

# MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

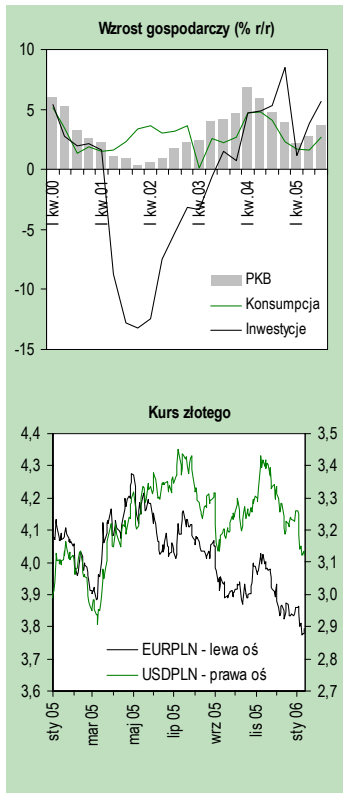
Styczeń 2006

## Witamy w 2006 roku

O ile ostatnie tygodnie 2005 roku przyniosły względną stabilizację na scenie politycznej, która sprawiła, że inwestorzy przestali się martwić o odbiegający od oczekiwań wynik wyborów, to wraz z początkiem nowego roku polityka ponownie wkroczyła w centralny obszar zainteresowania. Zbliżająca się debata budżetowa stała się pretekstem do poważnego przesilenia w Sejmie, które może stać się impulsem do zmiany układu politycznego. Coraz wyraźniej widać bowiem, że układ obecny, w którym rząd mniejszościowy PiS musi liczyć na poparcie posłów opozycji przy wszystkich ważniejszych głosowaniach, nie jest układem stabilnym i poważnie utrudnia sprawne rządzenie i prowadzenie spójnej polityki. W związku z tym powraca pytanie czy faktycznie realną opcją są wcześniejsze wybory, czy też koalicja PiS-u z częścią opozycji (i z którą?). Scenariusza wyborów na wiosnę nie można wykluczyć, szczególnie że przeciąganie przez PiS prac w Sejmie nad budżetem wydaje się temu sprzyjać. Z drugiej strony, mniejsze partie zrobią zapewne wiele by uniknąć tego wariantu przy bardzo niekorzystnych dla nich sondażach. Rozmowa liderów PO i PiS dała nadzieję na powrót do koalicji centro-prawicowej, co byłoby oczywiście najlepszym rozwiązaniem i wspaniałą wiadomością dla rynku i gospodarki. Jednak wydaje się, że nie należy przeceniać szans na zacieśnienie współpracy między PiS a PO, a wariant sformalizowania porozumienia pomiędzy PiS a partiami populistycznymi LPR i Samoobroną jest przynajmniej równie prawdopodobny.

**W polityce burza, a gospodarka spokojnie prze naprzód.** Dane za listopad pokazały, że końcówka roku była bardzo udana. Przyspieszył wzrost produkcji przemysłowej, w bardzo przyzwoitym tempie wzrosła sprzedaż detaliczna, doskonałe wyniki zanotowano w handlu detalicznym. Ekspansji gospodarki towarzyszy wyraźna poprawa sytuacji na rynku pracy. Przybrał na sile popyt na pracę, po raz kolejny znacznie wzrosły płace w przedsiębiorstwach. W rezultacie bardzo wyraźnie zwiększył się fundusz płac w firmach. Nie wywiera to jednak presji na wzrost cen. Nic dziwnego, skoro wydajność pracy nadal szybko się powiększa. Inflacja w listopadzie wyniosła tylko 1% r/r. Co ważne, nie jest to tylko wynik działania przejściowych, korzystnych efektów w przypadku cen żywności oraz paliw. Spadek wszystkich miar inflacji bazowej wskazuje, że w gospodarce brak jest obecnie jakiegokolwiek presji na wzrost cen.

