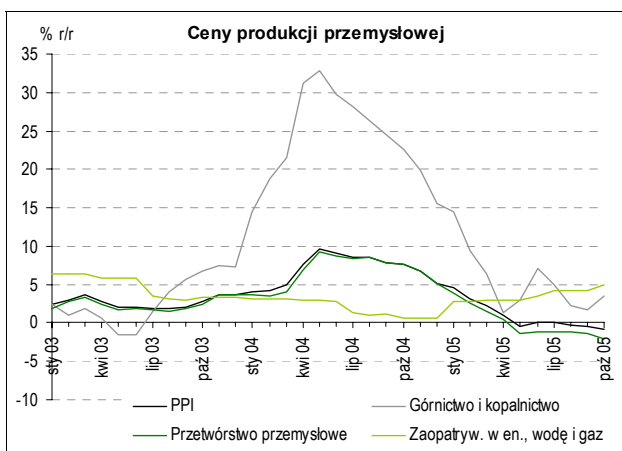
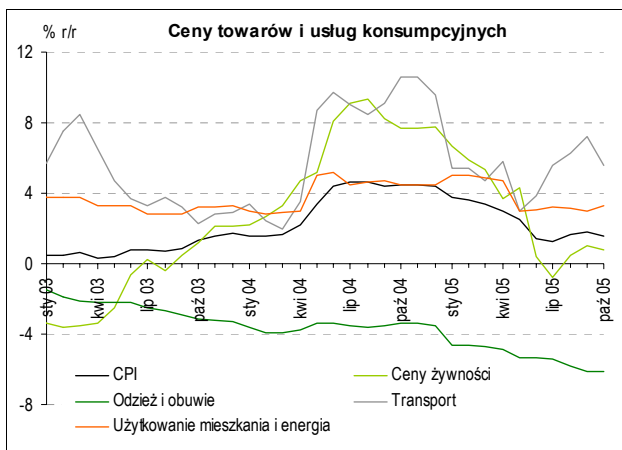
Nastroje firm bez większych zmian, czyli nadal dobre

- Wskaźniki koniunktury gospodarczej w listopadzie nie zmieniły obrazu sytuacji ekonomicznej. W przemyśle przemysłowym i budownictwie nastąpiło nieznaczne sezonowe pogorszenie nastrojów, ale wskaźniki pozostały na plusie, co wskazuje, że większość firm nadal optymistycznie ocenia koniunkturę.
- O ile poziom optymizmu w przemyśle przemysłowym był wciąż niższy niż rok wcześniej (o 6 pkt), wskaźnik nastrojów w budownictwie zanotował przyspieszenie rocznego wzrostu (do 10 pkt), co jest dobrym sygnałem co do aktywności inwestycyjnej.
- Koniunktura w handlu detalicznym nadal była oceniana negatywnie (-5 pkt wobec -6 pkt w październiku), ale wskaźnik w tym sektorze kontynuował trend szybkiej poprawy w skali rocznej (o 13 pkt). To dobrze wróży statystykom popytu konsumpcyjnego w ostatnim kwartale 2005.

Przejęciowe spowolnienie dynamiki pieniądza

- Podaż pieniądza zwiększyła się w październiku o 8,7% r/r po wzroście o 12,7% r/r we wrześniu i wobec przeciętnego wzrostu o prawie 11% r/r w okresie styczeń-wrzesień.
- Pogorszenie dynamiki statystyk pieniężnych było powszechnie oczekiwane ze względu na efekt bazy (jednorazowy wzrost depozytów i kredytów ogółem w październiku ub.r. przy ofercie publicznej PKO BP, która przyciągnęła popyt lewarowany przy pomocy kredytów bankowych). Z tego powodu wzrost depozytów ogółem w październiku br. spowolnił do 6,3% r/r z 11,6% r/r we wrześniu, a kredytów ogółem zwiększyły się tylko o 4,5% r/r wobec wzrostu o 9,6% r/r miesiąc wcześniej. Patrząc na miesięczne zmiany kredyty dla gospodarstw domowych w górę o blisko 4 mld zł (3% m/m), a kredyty dla firm o 1 mld zł (0,8% m/m), można mówić o kontynuacji wzmocnienia popytu na kredyt.

Gospodarka Polski

**Poprawa krótkoterminowych perspektyw inflacji**

- Inflacja spadła w październiku do 1,6% r/r z 1,8% we wrześniu. Wynik był nieznacznie powyżej konsensusu rynkowego (i naszej prognozy) na poziomie 1,5%. Spadek inflacji wynikał z niższych cen paliw (-0,5% m/m) po obniżce akcyzy na paliwa w połowie września, oraz niskiego wzrostu cen żywności (0,9% m/m i 0,8% r/r). Nadal nie widać również oznak presji popytowej na ceny.
- Koszty użytkowania mieszkania i energii wzrosły o 0,7% m/m, nieco bardziej niż zakładaliśmy, pod wpływem wzrostu cen gazu.
- Perspektywy inflacji na najbliższe miesiące wyglądają korzystnie. Rząd wycofał się z planów podwyżki akcyzy na paliwa, żywność nie drożeje po wzroście podaży spowodowanej zakazem importu do Rosji, a silny złoty neutralizuje niewielki wzrost cen ropy. Na listopad prognozujemy inflację na 1,3% r/r. Do końca I kw. 2006 inflacja powinna pozostać poniżej 2% r/r.

Spadek cen produkcji sugeruje brak efektów drugiej rundy

- PPI w październiku był dużo niższe od oczekiwań, spadając o 0,9% r/r po przewidywanym spadku o 0,5% r/r we wrześniu.
- Dane wskazały tym samym na całkowity brak presji inflacyjnej, szczególnie w części przemysłu działającej na najbardziej konkurencyjnych rynkach (przetwórstwie) gdzie ceny spadły aż o 2,1% r/r. Należy jednak pamiętać, że niska dynamika PPI jest częściowo możliwa dzięki aprecjacji złotego oraz efektowi wysokiej bazy, ale nawet wzrost inflacji PPI w ciągu najbliższych miesięcy, gdy efekt bazy wygaśnie nie będzie znaczący.
- W sumie wydaje się, że dane o cenach produkcji za ostatnie miesiące pokazały, że producenci niechętnie podnoszą ceny nawet w obliczu rosnących cen paliw, co sugeruje, że popytowa presja na ceny jest stłumiona. Ogranicza to obawy o wystąpienie efektów drugiej rundy i perspektywy inflacji.

Niska inflacja bazowa potwierdza brak presji na wzrost cen

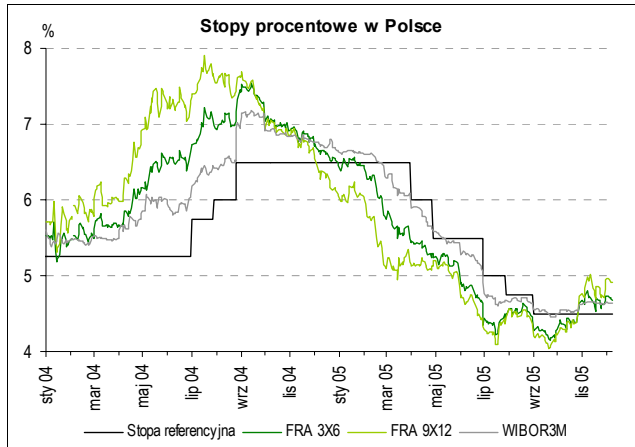
- Wszystkie pięć miar inflacji bazowej spadło w październiku. Inflacja netto (CPI bez cen żywności i paliw) zmniejszyła się do 1,2% r/r z 1,3% r/r (a dokładniej do 1,23% r/r z 1,27% r/r). 15% średnia obciążenia osiągnęła 1,13% r/r wobec 1,38% r/r miesiąc wcześniej. Inne miary inflacji bazowej były jeszcze niższe (CPI bez cen kontrolowanych na poziomie 0,56% r/r, CPI bez cen o największej zmienności 1,06% r/r, a CPI bez cen o największej zmienności i cen paliw 0,46% r/r).
- Bardzo niski poziom wszystkich miar inflacji bazowej pokazuje, że presja cenowa w gospodarce pozostaje stłumiona i raczej słabnie niż się wzmacnia, mimo że firmy i konsumenci cały czas funkcjonują w środowisku wysokich cen ropy i energii, a także mimo faktu, że aktywność gospodarcza stopniowo wzmacnia się. Wróży to dobrze średnioterminowym perspektywom inflacji.

Eksport nadal radzi sobie świetnie

- Wrześniowy deficyt obrotów bieżących okazał się niższy niż oczekiwano i wyniósł 357 mln €. Deficyt handlowy osiągnął zaledwie 102 mln €, co było możliwe dzięki doskonałemu wynikom eksportu, który wzrósł o 14,8% r/r do rekordowych 7,2 mld €. Import wzrósł o 10,3% r/r, co również było przyzwoitym wynikiem.
- Również na rachunku usług zanotowano bardzo szybki wzrost eksportu (prawie 24% r/r) przy umiarkowanym wzroście importu (5,1% r/r). Na rachunku dochodów zanotowano we wrześniu spory deficyt (872 mln €), wynikający z nadal wysokich wypłat dywidend, co tylko częściowo było zneutralizowane przez nadwyżkę na rachunku transferów bieżących (460 mln €).
- W sumie dane potwierdziły doskonałą sytuację zewnętrzną polskiej gospodarki. Skumulowany za ostatnie 12 miesięcy deficyt obrotów bieżących do PKB wyniósł tylko 1,6%.

Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

Pod lupą: Bank centralny



Fragmety komunikatu RPP z dnia 30 listopada 2005

W listopadzie br. nadal obniżały się ceny ropy naftowej. Od posiedzenia Rady w październiku cena ropy Brent obniżyła się o 6,81 USD za baryłkę, tj. o 11,4%. Jednak prognozowane ceny tego surowca na 2006 r. nie zmieniły się istotnie i utrzymują się na poziomie wyższym niż notowane obecnie ceny. Nadal należy brać pod uwagę dużą niepewność dotyczącą wpływu znacznego skumulowanego wzrostu cen ropy na tempo wzrostu gospodarczego oraz inflację.

Trudno w tej chwili ocenić, czy takie przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń [dynamika wyższa od średniej dla pierwszych trzech kwartałów] utrzyma się w kolejnych miesiącach.

Od ostatniego posiedzenia Rady kurs złotego nie zmienił się istotnie, jednak w pierwszych dwóch miesiącach IV kw. br. był on nadal mocniejszy niż uwzględniono w sierpniowym *Raporcie o inflacji*.

Rada podtrzymuje ocenę, że inflacja może wrócić do celu inflacyjnego szybciej niż wynikało to z sierpniowej projekcji inflacji. Przewiduje się, że po osiągnięciu celu inflacja będzie się utrzymywać na poziomie zbliżonym do celu inflacyjnego. Umiarkowany wzrost płac świadczy o tym, że nie pojawiły się dotąd efekty drugiej rundy. Gdyby jednak pojawiały się sygnały wzrostu prawdopodobieństwa wystąpienia tych efektów, bilans rzuk mógłby ulec zmianie, co wpłynęłoby na przyszłe decyzje Rady.

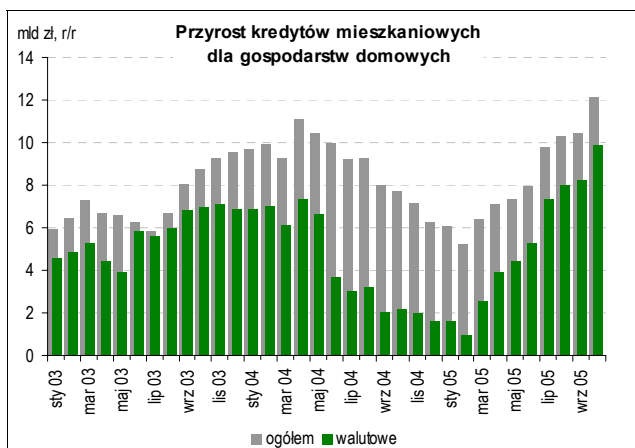
Uzasadnienie Samoobrony do projektu ustawy o zmianie ustawy o NBP; 2 grudnia 2005

Utrzymanie stabilnego poziomu cen nie może być zawężone jedynie do walki z inflacją cenową. Projekt przewiduje, że dbałość NBP o wartość polskiego pieniądza będzie odbywała się w drodze wspierania polityki gospodarczej rządu o zakresie wzrostu gospodarczego i likwidacji bezrobocia.

W skrajnych przypadkach, uzasadnionych nie przyjęciem przez Sejm sprawozdania Rady Polityki Pieniężnej z wykonania założeń polityki pieniężnej, sytuacja kryzysowa może być rozwiązana w drodze przedterminowej rekonstrukcji składu osobowego RPP.

Istotna zmiana odnosi się do kształtowania polityki kursowej (art. 24). Wskutek przedwczesnego upłynięcia kursu złotego rząd polski został de facto pozbawiony wpływu na kształtowanie zasad ustalania kursu waluty narodowej, chociaż formalnie takie uprawnienie mu przysługuje. Inne kraje członkowskie UE do czasu włączenia ich do unii monetarnej (ERM-2, tzw. "węza walutowego") wpływ ten utrzymały.

Zmiana art. 65 dopuszcza możliwość wykorzystania rezerwy utworzonej na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych także na inne cele, jeżeli rząd uzna, że wymaga tego szczególny interes gospodarki.



Źródło: NBP, Reuters

Stopy procentowe nadal bez zmian

■ Już trzeci miesiąc z rzędu Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian i utrzymała łagodne nastawienie w polityce pieniężnej.

■ Oficjalny komunikat po posiedzeniu listopadowym i zawarte w nim uzasadnienie decyzji były podobne do tego, co widzieliśmy w poprzednich dwóch miesiącach, co sugerować, że w ocenie Rady nic się nie zmieniło w gospodarce w porównaniu z oczekiwanym wcześniej scenariuszem.

■ RPP oceniła, że zarówno tempo wzrostu PKB ogółem, jak i konsumpcji indywidualnej oraz inwestycji w III kwartale były zgodne z oczekiwaniami banku centralnego, ale jednocześnie udział eksportu netto we wzroście PKB okazał się znacznie większy niż przewidywano. Oznacza to, że zmiana zapasów i/lub konsumpcja zbiorowa były wyraźnie przeszacowane w prognozach NBP, a więc przewidywania banku dotyczące popytu krajowego ogółem również były zbyt optymistyczne.

■ Mimo tego, jak również pomimo faktu, że ceny ropy spadły w ostatnich miesiącach, a kurs złotego jest wyraźnie silniejszy niż założono w ostatniej projekcji inflacji, RPP podtrzymała opinię, że stopa inflacji powróci do celu 2,5% szybciej niż przewidywał sierpniowy *Raport o inflacji*.

■ Jednak równocześnie Rada utrzymała łagodne nastawienie w polityce pieniężnej, co oznacza, że zdaniem większości jej członków szanse na obniżki stóp procentowych w przyszłości są nadal większe niż na podwyżki.

■ Podtrzymujemy opinię, że stopa referencyjna NBP może pozostać bez zmian na poziomie 4,5% nawet do końca przyszłego roku. Chociaż w przypadku niższej od prognoz inflacji na przełomie tego i przyszłego roku i silnej aprecjacji kursu, RPP może ponownie być pod wpływem presji na obniżkę.

Bank centralny (ponownie) pod ostrzałem

■ W Sejmie powracają inicjatywy zmierzające do ograniczenia niezależności banku centralnego. Samoobrona złożyła projekt nowelizacji ustawy o NBP, zakładający m.in. uzupełnienie celów banku centralnego o wspieranie wzrostu gospodarczego i walkę z bezrobociem, zmniejszenie liczby członków RPP, oraz umożliwiający odwołanie prezesa NBP lub członków RPP w przypadku negatywnej opinii Sejmu nt. raportu z wykonania polityki pieniężnej.

■ Rząd zdystansował się od propozycji Samoobrony, jednak posłowie PiS przyznają, że o ile cały projekt jest zbyt daleko idący, to popierają oni zmiany rozszerzające zbiór celów banku centralnego. Zatwierdzenie takich zmian przez Sejm z pewnością mogłoby pogorszyć nastroje na rynku finansowym oraz wywołać negatywną reakcję Komisji Europejskiej i/lub EBC.

Kredyty walutowe pod czujną obserwacją

■ Rosnąca aktywność banków w udzielaniu kredytów walutowych (w szczególności na rynku kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych) skłoniła Związek Banków Polskich do złożenia propozycji zakazu udzielania takich kredytów.

■ NBP jednak nie rozważa takiej opcji, choć otwartą pozostaje kwestia, na jakich zasadach miałyby być oparte ewentualne ograniczenie tj. czy wprowadzone zostaną np. limity odnoszące się do funduszy własnych lub udziału kredytów walutowych w portfelu kredytowym lub aktywach ogółem. Ograniczenia oparte na funduszach własnych zostały wprowadzone w tym roku w Rumunii.

■ Według komunikatu NBP, po przeanalizowaniu wszystkich możliwości nadzór bankowy zaproponuje działania adekwatne do sytuacji i ryzyka na rynku. Po wypracowaniu stanowiska będzie ono przedmiotem konsultacji z sektorem bankowym.

Pod lupą: Bank centralny

Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

Leszek Balcerowicz, prezes NBP

konferencja prasowa RPP, 30 listopada

Jesteśmy w fazie, gdy wszystkie znaczące banki podwyższają stopy, a wszystkie dane wskazują bardziej niż przed miesiącem, że gospodarka przyspiesza. [...] Tutaj istnieje spora niepewność, ale każdy powinien zwrócić uwagę, że inflacja może wrócić do celu wcześniej w horyzoncie polityki pieniężnej. Szybciej niż to się wszystkim wydaje.

Dariusz Filar, członek RPP

PAP, 1 grudnia

W moim przekonaniu sytuacja w Polsce jest nietypowa. Jesteśmy po wstrząsie cenowym związanym z wejściem do UE, który widoczny był w 2004 roku i wciąż jeszcze wpływa na inflację bieżącą i bazową jako efekt bazy. W pełni wysokie ceny surowców, głównie ropy będziemy obserwowali w pierwszych miesiącach 2006, kiedy efekt bazy ulegnie wyłączeniu.

Stanisław Nieckarz, członek RPP

PAP 6 grudnia

Dla realizacji celu inflacyjnego nie są konieczne tak wysokie jak obecnie stopy procentowe. Mając dodatkowo na uwadze brak wyrazistej presji inflacyjnej od strony popytowej, podtrzymywanej dodatkowo wysokim bezrobociem, droga do pewnych obniżek stóp procentowych jest jeszcze ciągle otwarta, o czym świadczy utrzymanie łagodnego nastawienia. [...] Nadal nie ma zagrożeń dla inflacji od strony popytowej, a ryzyko występuje jedynie od strony czynników podażowych, które wiążą się z cenami ropy i żywności

Stanisław Owsiak, członek RPP

Reuters, 7 grudnia

Gdyby mocny złoty dłużej się utrzymywał, to może korzystnie wpłynąć na wysokość inflacji. (...) Mocny złoty jest problemem przekładającym się na opłacalność eksportu. Według moich ocen połowa przyszłego roku będzie tym momentem, kiedy możemy się zbliżyć do celu inflacyjnego, ale czy go przekroczyliśmy wiele zależy będzie od kursu złotego. Są obawy o eksport, ponieważ gdy popatrzymy na PKB to jest on znaczącym komponentem jego wzrostu. Wprowadzie eksport się rozwija, to jego opłacalność spada. Według moich informacji, część eksporterów jest nawet skłonna ponosić straty, byle się utrzymać na rynku. Pytanie jak długo są w stanie to wytrzymać.

Halina Wasilewska-Trenkner, członek RPP

PAP 5 grudnia

Inflacja w I kwartale powinna wynieść pomiędzy 1,6 a 1,8 proc. Wciąż są szanse, że nie przekroczyliśmy 2 proc. w I kwartale. Moment powrotu do celu 2,5 będzie zależał od cen produkcji rolnej i cen ropy w 2006 roku. Zagrożenia dla inflacji są, ale nie wiadomo jak duże, bo ceny ropy zachowują się nietypowo.

Radio PiN, 9 grudnia

Mam uczucia mieszane, z jednej strony można powiedzieć, że jest miejsce do obniżek stóp procentowych, teoretycznie, z drugiej jednak strony ocena pana premiera jest oceną dzisiejszych zdarzeń, a stopy procentowe działają za kilka kwartałów, kiedy sytuacja może być inna. Te oceny nie są takie, z którymi można się do końca zgodzić. Jeśli stopy dookoła zaczynają rosnać, to pozostanie w tyle nie jest dla nas korzystne. Jest takie ryzyko [inflacyjne], ciągle jest takie samo i ciągle nazywa się tak samo. U nas też może tak być. Mamy dwa niebezpieczeństwa inflacyjne i jest pytanie czy powinniśmy dążyć do obniżki stóp.

Są zagrożenia [dla budżetu] po stronie dochodów. Po stronie wydatków budżet jest napięty, zakłada pełne wykorzystanie dochodów i będzie to budżet trudny, gdyż będzie miał trudności z realizacją dochodów i z płynną realizacją w czasie.

Komentarz

Dostępne dane faktycznie wskazują, że polska gospodarka zaczęła się rozpędzać. Warto jednak zauważyć, że nareszcie tempo rozwoju zaczęło dopiero dorównywać oczekiwaniom, podczas gdy do niedawna było niższe od prognoz. Dodatkowo, kurs złotego jest niezmiennie mocniejszy niż zakładano w sierpniowym *Raporcie o inflacji*, ceny ropy wyraźnie się obniżyły i pojawiło się kilka nowych czynników potencjalnie pozytywnych dla inflacji. Pozostaje zatem zapytać, jakie czynniki miałyby spowodować powrót inflacji do celu szybszy niż zakładała sierpniowa projekcja.

Nie do końca rozumiemy, dlaczego wstrząs cenowy związany z akcesją do UE miałby w postaci tzw. efektu bazy oddziaływać na stopę inflacji na początku 2006 roku. Byłoby to możliwe wówczas gdyby po wzroście cen po wejściu do UE nastąpił efekt odwrotny o znaczącej skali. Być może w pewnym stopniu było to widoczne w przypadku cen żywności (bez wpływu na inflację bazową). Jeżeli nawet weźmiemy pod uwagę że inflacja nieco przyspieszy na początku 2006 roku, to raczej nie powinna ona przekroczyć poziomu 2% w I kwartale.

Nie jest niespodzianką, że dla Stanisława Nieckarza obecny poziom stóp procentowych w Polsce wciąż jest zbyt wysoki. Wielokrotnie dawał on przecież do zrozumienia, że nie ma powodu, aby utrzymywać stopy wyraźnie powyżej poziomu w strefie euro. O ile z tą teorią można akurat polemizować, to trzeba przyznać, że faktycznie trudno się dopatrzeć istotnych zagrożeń dla inflacji ze strony popytowej, a ostatnie decyzje RPP o pozostawieniu łagodnego nastawienia pozwalają sądzić (nawet jeśli nie było to wyraźnie powiedziane w oficjalnych komunikatach), że konsensus wśród członków Rady nie wyklucza dalszych obniżek o ile sytuacja inflacyjna pozostanie pod kontrolą.

Nie ulega wątpliwości, że silna aprecjacja złotego, w przypadku gdyby była kontynuowana w kolejnych tygodniach/miesiącach, może istotnie wpłynąć na prognozy dotyczące inflacji, tempa wzrostu gospodarczego, a przez to również decyzji odnośnie stóp procentowych. Im większa skala umocnienia polskiej waluty i dłuższe utrzymywanie się tego efektu, tym większe szanse na to, że Rada Polityki Pieniężnej zdecyduje się jeszcze na obniżenie stóp oficjalnych na początku przyszłego roku. Oczywiście będzie to zależało również od kolejnych danych makroekonomicznych, ale jak na razie dostępne statystyki nie wskazują na pojawienie się istotnych napięć po stronie popytu krajowego.

O ile dla Stanisława Owsiaaka tempo powrotu inflacji do celu będzie zależało od kursu walutowego, to zdaniem Haliny Wasilewskiej-Trenkner będzie ono przede wszystkim uzależnione od cen w rolnictwie i cen ropy naftowej. Zastanawiające, że żadne z nich w ogóle nie wspomina przy tej okazji o czynnikach natury popytowej (wzrost płac, konsumpcja, popyt krajowy). Ciekawe, czy oznacza to, że członkowie RPP są tak bardzo pewni swoich prognoz w tym zakresie, czy też nie uważają ich za istotne dla perspektyw inflacji.

Zastanawiające jest również to, że dla niektórych członków RPP niepewność związana z zachowaniem cen ropy czy żywności jest w zasadzie tożsama z zagrożeniem ich wzrostem. Tymczasem wydaje się, że niepewność ta w równym stopniu oznacza ryzyko tego, że ceny te będą kształtowały się znacznie niżej niż się obecnie przewiduje, co może spowodować korzystną dla inflacji niespodziankę. Zauważmy, że szoki podażowe mają to do siebie że są nieprzewidywalne i gdyby niepewność związana z możliwością ich wystąpienia miała wiązać bankom centralnym ręce, to trudno byłoby podejmować jakiegokolwiek decyzji w polityce monetarnej. Naszym zdaniem, należy koncentrować się na najbardziej prawdopodobnym scenariuszu wydarzeń, który na dzisiaj nie zakłada znaczącego ryzyka wzrostu inflacji powyżej celu.

Rada opublikowała już opinię o projekcie budżetu, która była dość krytyczna. Ponieważ w autopoprawce dodatkowo zwiększono już napięte dochody budżetowe, można się spodziewać wzmocnienia słów krytyki w opinii dotyczącej tego nowego dokumentu.

Pod lupą: Rząd i polityka

Główne założenia budżetu na 2006

	Auto-poprawka	Projekt rządu Belki
Wzrost PKB (% r/r)	4,3	4,3
CPI średnio (% r/r)	1,5	1,5
Dochody budżetu (mld zł)	194,2	191,30
Wydatki budżetu (mld zł)	224,7	223,87
Deficyt budżetu (mld zł)	30,55	32,58

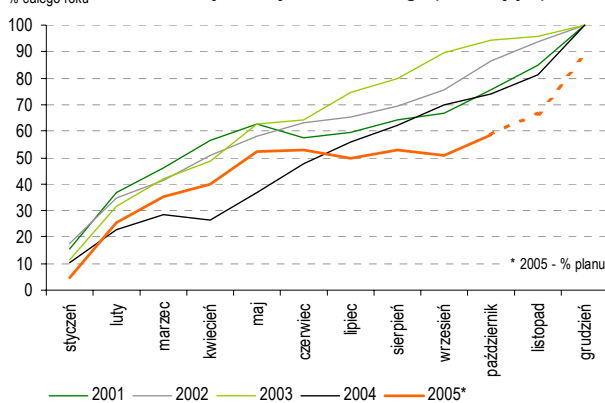
Terminarz wydarzeń związanych z polityką fiskalną

Termin	Wydarzenie
9-14 I	Budżet w sejmowych komisjach „branżowych”
16-29 I	Budżet w Komisji Finansów Publicznych
10 I	Drugie czytanie projektu budżetu w Sejmie
10 I	Prezentacja nowego Programu Konwergencji
13 I	Trzecie czytanie projektu budżetu w Sejmie
17 I – 16 II	Prace nad budżetem w Senacie
15 II	Sejm rozpatruje poprawki Senatu do budżetu
17 II	Podpisanie budżetu przez Prezydenta RP

Autopoprawka do budżetu 2006 bez rewelacji

- Poprawka do budżetu na 2006 r. przyjęta przez rząd zakłada deficyt 30,55 mld zł (o 2 mld zł mniej niż projekt rządu Belki) i wzrost dochodów o 3 mld zł oraz wydatków o 0,8 mld zł.
- Chociaż spory wzrost dochodów może budzić pewne zastrzeżenia, to wydaje się, że ma szansę zostać osiągnięty m.in. dzięki przetruceniu części tegorocznych wysokich wpływów na rok przyszły (wykonanie tegorocznego deficytu ma być o 3 mld zł wyższe niż sugerował poprzedni minister finansów).
- W sumie nie widzimy poważnych powodów do obaw o budżet na 2006 r. w kształcie przedstawionym przez rząd i uważamy, że słusznie został on przyjęty neutralnie przez rynek.
- Zgodnie z oczekiwaniami, mimo że wszystkie partie skrytykowały przedstawiony w Sejmie projekt budżetu na 2006 rok (nawet sam premier miał pewne zastrzeżenia), zgodnie zdecydowano o przesłaniu tego dokumentu do dalszych prac w komisjach sejmowych.
- Styczeń będzie stał pod znakiem polityki fiskalnej. Oprócz kolejnych rozstrzygnięć dotyczących budżetu poznamy również nowy program konwergencji (kalendarz wydarzeń obok).
- Minister finansów Teresa Lubińska w trakcie rozmów o polityce fiskalnej z sejmową Komisją Finansów Publicznych zapowiedziała, że nowy program konwergencji zostanie przedstawiony Komisji Europejskiej do 10 stycznia. Poza tym nie zdradziła żadnych istotnych konkretów na jego temat. Stwierdziła jedynie, że poprzedni program nie był realistyczny, co sugeruje, że w nowym nie będzie już mowy o redukcji deficytu fiskalnego poniżej 3% PKB w 2007 r., lecz później. Ciekawe jak zareaguje na to Komisja Europejska.