**Powstaje pytanie, jakie będą trendy w polskiej gospodarce w ciągu 2006 r.** W sytuacji gdy rozwój wydarzeń w polityce wydaje się niemal niemożliwy do przewidzenia (nagłych zwrotów akcji było ostatnio tyle, że zachowanie polityków przypomina coraz bardziej proces błędzenia losowego), w tym miesiącu staramy się nakreślić przewidywany przez nas scenariusz zmian w gospodarce i na rynkach finansowych w ciągu 2006 roku. Analizę temu poświęconą znajdzie Państwo w Temacie miesiąca.



### W tym miesiącu:

Temat miesiąca	
<b>Gospodarka silniejsza od polityki</b>	<b>2</b>
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

#### Na rynku finansowym 30 grudnia 2005 r.:

Stopa depozytowa NBP	3,00	WIBOR 3M	4,60	USDPLN	3,2613
Stopa referencyjna NBP	4,50	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	4,32	EURPLN	3,8598
Stopa lombardowa NBP	6,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,95	EURUSD	1,1835

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 12.12.2005 r.

## Temat miesiąca

### Gospodarka silniejsza od polityki

#### Rok 2005 – bilans dość pozytywny

Pomimo nieoczekiwanego, szczególnie jeśli chodzi o skalę, spowolnienia wzrostu gospodarczego w pierwszej połowie minionego roku, rok 2005 można uznać za udany dla polskiej gospodarki. W drugiej połowie roku nastąpiła znacząca poprawa wskaźników aktywności ekonomicznej, a towarzyszyło temu duże zrównoważenie rozwoju ekonomicznego – bardzo niska inflacja i bardzo dobre wyniki bilansu płatniczego. Oczywiście to zrównoważenie wynikało po części z gorszych wyników ekonomicznych na początku roku, gdyż niski popyt wewnętrzny znalazł swoje odzwierciedlenie w niskiej (jeśli w ogóle) presji na wzrost cen i prawdopodobnie „wypychał” część krajowej produkcji na eksport, mimo silnego złotego. Wbrew prognozom z początku 2005 roku, nastąpiło spowolnienie wzrostu inwestycji, choć znaczący wpływ na rezultat całego roku będą miały wyniki pierwszego kwartału. W dalszej części roku było już tylko lepiej, jednak oczekiwania na osiągnięcie dwucyfrowego tempa wzrostu inwestycji w minionym roku nie spełniły się i wciąż pozostaje pytanie czy nastąpi ono w 2006 roku.

Zauważmy, że pierwsza połowa minionego roku była gorsza niż oczekiwania ze względu na bardziej znaczące od spodziewanego odreagowanie efektu unijnego, który nastąpił w 2004 roku. O ile w roku 2004 spora część wskaźników ekonomicznych była powyżej prognoz (wzrost PKB, wzrost popytu krajowego, inflacja), to w roku 2005 nastąpił efekt odwrotny. Weszliśmy już jednak w okres wyczyszczony z tzw. efektu bazy polegającego na wpływie wejścia Polski do Unii Europejskiej, tak więc można powiedzieć, że ostatnie statystyki, oraz co ważniejsze statystyki w roku 2006 pokażą prawdziwy obraz polskiej sytuacji ekonomicznej. Z tego punktu widzenia, pozytywnym faktem jest, że następuje powrót do długofalowego trendu wzrostu gospodarczego, choć nie spodziewamy się dalszego znacznego przyspieszenia wzrostu PKB do powyżej 5% w 2006 roku.

Rok wyborczy przyniósł rozstrzygnięcia na scenie politycznej, które okazały się dość nieoczekiwane dla większości uczestników rynków finansowych, ale chyba również dla uczestników życia politycznego. Nowa sytuacja polityczna nie przyniosła na razie istotnych konsekwencji (pozytywnych bądź negatywnych) dla polityki gospodarczej, szczególnie, że budżet na 2006 przygotowany był w znacznej mierze przez poprzedników. Utrzymujemy naszą opinię, że