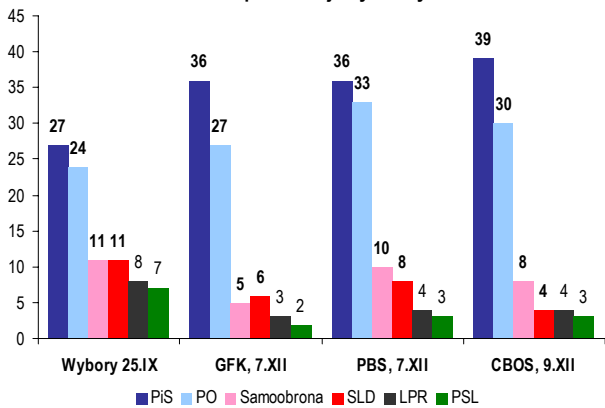
Realizacja deficytu budżetowego (narastająco)



Budżet 2005 nadal w wyśmienitej formie

- Tymczasem realizacja budżetu w 2005 roku przebiega znacznie lepiej niż planowano. Po dziesięciu miesiącach roku deficyt wyniósł 58,8% planu z ustawy budżetowej (to najlepszy wynik w ciągu ostatniej dekady), w głównej mierze za sprawą szybko rosnących dochodów podatkowych.
- Według Ministerstwa Finansów po listopadzie deficyt nie powinien przekroczyć 66-67% planu, a na koniec roku może być o prawie 5 mld zł niższy niż 35 mld zł zapisane w ustawie. Wcześniej minister Gronicki twierdził, że deficyt może osiągnąć nawet 28 mld zł.
- Pewna część deficytu zostanie zapewne wypchnięta poza budżet centralny poprzez niedoszacowanie dotacji na wybrane cele. Przykładem jest FUS, który pod koniec roku będzie musiał prawdopodobnie zadłużyć się na rynku.

Sondaże preferencji wyborczych



Polaryzacja sceny politycznej po wyborach?

- Sondaże preferencji wyborczych Polaków z ostatnich tygodni potwierdzają starą prawdę, że opinia publiczna sprzyja zwycięzcom. Wszystkie badania pokazują silny wzrost poparcia dla partii, które zdobyły najlepszy wynik w wyborach wrześniowych oraz spadek sympatii dla mniejszych ugrupowań.
- Niektóre z wyników sugerowały, że gdyby kolejne wybory miały się odbyć w grudniu, do parlamentu dostałyby się tylko 3 partie, a PiS miałoby większość miejsc w Sejmie.
- Pozwala to Prawu i Sprawiedliwości wywierać presję na mniejszościowe ugrupowania w sprawie poparcia projektów rządowych, ponieważ groźba wcześniejszych wyborów może dla nich oznaczać pożegnanie z parlamentem. Równocześnie, PiS staje przed pokusą sięgnięcia po jeszcze pełniejszą władzę niż ma w tej chwili, co jednak wiąże się z pewnym ryzykiem.

Źródło: Ministerstwo Finansów, PAP, Reuters, ośrodki badawcze

Pod lupą: Rząd i polityka

Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

Kazimierz Marcinkiewicz, premier RP

PAP, 7 grudnia

Wielokrotnie mówiłem, że wydaje się, iż w Polsce jest miejsce do obniżenia stóp procentowych.(...) Mamy budżet stabilny, niski deficyt budżetowy. Wszystko to normalnie spowodowałoby obniżkę stóp procentowych, tylko nie w Polsce. Będziemy namawiali do aktywnej pomocy tych, którzy podejmują w tej sprawie decyzje, by przyspieszać wzrost gospodarczy (...). Bez namówienia większości ekonomistów nie dokonamy tego, ale dobre przesłanki cały czas widzę, bo sytuacja (...) po przyjęciu autopoprawy jest dla rynków bardzo dogodna.

Jarosław Kaczyński, przewodniczący PiS

PAP, 9 grudnia

[Pyt. Czy dąży Pan do przyspieszenia terminu wyborów?] Odp.: Ja dążę do tego, aby Polska była dobrze rządzona. Proszę zajrzeć do konstytucji i nie przypisywać mi możliwości magicznych. Chciałbym je mieć, ale nie mam.

Marek Jurek, marszałek Sejmu, poseł PiS

PAP, 7 grudnia

Jeśli się okaże, że w Sejmie nie ma większości zdolnej do współpracy z rządem, do kształtowania polityki państwa, to wybory będą konieczne.

Przemysław Gosiewski, szef klubu PiS

PAP, 7 grudnia

Sejm, wybrany jesienią tego roku, ma mandat na cztery lata. Gdy Sejm nie będzie w stanie wypełniać swoich zadań - m.in. uchylać ustaw, to jedynym rozsądnym rozwiązaniem byłoby odwołanie się do woli najwyższego suwerena – narodu.

Teresa Lubińska, minister finansów

PAP, 8 grudnia

Utrzymanie deficytu na poziomie 30 mld zł przy obecnym poziomie PKB nie daje szansy na szybkie zejście z deficytem. Będzie na to szansa, jeśli wzrost będzie wyższy.

Reuters, PAP, 7 grudnia

Poprzedni plan konwergencji był oparty o nierealistyczny program. Opracujemy nowy program konwergencji. Zobowiązujemy się oprzeć go na realistycznych podstawach. My będziemy próbować budować nowy program, ale nie taki, który doprowadza do tego, że mamy wprowadzić euro przy bardzo niskim wzroście gospodarczym.

Dług publiczny będzie systematycznie rósł, bo jesteśmy na etapie budowy autostrad (...) Nie ma niebezpieczeństwa przekroczenia 55 proc., a w 2007 spodziewana jest dalsza stabilizacja i zmniejszenie tej relacji.

Piotr Woźniak, minister gospodarki

PAP, 2 grudnia

Mamy dość stabilną sytuację, jeśli chodzi o pozycję złotego. Wszyscy się skarżą na silnego złotego, ale zaprzeczają temu wyniki eksportu. Nie znaczy, że waluta będzie utrzymana na tym samym poziomie i będzie się umacniać dalej. Będzie to instrument dość aktywnie używany przez obecny rząd. Gdyby eksport zaczął gwałtownie spadać to wnioskowałbym o takie działanie. Na razie z mojego punktu widzenia nie ma co majstrować przy złotym. Nie będę wyręczać takich instytucji jak NBP.

Jacek Krzyślak, dyrektor departamentu polityki finansowej, analiz i statystyki MF; Reuters, 1 grudnia

Oczekujemy spadku inflacji do 1,2% w listopadzie. W ubiegłym miesiącu ceny nie wzrosły wobec października, a może nawet lekko spadły. Z danych, jakie zebraliśmy, ceny żywności w listopadzie wzrosły o zaledwie 0,1 procent, a paliwa staniały 3,1 procent miesiąca do miesiąca. [...] Zmiany, które były do tej pory, pokazują, że nie ma powodu, abyśmy mieli odbicie inflacyjne w styczniu i lutym.

Komentarz

Nie wydaje się, żeby decyzje Rady Polityki Pieniężnej miały być kształtowane pod wpływem opinii czy apeli polityków, przynajmniej w obowiązującym stanie prawnym. Warto jednak zauważyć wyraźny wzrost zainteresowania parlamentarzystów zagadnieniami związanymi z zakresem działalności NBP i pierwsze niepokojące inicjatywy legislacyjne. Biorąc pod uwagę doświadczenia poprzednich lat, to chyba typowe zachowanie posłów na początku nowej kadencji Sejmu. Przed czterema laty krucjata polityków przeciwko NBP spełzała na niczym. Mamy nadzieję, że podobnie będzie i tym razem, tym bardziej, że premier Marcinkiewicz broni niezależności banku centralnego i jest przeciw nowelizacji ustawy o NBP w proponowanym kształcie.

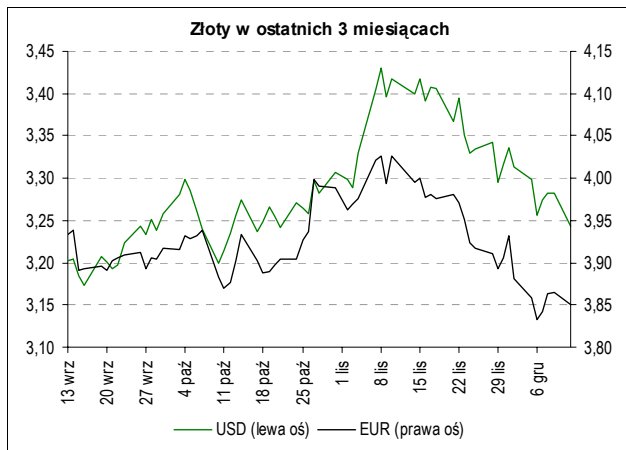
Nadal trudno jednoznacznie ocenić, czy poważne branie pod uwagę ewentualności wcześniejszych wyborów przez PiS jest tylko grą z partiami mniejszościowymi o poparcie budżetu, czy też jest realną opcją rozważaną przez polityków. Wyniki sondaży opinii publicznej stawiają partię rządzącą w bardzo korzystnej sytuacji. Pozwalają bowiem trzymać nieformalnych mniejszościowych koalicjantów w szachu przed głosowaniem nad budżetem na rok 2006 poprzez zagrożenie, że brak poparcia dla ustawy budżetowej może się zakończyć rozpisanem na przyszły rok ponownych wyborów, w których partie takie jak LPR, PSL czy Samoobrona mogłyby w ogóle nie dostać się do parlamentu. Z drugiej strony, gwarancja przychylności ze strony przyszłego prezydenta Lecha Kaczyńskiego czyni ten szantaż strategią stosunkowo bezpieczną. Gdyby się bowiem okazało, że do lutego preferencje wyborców ulegną wyraźnej zmianie, to będzie można wcześniejszych wyborów uniknąć nawet jeśli Sejm opowie się przeciwko budżetowi. Zgodnie z polską konstytucją, w sytuacji gdy w przewidzianym terminie budżet nie zostanie przyjęty, prezydent może, ale nie musi, skrócić kadencji parlamentu.