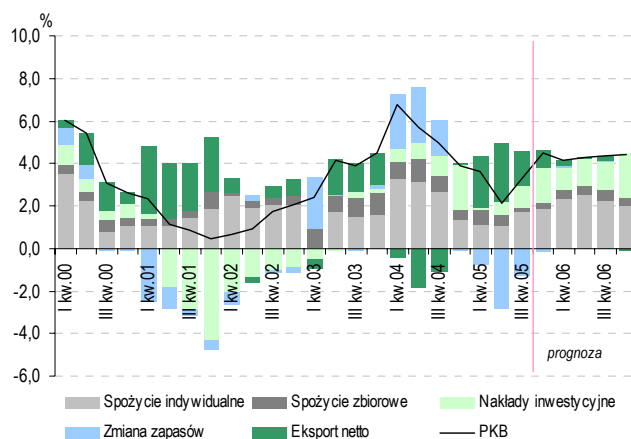
prawdziwym testem zarówno dla rządu jak i dla parlamentu będzie budżet na 2007 rok (przy czym na razie nie wiadomo, czy będzie to zadanie dla rządu i Sejmu tej, czy następnej kadencji). Jak na razie sytuacja fiskalna jest korzystna, a dzięki znacznym wpływom podatkowym (co warto podkreślić, nastąpiło to pomimo wolniejszego od oczekiwań wzrostu gospodarczego), budżet na 2005 rok zrealizowany został bez problemów. Na tej tylko podstawie nie możemy jednak zapominać o problemach związanych z poziomem długu publicznego, który jest wciąż blisko poziomów bezpieczeństwa zapisanych w ustawie o finansach publicznych, choć wszystko wskazuje na to, że uda się uniknąć ich przekroczenia w kolejnym roku, tym bardziej, że nastąpiła zmiana definicji długu. Wciąż jednak widzimy problem z finansami publicznymi w średnim okresie, wynikający z tego, że tzw. kotwica Mecha to zbyt mało ambitny plan, a ponadto można odnieść wrażenie, że rząd nie jest przygotowany na scenariusz bardziej negatywny od (bardzo) optymistycznego podstawowego, opartego na założeniu znacznego przyspieszenia wzrostu gospodarczego i zmianie sposobu klasyfikacji OFE przez stronę unijną.

#### 2006 – szybszy wzrost i popyt krajowy

W 2006 roku oczekujemy przyspieszenia wzrostu gospodarczego do 4,3% w porównaniu z prognozowanym ok. 3,5% na rok miniony. Jednocześnie będzie to prawdopodobnie wzrost ze znacznie większym udziałem popytu krajowego, zarówno jeśli chodzi o inwestycje jak i konsumpcję prywatną. Argumenty za przyspieszeniem wzrostu inwestycji są powszechnie znane (świetne wyniki przedsiębiorstw, które znajdują odzwierciedlenie w postaci wysokiego stanu depozytów firm na rachunkach bankowych, szybszy wzrost popytu, niższe stopy procentowe, wykorzystywanie funduszy unijnych etc.), jednak część z nich w większym lub mniejszym stopniu występowała już w roku minionym, a wyniki inwestycji mimo to rozczarowywały. Można wręcz zaryzykować stwierdzenie, że nastąpiło pewne „zmęczenie” prognozowaniem przyspieszenia inwestycji w znaczącej skali. Może warto więc, pomimo wielu pozytywnych sygnałów, pozostać nieco ostrożnym jeśli chodzi o skalę przyspieszenia tego wskaźnika na rok bieżący? Takie właśnie podejście prezentujemy prognozując wzrost o nieco ponad 8% w 2006 r., podczas gdy wielu ekonomistów widzi szansę na wzrost dwucyfrowy. Konsumpcja będzie również przyczyniać się do przyspieszenia wzrostu popytu krajowego. Takie oczekiwania uzasadnione są po pierwsze kontynuacją poprawy sytuacji na rynku pracy, poprawy co prawda stopniowej, lecz zauważalnej zarówno w przyspieszeniu

plac w sektorze przedsiębiorstw (mimo efektów jednorazowych występujących pod koniec 2005 roku widać zmianę na lepsze), jak i wzrost zatrudnienia (i spadku stopy bezrobocia, który będzie kontynuowany). Po drugie, czynnikiem wspierającym wzrost konsumpcji prywatnej będzie istotny czynnik jednorazowy w postaci waloryzacji rent i emerytur – dodatkowe ponad 6 mld złotych skierowane do grupy osób o dużej skłonności do konsumpcji i niskiej skłonności do oszczędzania. W rezultacie, według naszych szacunków popyt krajowy może przyspieszyć do ok. 4%, co powinno wiązać się w jakimś zakresie z szybszym wzrostem importu i zmniejszeniem wkładu eksportu netto do wzrostu PKB. Oczekujemy jednak, że eksport wciąż będzie wyraźnie rósł, a udział eksportu netto w PKB nie powinien być ujemny (przynajmniej znacząco). W zasadzie, to właśnie w lepszym wyniku eksportu upatrujemy szansy na tempo wzrostu gospodarczego szybsze niż zakłada nasza prognoza na 2006 rok. Zdajemy sobie jednak sprawę, że będzie to w pewnej mierze zależało od poziomu kursu złotego - jeśli złoty będzie (zbyt) mocny, obniżając opłacalność eksportu, to przy coraz szybszym wzroście popytu krajowego, może nastąpić reorientacja na rynek krajowy. Dotyczyć to może oczywiście tylko części eksportu (część eksportu, być może już znaczna, np. eksport realizowany w ramach dużych międzynarodowych koncernów, jest nieczuła zarówno na zmiany popytu krajowego jak i kurs walutowy), jednak zauważyć warto, że jedną z prawdopodobnych motywacji do eksportu, która w jakiejś mierze istniała w 2005 roku, był niewystarczający popyt na rynku krajowym.

#### Udział składników popytu we wzroście PKB



Źródło: GUS, szacunki własne

#### ... ale ryzyko dla wzrostu cen raczej umiarkowane

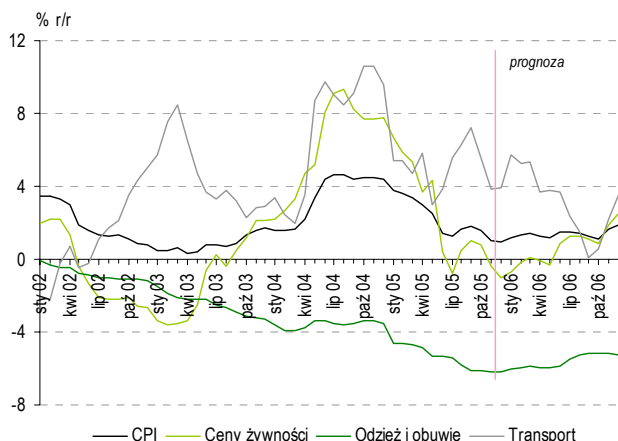
Inflacja w roku 2005 była znacznie niższa od oczekiwań pomimo dalszego znacznego wzrostu cen ropy naftowej, który neutralizowany był w pewnym zakresie przez mocnego złotego wobec dolara. Z pewnością wpływ na to miał pozytywny rozwój sytuacji na rynku żywności (nie

ma podstaw, żeby nie oczekiwać względnie dobrej sytuacji również w roku 2006), jednak nawet jeśli wyłączymy z koszyka inflacyjnego paliwa oraz żywność, to inflacja netto pokazuje kompletny brak presji na wzrost cen. Najwyraźniej jest szansa, że na koniec 2005 roku wszystkie miary inflacji (PPI, CPI, inflacja bazowa, a być może nawet oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych) będą nie tylko poniżej celu inflacyjnego, ale również poniżej dopuszczalnego pasma odchyłeń wokół celu. Przy tak zaskakującym scenariuszu inflacyjnym nie dziwi rzecz jasna fakt obniżek stóp procentowych dokonanych przez Radę Polityki Pieniężnej. Decyzje o obniżkach stóp i utrzymaniu łagodnego nastawienia nie były odzwierciedleniem jakiejś szczególnej „gołębiości” Rady, ale raczej odzwierciedlały zmiany oczekiwanej sytuacji gospodarczej.