Zaktualizowany program konwergencji będzie pierwszym oficjalnym dokumentem nowego rządu, z którego poznamy jego plany fiskalne wykraczające poza rok 2006. Z dotychczasowych wypowiedzi i sygnałów można jednak już teraz wywnioskować w jakim kierunku będą szły zmiany. Plan konsolidacji fiskalnej będzie bez wątpienia mniej ambitny niż poprzedni („nierealny”) program, który obiecywał obniżenie deficytu fiskalnego do 2,2% PKB w roku 2007. W nowej strategii deficyt nominalnie zostanie zapewne utrzymany na poziomie 30 mld zł, jednak jak przyznaje sama pani minister, taki plan to za mało aby deficyt obniżył się w relacji do PKB przy obecnym poziomie wzrostu gospodarczego. Ta strategia nie daje więc Polsce szans na pokonanie problemów wysokiego deficytu i rosnącego długu o ile nie nastąpi cudowny boom gospodarczy. Według zapowiedzi pani minister finansów dokument ma powstać do 10 stycznia 2006. Nietrudno zgadnąć, że reakcja Komisji Europejskiej na taki dokument nie będzie życzliwa, ale ją poznamy zapewne dopiero po paru miesiącach.

Woźniak nie ujawnił jak rząd miałby wpływać na kurs złotego bez wprowadzenia zmian w polskim prawie (w tym w konstytucji), zgodnie z którym polityka kursowa jest kształtowana wspólnie przez rząd i bank centralny. Jednak można sobie wyobrazić, że rząd mógłby kupować waluty obce na rynku (transakcje przeciwne do tych, które ostatnio wykonywało Ministerstwo Finansów), przykładowo pozyskując środki na spłatę zadłużenia zagranicznego. Problem jednak w tym, że tego typu działania wymagałyby większej elastyczności w zakresie polityki fiskalnej, tj. niższych wydatków na inne cele i/lub możliwości pozyskania dodatkowego finansowania na rynku krajowym bez zwiększania kosztów obsługi długu. Niestety, nawet gdyby to ostatnie było możliwe, może spowodować zwiększenie napływu kapitału zagranicznego i okazać się działaniem nieskutecznym.

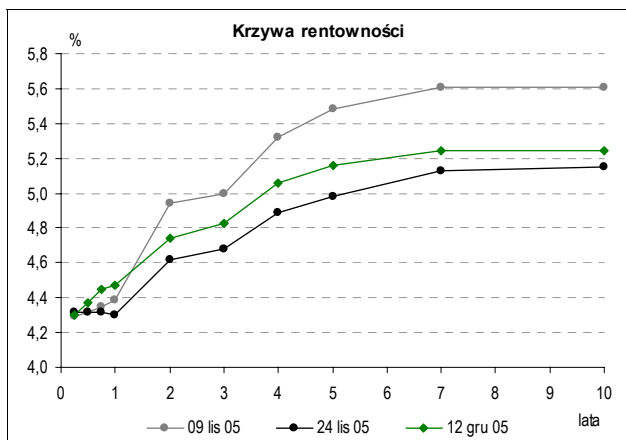
Nasza prognoza zakładała dotąd, że inflacja w listopadzie spadła do 1,5% i opierało się to na założeniu dużo wyższych cen żywności. Istotnym czynnikiem w tej kwestii może się jednak okazać wprowadzenie przez Rosję zakazu importu z Polski produktów żywnościowych, co zwiększyło podaż na rynku krajowym i w rezultacie mogło doprowadzić do znacznych redukcji cen niektórych towarów. Ta sytuacja poprawia krótkookresowe perspektywy inflacji, co powinno być pozytywne dla rynku obligacji.

Monitor rynku



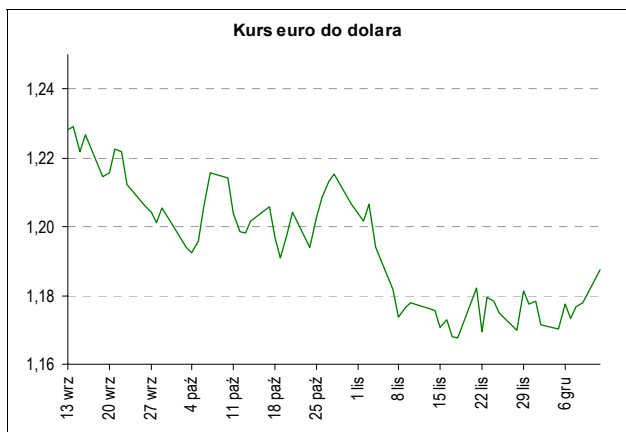
Złoty na najmocniejszych poziomach od 3,5 roku

- Po ustabilizowaniu sytuacji politycznej i stopniowym wycofywaniu się rządu z kosztownych obietnic wyborczych, zachowaniu konserwatywnych założeń makroekonomicznych do projektu budżetu, który został w miarę dobrze przyjęty, złoty umocnił się do euro do najwyższego poziomu od 3,5 roku. Złotego wsparło MF wymieniając środki z emisji zagranicznych oraz wejście Słowacji do systemu ERM-2, a także perspektywa zakończenia cyklu podwyżek stóp w USA co poprawiło nastroje w regionie. Obniżenie ratingu Węgier przez agencję Fitch przyczyniło się do przejściowej korekty.
- W obliczu zakończenia serii podwyżek stóp w USA, minimalnych szans na obniżkę w Polsce oraz dobrych nastrojach w regionie złoty powinien pozostawać dość silny. Polska waluta będzie wspierana przez oczekiwania dalszej sprzedaży walut przez Ministerstwo Finansów przy niskiej aktywności w grudniu.



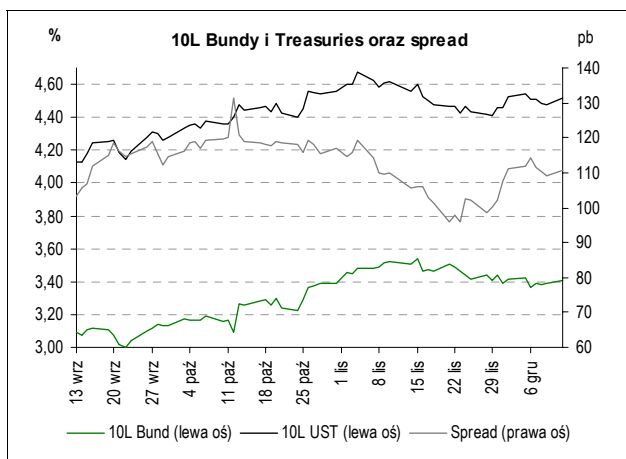
Umocnienie i stabilizacja rentowności

- W minionym miesiącu rynek obligacji zanotował umocnienie w reakcji na stabilizację sytuacji politycznej i umocnienie na światowych rynkach obligacji. Rentowność 5-letniej obligacji utrzymywała się przez pewien czas poniżej 5%. Gołębi wydziałek protokołu Fed spowodował powrót inwestorów do regionu. Rentowności rosły po wyższych od prognoz danych o płacach, produkcji przemysłowej, PKB za III kw. oraz w obliczu decyzji RPP, która nie zmieniła parametrów polityki pieniężnej. Dług osłabił się tę po obniżeniu ratingu dla Węgier przez agencję Fitch, co pogorszyło nastawienie do regionu.
- Jeśli CPI będzie zgodny z prognozami MF na poziomie 1,2% r/r to oczekiwania na obniżkę stóp mogą się zwiększyć, a rynek długu się umocni. Obligacje będą wrażliwe na sytuację na rynkach bazowych przy niskiej aktywności na koniec roku.



Dolar mocny, w wąskim przedziale wahań wobec euro

- Dzięki silnym oczekiwaniom podwyżek stóp i lepszym danym gospodarczym (m.in. PKB III kw.) w USA niż w EMU dolar umocnił się w połowie listopada do najwyższych poziomów od 2 lat (1,1648) i pozostawał w wąskim przedziale 1,164-1,19. Znaczny napływ kapitału zniwelował rekordowy deficyt handlowy USA. Euro odrabiło straty w związku z podwyżką stóp w EMU, choć nieco gołębi ton wypowiedzi EBC dalej wspierał dolara. EURUSD wzrósł do 1,196 w oczekiwaniu na zmianę tonu komunikatu Fed sygnalizującego koniec podwyżek stóp.
- EURUSD nie przebił wyraźnie ważnego poziomu wsparcia 1,17 stąd w perspektywie oczekiwań końca zacieśniania polityki pieniężnej w USA, co było głównym powodem umacniania się dolara, nie oczekujemy kontynuacji aprecjacji dolara, a możliwy jest powrót w okolice 1,20.