Rozpoczęcie nowego roku z inflacją na bardzo niskim poziomie stawia bank centralny w dość komfortowej sytuacji, tym bardziej, że nie widać znaczących zagrożeń dla wzrostu inflacji powyżej celu inflacyjnego w perspektywie oddziaływania polityki pieniężnej. Nawet przy przyspieszającym popycie krajowym nie widzimy istotnych ryzyk dla znaczącego wzrostu inflacji. Co prawda będziemy mieli do czynienia ze sporą ilością podwyżek cen regulowanych, ale podobnie było w tym roku, więc nie wpłynie to zasadniczo na roczny wskaźnik inflacji konsumenta. Jak zwykle kluczowymi i w znacznym stopniu nieprzewidywalnymi czynnikami dla kształtowania się inflacji CPI będą ceny żywności i ceny paliw. Te pierwsze, przynajmniej przez pierwszą część roku powinny zachowywać się korzystnie z punktu widzenia inflacji, na co wpływać może kontynuacja tzw. efektu Putina (blokada eksportu żywności do Rosji, zwiększająca podaż na rynku krajowym i obniżająca ceny), ale też kształtowanie się cen w całym regionie (tzw. świński dołek). W dalszej części roku sytuacja będzie zależała w dużej mierze od zbiorów zbóż. Zakładamy scenariusz, który można nazwać dość neutralnym z punktu widzenia inflacji, przy którym ceny żywności w 2006 r. rosą średnio o ok. 1% r/r. Z kolei wzrost cen transportu prognozujemy na poziomie ok. 3% r/r, na co składają się oczekiwania co do cen ropy na rynkach światowych, prognozy kształtowania się kursu złotego do dolara oraz ocena możliwości przełożenia ewentualnego wzrostu cen na rynkach światowych na polski rynek detaliczny (przełożenie to może być większe niż w 2005 roku na skutek większego popytu, choć raczej nie na tyle, aby stwarzać znaczące zagrożenie wzrostu cen). W rezultacie, nasza prognoza inflacji netto, która to miara pokazuje jaka jest presja inflacyjna niezależna od czynników podażowych, wskazuje na utrzymanie się dość korzystnej sytuacji z punktu

widzenia banku centralnego. Inflacja netto kształtować się może bowiem poniżej 2% przez cały 2006 rok.

### Zmiany wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych



Źródło: GUS, szacunki własne

### Stopy NBP z potencjałem do spadku

W nowy rok Rada Polityki Pieniężnej wchodzi z nastawieniem łagodnym, które naszym zdaniem dobrze odzwierciedla obecną i oczekiwaną sytuację ekonomiczną. Niemniej jednak, przez cztery ostatnie miesiące 2005 roku Rada utrzymywała stopy procentowe na niezmiennym poziomie 4,5%. Wprawdzie przestrzeń do dalszego rozluźniania polityki pieniężnej nie wydaje się już znaczna, nie wykluczamy jednak, że w pierwszym kwartale tego roku zobaczymy kolejną obniżkę stóp procentowych, jeśli okaże się, że inflacja utrzymuje się na bardzo niskim poziomie (poniżej 1% w grudniu 2005), a przyspieszenie płać okaże się przejściowe. W dalszej części roku przebieg polityki pieniężnej będzie zależał w pewnej mierze od planów fiskalnych rządu i ich wpływu na rynki finansowe. W skrajnym przypadku nie można nawet wykluczyć podwyżek stóp procentowych w drugiej połowie roku. Naszym zdaniem jednak, podwyżki, które jeszcze niedawno wyceniał rynek finansowy w perspektywie 6-9 miesięcy, są nie do końca uzasadnione biorąc pod uwagę obecne pozytywne perspektywy inflacyjne. Pierwsze decyzje Rady w 2006 roku będą zależały również od nowej projekcji inflacji i wzrostu gospodarczego, które będą częścią styczniowego *Raportu o inflacji*, pierwszego raportu nadzorowanego bezpośrednio przez prezesa banku centralnego. Wnioski tego raportu odnośnie średnioterminowych perspektyw inflacji pomogą Radzie ocenić, jaki poziom stopy procentowej jest dziś wystarczający do utrzymania inflacji na poziomie celu inflacyjnego, przy jednoczesnym minimalizowaniu wahań wzrostu gospodarczego. Na dzień dzisiejszy większość w Radzie kształtuje się w taki sposób, że nie można wykluczyć w najbliższych miesiącach obniżki stóp procentowych, a najlepiej świadczy o tym komunikat po grudniowym posiedzeniu.

Dla niektórych członków RPP argumentem przeciwko obniżkom jest fakt, że następuje wzrost stóp procentowych za granicą (oczekujemy, że stopy oficjalne w USA i strefie euro wzrosną odpowiednio do 4,75% i 2,75% w grudniu 2006). Naszym zdaniem jednak, nawet jeśli wpłynęłoby to na inflację w naszym kraju poprzez mniejszą atrakcyjność lokowania w Polsce inwestycji portfelowych, to ewentualne osłabienie złotego z tym związane oznaczałoby, z punktu widzenia Rady, powrót złotego do poziomu oczekiwanego w projekcji inflacji, co jeszcze nie oznacza ryzyka dla przekroczenia na trwałe (jeśli w ogóle) celu inflacyjnego NBP. Sytuacja w Polsce jest o tyle inna, że Europejski Bank Centralny podwyższa stopy procentowe gdyż inflacja jest powyżej celu, a Fed podwyższa stopy z poziomu bardzo niskiego, w naturalnym procesie powrotu do poziomu bardziej uzasadnionego fundamentalnie przy danym wzroście gospodarczym i z inflacją również przekraczającą poziom uznawany za komfortowy. Pamiętajmy, że o ile stopy procentowe były na świecie bardzo niskie i jest tam z czego je podwyższać, to w Polsce raczej nie można powiedzieć, aby stopy procentowe charakteryzowały się poziomem niskim w stosunku do krajowej sytuacji gospodarczej lub w porównaniu do innych krajów regionu.

Naszym zdaniem, dodatkowym wyzwaniem będzie dla Rady zmiana sposobu komunikacji z rynkami finansowymi, w związku z porzuceniem nastawienia w polityce pieniężnej jako narzędzia komunikacji. Oznacza to, że w swoich komunikatach RPP powinna w bardziej szczegółowy sposób przedstawiać czynniki ryzyka (bądź jego braku) dla inflacji i wzrostu. Jak do tej pory nie było to mocną stroną Rady, szczególnie że niektóre komunikaty były na tyle „jastrzębie”, że gdyby nie obowiązujące łagodne nastawienie można było pomyśleć że Rada gotowa była podnosić stopy procentowe (choć nie wiadomo do końca dlaczego). Dodatkowo, pod koniec roku 2006 będziemy mieli do czynienia z istotną zmianą personalną w postaci powołania nowego prezesa NBP i jednocześnie przewodniczącego Rady Polityki Pieniężnej. Pojawia się w związku z tym pytanie, na ile perspektywa tej zmiany może zmienić układ sił w podzielonej na co najmniej dwie frakcje RPP.

### Rynki finansowe – wzrost rentowności, mocny złoty

Ponieważ na polski rynek finansowy, zarówno rynek obligacji jak i walutowy, znaczny wpływ ma sytuacja na rynkach zagranicznych, należy uważnie się temu przyglądać. Oczekujemy, że przez znaczną część nowego roku dolar będzie wahał się wobec euro w przedziale 1,20-1,25, co będzie wynikiem wygasania oczekiwań na kolejne podwyżki stóp procentowych przez

Fed z jednej strony, a podwyżkami stóp procentowych w strefie euro z drugiej. Jednakże, znaczące odbicie euro (powyżej poziomu 1,25) raczej nie powinno mieć miejsca, gdyż obawy związane ze znaczną nierównowagą zewnętrzną gospodarki amerykańskiej zmniejszyły się na skutek napływu na rynek amerykański znaczącej ilości kapitału, która z łatwością finansuje deficyt handlowy.