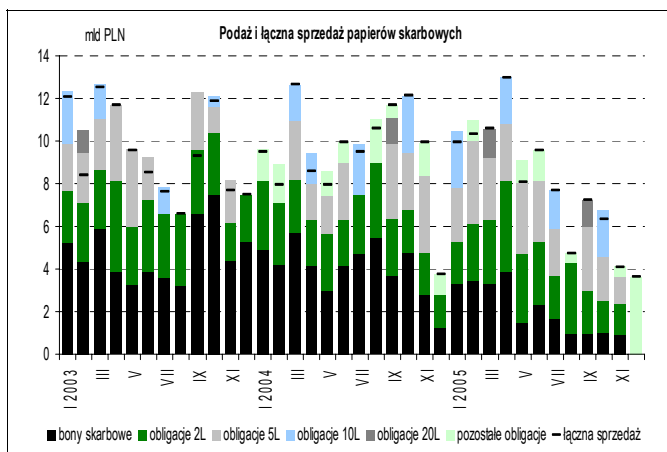
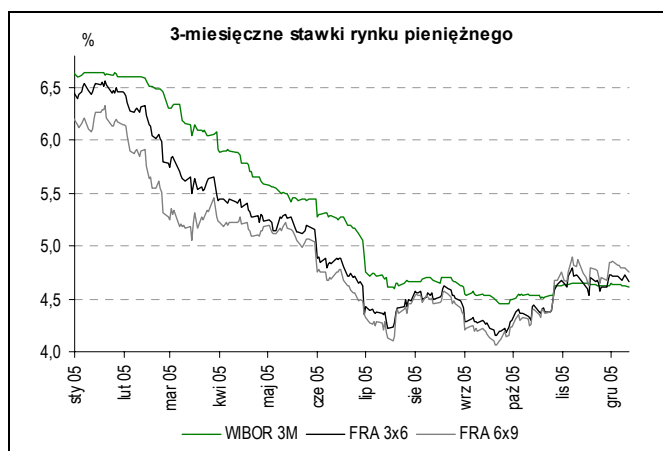
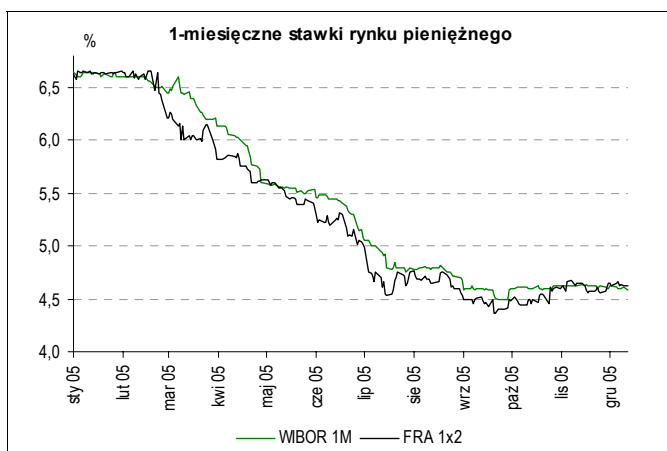
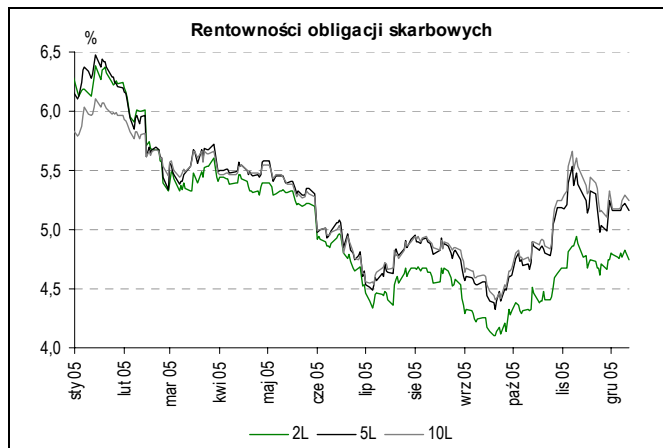
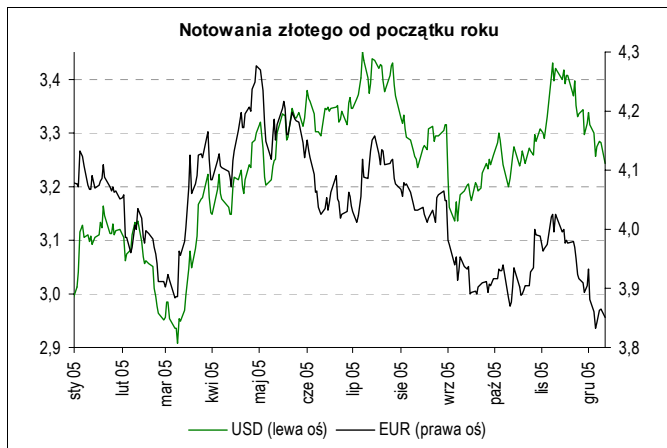


Rentowności dość stabilne również za granicą

- Rentowność 10-letnich Treasuries spadła z 4,62% (9 XI) do 4,52% (12 XII), a 10-letnich Bundów z 3,51% do 3,40%. Spread między nimi spadł poniżej 100 pb, gdy część danych sugerowała spowolnienie wzrostu oraz opanowanie inflacji w USA, a protokół Fed utrzymany był w gołębi tonie. Wypowiedzi członków EBC, że podwyżka stóp w EMU nie jest początkiem agresywnego zaostżenia polityki pieniężnej wspierała Bundy. Wzrost rentowności w USA nastąpił po dobrych danych z rynku pracy, PKB i ISM, a kolejny spadek po wzroście wydajności pracy i niższych jednostkowych kosztach pracy.
- Rynek wyczekuje komunikatu po grudniowej decyzji Fed, który może sugerować zakończenie cyklu podwyżek. Na oczekiwania rynku w strefie euro wpłyną publikowane dane, które zdecydują o kształcie polityki pieniężnej w EMU, który według wypowiedzi członków EBC nie został jeszcze przesądzony.

Źródło: Reuters, BZ WBK

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	OFERTA / SPRZEDAŻ		
	13-tyg.	52-tyg.	Suma
03.10.2005	100/100	400/400	500/500
17.10.2005	100/100	400/400	500/500
razem październik	200 / 200	800 / 800	1 000 / 1 000
07.11.2005	-	400/400	400/400
21.11.2005	-	500/500	500/500
razem listopad	-	900 / 900	900 / 900
05.12.2005	100/100	1 200/ 1 200	1 300/1 300
19.12.2005	100	600-1 200	600-1300
razem grudzień*	100 - 200	1 800 - 2 400	1 900 - 2 500

* na podstawie informacji Ministerstwa Finansów

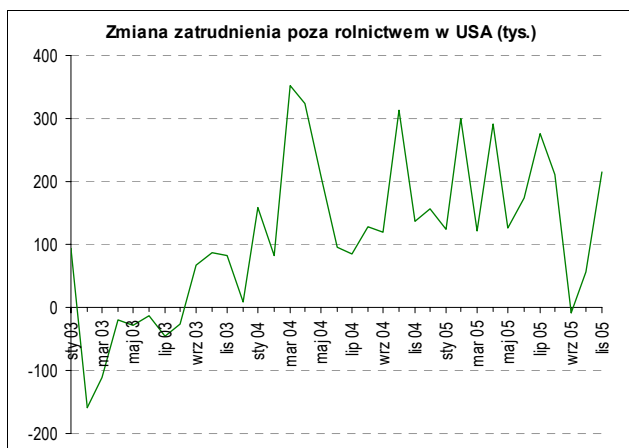
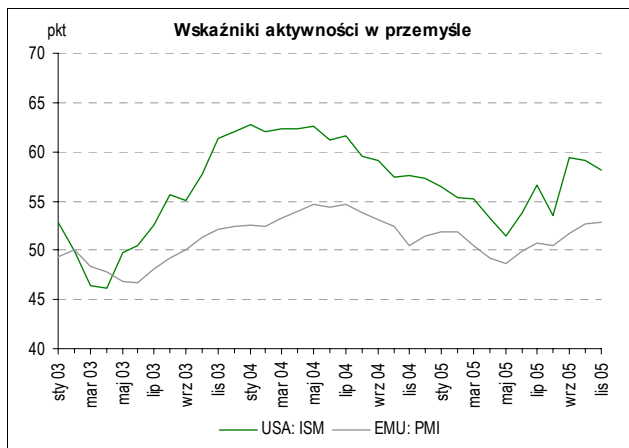
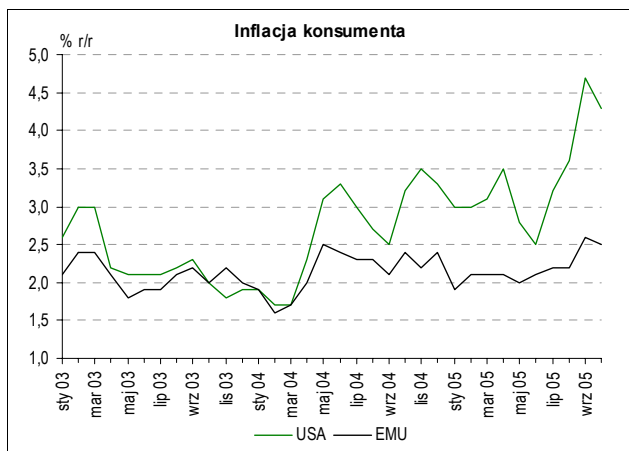
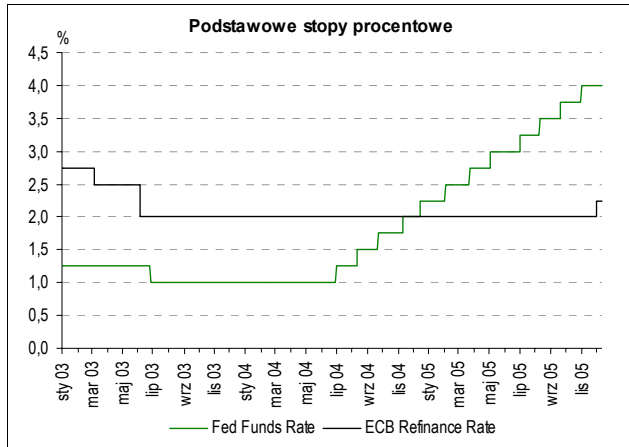
Przetargi obligacji skarbowych w 2005 r. (mln zł)

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	2 160	2 025	19.10	PS0310	2 100	2 100
listopad	02.11	OK1207	1 500	1 500	09.11	IZ0816	500	491,5	16.11*	DS1110	1 200	1 200
grudzień	07.12*	WZ0911	3 600	3 600	-	-	-	-	-	-	-	-

* razem z przetargiem uzupełniającym

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Przegląd międzynarodowy



Źródło: Reuters, ECB, Federal Reserve

Rosną oczekiwania na zakończenie cyklu podwyżek w USA

▪ Mieszane dane z USA sugerowały możliwe spowolnienie wzrostu i zmniejszenie presji inflacyjnej (bazowe PPI, CPI), a protokół z posiedzenia Fed, utrzymany był w gołębim tonie. Mimo, że kolejne dane (PKB, zamówienia na dobra trwałe, ISM) były pozytywne to wysoka wydajność oraz spadek kosztów pracy ponownie zwiększyły oczekiwania na szybsze zakończenie cyklu podwyżek. Rynek spodziewa się, że na najbliższym posiedzeniu Fed podwyższy stopę Fed Funds z 4% do 4,25%.

▪ Europejski Bank Centralny podniósł główną stopę repo w strefie euro po raz pierwszy od 5 lat z 2,0% do 2,25%. Prezes EBC J.C. Trichet, stwierdził, że podjęta decyzja nie oznacza początku serii podwyżek, a decyzje będą podejmowane przy uwzględnianiu kolejnych danych. EBC nie wyklucza jednak podwyżek i przypomina, że stopy są na historycznie niskich poziomach.

Mieszane dane inflacyjne

▪ CPI w USA wzrósł w październiku o 0,2% m/m i 4,3% r/r w porównaniu do rekordowego wzrostu 1,2% m/m we wrześniu, przy oczekiwanym braku zmiany m/m. Wzrost inflacji bazowej, bez cen żywności oraz paliw wyniósł 0,2% m/m i 2,1% r/r i był zgodny z oczekiwaniami. PPI wzrósł w październiku o 0,7% m/m i (5,9% r/r) po 1,9% m/m we wrześniu, podczas gdy rynek nie oczekiwał zmian, natomiast bazowa PPI nieoczekiwanie spadła o 0,3% m/m przy oczekiwaniach wzrostu o 0,2% m/m. Mimo, że główne miary inflacji były wyższe od konsensusu bazowe indeksy wskazywały mniejszą presję inflacyjną.

▪ Inflacja HICP w strefie euro spadła w październiku do 2,5% r/r z 2,6%, natomiast wstępne szacunki za listopad wskazują ograniczenie inflacji do 2,4% r/r. PPI w EMU wzrósł w październiku o 0,6% m/m i 4,1% r/r z 0,5% m/m i 4,4% r/r.

Spadek wskaźników aktywności USA i wzrost w EMU

▪ Wskaźnik ISM obrazujący kondycję sektora przetwórczego w USA spadł z 59,1 pkt do 58,1 pkt w listopadzie i był znacznie powyżej oczekiwań na poziomie 57,5 pkt. Natomiast ISM dla sektora usług spadł z 60,0 pkt do 58,5 pkt i był nieznacznie poniżej konsensusu na poziomie 59,0 pkt. Wskaźniki zatrudnienia pokazały pozytywną sytuację na rynku pracy, a wskaźniki cen spadły i były bardziej pozytywne niż ten w Chicago PMI.

▪ Wskaźnik aktywności w sektorze wytwórczym w strefie euro PMI wzrósł w listopadzie z 52,7 do oczekiwanego 52,8, co stanowi najwyższy poziom od 14-miesiący. Wskaźnik PMI dla sektora usług odnotował wzrost z 54,9 do najwyższego poziomu od 16 miesięcy (55,2) i był znacznie powyżej rynkowej prognozy na poziomie 54,8. W ostatnim wskaźniku najwyższy wzrost odnotował komponent obrazujący tendencje cenowe.

Lepsza sytuacja na rynku pracy przy niskiej presji inflacyjnej

▪ W listopadzie liczba miejsc pracy w USA poza sektorem rolniczym wzrosła do 215 tys. z 210 tys. w październiku, przy oczekiwaniach nieco niższych na poziomie 210 tys., co pokazało, że niepewność na rynku pracy będąca efektem huraganów została ograniczona.

▪ Stopa bezrobocia nie zmieniła się w porównaniu z październikiem i wyniosła 5,0%, podczas gdy średnie wynagrodzenie godzinowe wzrosło zgodnie z oczekiwaniami o 0,2% m/m i 3,2% r/r, co oznacza najwyższy wzrost w ujęciu rocznym od marca 2003 r. Wydajność pracy poza sektorem rolniczym w Stanach Zjednoczonych wzrosła o 4,7% w III kw., podczas gdy jednostkowe koszty pracy spadły o 1,0%, przy oczekiwaniach rynkowych na poziomie odpowiednio 4,5% i -0,8%, co pokazało mniejszą presję inflacyjną.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
12 grudnia USA: Deficyt budżetowy (XI)	13 GER: Indeks ZEW (XII) USA: Sprzedaż detaliczna (XI) USA: Spotkanie Fed – decyzja	14 POL: Aukcja zamiany obligacji POL: Ceny konsumenta (XI) POL: Podaż pieniądza (XI) POL: Bilans płatniczy (X) USA: Handel zagraniczny (X) USA: Ceny w handlu zagr. (XI)	15 POL: Płace i zatrudnienie (XI) USA: Ceny konsumenta (XI) USA: Napływ kapitału netto (X) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (XI) USA: Produkcja przemysłu (XI)	16 EMU: Finalny HICP (XI) USA: Saldo obrotów bieżących (III kw.)
19 POL: Przetarg bonów skarbowych POL: Ceny produkcji (XI) POL: Produkcja przemysłowa i budowlana (XI) EMU: Produkcja przemysłu (X)	20 POL: Spotkanie RPP GER: Indeks IFO (XII) EMU: Bilans handlowy (X) USA: Liczba nowych budów (XI) USA: Ceny producenta (XI)	21 POL: Spotkanie RPP – decyzja POL: Sprzedaż detaliczna (XI) POL: Stopa bezrobocia (XI) USA: Bazowe wydatki konsumenta(PCE) (III kw.) USA: Finalny PKB (III kw.)	22 POL: Inflacja bazowa (XI) POL: Wskaźniki koniunktury (XII) USA: Konsumpcja (XI) USA: Inflacja PCE (XI) USA: Dochody osobiste (XI)	23 EMU: Saldo obrotów bieżących (X) USA: Zamówienia na dobra trwałe (XI) USA: Indeks Michigan (XII)
26 INT: Święto – Boże Narodzenie	27 USA: Zaufanie konsumentów (XII)	28 EMU: Finalny HICP (X) USA: Ceny konsumenta (X) USA: Napływ kapitału netto (IX)	29 EMU: Podaż pieniądza (XI) USA: Sprzedaż domów (XI)	30 POL: Bilans płatniczy (IV kw.) USA: Chicago PMI (XII)
2 stycznia INT: Święto (USA, GB, CA, CH, JP)	3 USA: ISM sektor wytwórczy (XII) USA: Protokół z posiedzenia Fed	4 EMU: Wstępny HICP (XII) USA: Zamówienia w przemyśle (XI)	5 EMU: Ceny produkcji (XI) EMU: Sprzedaż detaliczna (XI) USA: ISM sektor usług (XII)	6 EMU: Bezrobocie (XI) USA: Przeciętne wynagrodzenie na godzinę (XII) USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (XII) USA: Bezrobocie (XII)
9	10 USA: Zapasy hurtowe (XI) GER: Indeks ZEW (I)	11	12 EMU: PKB zrewidowany (III kw.) EMU: Spotkanie ECB – decyzja USA: Handel zagraniczny (X) USA: Ceny w handlu zagr. (XI) USA: Deficyt budżetowy (XII)	13 POL: Podaż pieniądza (XII) POL: Bilans płatniczy (XI) USA: Ceny producenta (XII) USA: Sprzedaż detaliczna (XII)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2006 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie RPP ^f	24-25	21-22	28-29	25-26	30-31	27-28	25-26	29-30	26-27	24-25	28-29	19-20
PKB*	31	-	1	-	30	-	-	29	-	-	29	-
Inflacja	16	15 ^a	15 ^b	14	15	14	14	14	14	16	15	14
Inflacja bazowa	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ceny producenta	19	17	17	20	19	20	19	18	19	18	20	19
Produkcja przemysłowa	19	17	17	20	19	20	19	18	19	18	20	19
Sprzedaż detaliczna	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	16	15	15	18	17	16	17	16	15	16	16	15
Bezrobocie	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	13 ^c	13	14	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Podaż pieniądza	13	14	14	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bilans NBP	6	7	7	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Wskaźniki koniunktury	23	23	23	24	23	23	24	23	25	23	22	22

* dane kwartalne; ^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty, ^c za listopad 2005 itd., ^d za styczeń, ^e za luty, ^f prawdopodobne terminy

Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		lis 04	gru 04	sty 05	lut 05	mar 05	kwi 05	maj 05	cze 05	lip 05	sie 05	wrz 05	paź 05	lis 05	gru 05
Produkcja przemysłowa	% r/r	11,4	6,8	4,6	2,3	-3,7	-1,1	0,9	6,9	2,6	4,8	5,9	7,6	8,5	8,8
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	4,4	2,8	7,5	2,4	-0,3	-14,4	8,0	10,5	5,0	7,9	5,4	7,5	8,4	8,3
Stopa bezrobocia	%	18,7	19,1	19,5	19,4	19,3	18,8	18,3	18,0	17,9	17,8	17,6	17,3	17,4	17,7
Place brutto ^{b c}	% r/r	2,7	3,2	2,6	1,4	2,2	1,8	3,0	4,5	3,2	2,8	1,8	6,4	3,8	3,6
Zatrudnienie ^b	% r/r	-0,3	0,2	1,5	1,6	1,6	1,7	1,6	1,7	1,8	2,0	2,2	2,1	2,1	2,1
Eksport (w euro) ^d	% r/r	31,0	22,5	35,0	27,3	11,0	12,6	11,3	12,9	12,9	13,7	14,8	14,7	6,1	10,8
Import (w euro) ^d	% r/r	24,5	16,3	22,7	27,9	6,8	-5,2	13,5	10,8	8,7	13,1	10,3	14,0	11,5	14,3
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-238	-442	100	-60	-359	-19	-495	-172	-286	-308	-102	-140	-600	-700
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-199	-489	-408	-317	-275	157	-754	77	-438	-335	-357	-370	-550	-700
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-4,3	-4,1	-4,0	-3,8	-3,4	-2,7	-2,5	-2,1	-1,8	-1,8	-1,6	-1,6	-1,7	-1,8
Deficyt budżetowy (narastająco)	mlrd PLN	-33,8	-41,5	-1,6	-8,8	-12,3	-13,9	-18,3	-18,5	-17,5	-18,5	-17,8	-20,6	-23,1	-29,0
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu	81,4	100,0	4,5	25,2	35,2	39,6	52,3	52,9	49,9	52,8	50,8	58,8	66,0	82,9
Inflacja (CPI)	% r/r	4,5	4,4	3,7	3,6	3,4	3,0	2,5	1,4	1,3	1,6	1,8	1,6	1,3	1,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	6,7	5,2	4,5	3,2	2,2	0,9	-0,5	0,0	0,0	-0,2	-0,5	-0,9	-0,5	0,9
Podaż pieniądza (M3)*	% r/r	6,4	8,7	9,3	9,4	11,0	10,0	13,2	10,8	10,4	11,1	12,7	8,7	12,2	10,3
Zobowiązania*	% r/r	6,5	8,1	8,4	8,7	10,4	8,7	11,9	9,2	9,4	10,1	11,6	6,3	10,4	8,7
Należności*	% r/r	4,2	2,9	3,5	2,4	4,6	5,3	9,4	7,4	8,8	9,0	9,6	4,5	9,3	10,5
USD/PLN	PLN	3,28	3,09	3,11	3,06	3,04	3,21	3,29	3,34	3,40	3,29	3,20	3,26	3,37	3,26
EUR/PLN	PLN	4,26	4,14	4,08	3,99	4,02	4,16	4,18	4,06	4,10	4,05	3,92	3,92	3,97	3,88
Stopa interwencyjna ^a	%	6,50	6,50	6,50	6,50	6,00	5,50	5,50	5,00	4,75	4,75	4,50	4,50	4,50	4,50
WIBOR 3M	%	6,81	6,72	6,63	6,54	6,15	5,78	5,48	5,22	4,66	4,67	4,57	4,50	4,64	4,70
Stopa lombardowa ^a	%	8,00	8,00	8,00	8,00	7,50	7,00	7,00	6,50	6,25	6,25	6,00	6,00	6,00	6,00
Rentowność bonów 52-tyg.	%	6,81	6,44	6,28	5,95	5,51	5,36	5,19	5,09	4,30	4,33	4,15	4,19	4,35	4,40
Rentowność obligacji 2L	%	6,81	6,39	6,24	5,82	5,43	5,39	5,27	5,14	4,50	4,60	4,22	4,42	4,75	4,80
Rentowność obligacji 5L	%	6,78	6,29	6,31	5,80	5,56	5,50	5,38	5,25	4,70	4,84	4,51	4,85	5,23	5,25
Rentowność obligacji 10L	%	6,43	6,02	5,98	5,72	5,57	5,49	5,36	5,24	4,72	4,87	4,57	4,90	5,36	5,30

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

		2003	2004	2005	2006	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04	1Q05	2Q05	3Q05	4Q05
PKB	mld PLN	842,1	922,2	970,1	1 027,1	212,6	225,2	228,7	255,6	226,2	235,7	237,2	270,9
PKB	% r/r	3,8	5,3	3,3	4,3	6,8	5,9	4,8	3,9	2,1	2,8	3,7	4,3
Popyt krajowy	% r/r	2,7	5,9	1,7	4,0	6,9	7,4	5,8	3,8	1,1	-0,5	1,6	4,4
Spożycie indywidualne	% r/r	1,9	4,0	2,3	3,6	4,7	4,8	4,1	2,3	1,7	1,6	2,7	3,3
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-0,1	6,3	5,5	8,2	4,7	4,9	5,3	8,5	1,2	3,8	5,7	8,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	8,4	12,3	3,9	6,1	19,0	16,4	9,2	6,2	0,7	2,3	4,4	8,3
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	3,6	7,1	1,7	6,3	13,6	11,3	4,0	1,1	-0,4	-3,2	3,9	6,3
Stopa bezrobocia ^a	%	20,0	19,1	17,7	16,6	20,4	19,4	18,9	19,1	19,3	18,0	17,6	17,7
Place realne brutto ^c	% r/r	2,0	0,8	0,9	2,5	3,8	1,6	-0,5	-1,5	-1,3	0,8	1,0	3,1
Eksport (w euro) ^b	% r/r	9,1	22,3	14,5	8,4	17,9	27,7	19,7	23,6	23,1	12,2	13,9	10,4
Import (w euro) ^b	% r/r	3,3	19,5	11,6	12,3	11,4	29,9	18,0	18,7	17,8	5,7	10,7	13,2
Bilans handlowy ^b	mld EUR	-5 077	-4 552	-3 142	-6 404	-910	-1 693	-1 115	-834	-316	-690	-696	-1 440
Rachunek bieżący ^b	mld EUR	-4 108	-8 401	-4 279	-6 404	-2 245	-2 962	-2 102	-1 092	-1 001	-528	-1 130	-1 620
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-2,1	-4,1	-1,8	-2,5	-2,5	-3,4	-4,1	-4,1	-3,3	-2,1	-1,6	-1,8
Deficyt budżetowy ^a	mld PLN	-37,0	-41,5	-29,0	-30,0	-11,8	-19,9	-29,0	-41,5	-12,3	-18,5	-17,8	-29,0
Deficyt budżetowy	% PKB	-4,4	-4,5	-3,0	-2,9	-5,6	-3,6	-4,0	-4,9	-5,4	-2,6	0,3	-4,1
Inflacja	% r/r	0,8	3,5	2,2	1,9	1,6	3,3	4,5	4,4	3,6	2,3	1,6	1,5
Inflacja ^a	% r/r	1,7	4,4	1,5	2,1	1,7	4,4	4,4	4,4	3,4	1,4	1,8	1,5
Ceny produkcji	% r/r	2,6	7,0	0,8	1,3	4,4	8,8	8,3	6,5	3,3	0,1	-0,2	-0,2
Podaż pieniądza (M3)* ^a	% r/r	5,6	8,7	10,3	8,4	5,7	7,2	6,5	8,7	11,0	10,8	12,7	10,3
Zobowiązania* ^a	% r/r	3,7	8,1	8,7	8,7	4,8	6,9	6,6	8,1	10,4	9,2	11,6	8,7
Należności* ^a	% r/r	8,1	2,9	10,5	15,0	6,0	5,7	4,3	2,9	4,6	7,4	9,6	10,5
USD/PLN	PLN	3,89	3,65	3,24	3,26	3,82	3,89	3,62	3,27	3,07	3,28	3,30	3,30
EUR/PLN	PLN	4,40	4,53	4,03	4,01	4,78	4,69	4,43	4,24	4,03	4,13	4,02	3,92
Stopa interwencyjna ^a	%	5,25	6,50	4,50	4,50	5,25	5,25	6,50	6,50	6,00	5,00	4,50	4,50
WIBOR 3M	%	5,69	6,21	5,30	4,70	5,47	5,87	6,68	6,81	6,44	5,49	4,63	4,61
Stopa lombardowa ^a	%	6,75	8,00	6,00	6,00	6,75	6,75	8,00	8,00	7,50	6,50	6,00	6,00
Rentowność bonów 52-tyg.	%	5,33	6,50	4,92	4,50	5,75	6,24	7,26	6,75	5,91	5,21	4,26	4,31
Rentowność obligacji 2L	%	5,38	6,89	5,05	4,90	6,28	6,86	7,66	6,75	5,83	5,27	4,44	4,66
Rentowność obligacji 5L	%	5,61	7,02	5,27	5,45	6,67	7,10	7,59	6,70	5,89	5,38	4,68	5,11
Rentowność obligacji 10L	%	5,77	6,84	5,26	5,50	6,70	7,00	7,25	6,40	5,76	5,37	4,72	5,19

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. 061 856 58 35, fax 061 856 55 65

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 12.12.2005 r. zostało przygotowane przez:

ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY

ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, fax 022 586 83 40

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

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

tel. 022 586 83 63, Email: maciej.reluga@bzwbk.pl

Piotr Bielski	022 586 83 33
Piotr Bujak	022 586 83 41
Cezary Chrapek	022 586 83 42

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Gdańsk

Długie Ogrody 10
80-765 Gdańsk
tel. 058 326 26 40
fax 058 326 26 42

Kraków

Rynek Główny 30/8
31-010 Kraków
tel. 012 424 95 01
fax 012 424 21 41

Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5
61-894 Poznań
tel. 061 856 58 14
fax 061 856 55 65

Warszawa

ul. Marszałkowska 142
00-061 Warszawa
tel. 022 586 83 20
fax 022 586 83 40

Wrocław

ul. Rynek 9/11
50-950 Wrocław
tel. 071 370 25 87
fax 071 370 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.