Główną siłą napędową zmian rentowności za granicą były w ostatnim czasie oczekiwania na podwyżki stóp procentowych przez Fed. W związku z tym, że kolejne podwyżki będą raczej skoncentrowane w pierwszej połowie roku (w skali dziś nie wycenianej wg nas w pełni przez rynek), powinno to pociągnąć za sobą wzrost rentowności obligacji amerykańskich (do ok. 4,8% w segmencie 5-10 lat i nawet do 5% dla obligacji długoterminowych 30-letnich). Jest to o tyle prawdopodobne, że gospodarka amerykańska nie powinna okazywać specjalnych oznak słabości, rosnąc w tempie zbliżonym do obserwowanego w 2005 roku (ok. 3,5%). Wzrost gospodarczy powinien natomiast przyspieszyć w strefie euro (z ok. 1,5% do ok. 2%), co w połączeniu z rozpoczętymi podwyżkami stóp procentowych powinno wywołać podobny ruch w górę rentowności, jak w przypadku obligacji amerykańskich. Tak więc, sytuacja na rynkach międzynarodowych nie będzie wspierała polskiej krzywej rentowności, a kurs EURUSD będzie dla polskiego rynku walutowego dość neutralny ze wskazaniem raczej na słabość dolara wobec euro, co akurat dla polskiej gospodarki byłoby korzystne.

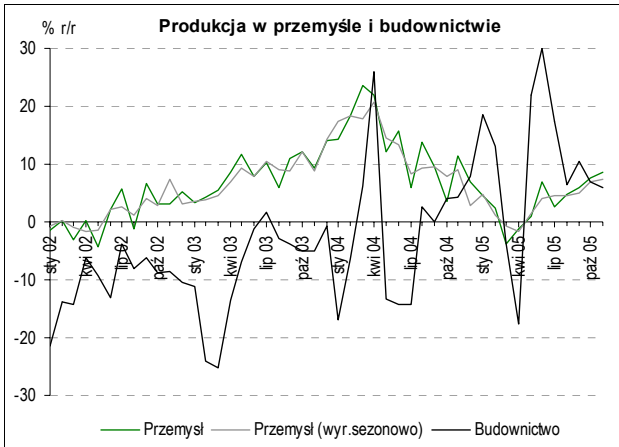
W 2005 roku skala umocnienia złotego przekroczyła większość oczekiwań, szczególnie pod koniec roku, kiedy to najpierw oczekiwano okołowyborczej korekty, a następnie osłabienia złotego na skutek innego od oczekiwań scenariusza politycznego. Nasza średnioroczna prognoza kursu złotego wobec euro na miniony rok wynosiła rok temu 4,13 i nie jest tak bardzo oddalona od rzeczywistej wartości (4,02) biorąc pod uwagę, że nastąpiło naprawdę znaczne umocnienie (z poziomu ponad 4,5). Na tę różnicę wpłynęła w szczególności końcówka roku, kiedy to minister finansów swoimi transakcjami wymiany walut na rynku doprowadził do znaczącego (i niepotrzebnego) wzrostu wartości polskiej waluty. Co prawda ostatnio premier Kazimierz Marcinkiewicz i nowa wiceminister finansów Zyta Gilowska zadeklarowali, że resort finansów podejmie działania zmierzające do osłabienia złotego (czyli najprawdopodobniej przestanie sprzedawać waluty na rynku), ale na razie nie jest to pewne, więc istnieje ryzyko dla naszej prognozy średniorocznego kształtowania kursu EURPLN (3,97) na rzecz

silniejszego złotego, szczególnie na początku 2006 roku. Jednocześnie jednak uważamy, że na polskim rynku finansowym powinno być wyceniane podwyższone ryzyko polityczne, czy to w kontekście możliwych wcześniejszych wyborów, czy to za sprawą chęci niektórych partii politycznych do ograniczenia niezależności banku centralnego.

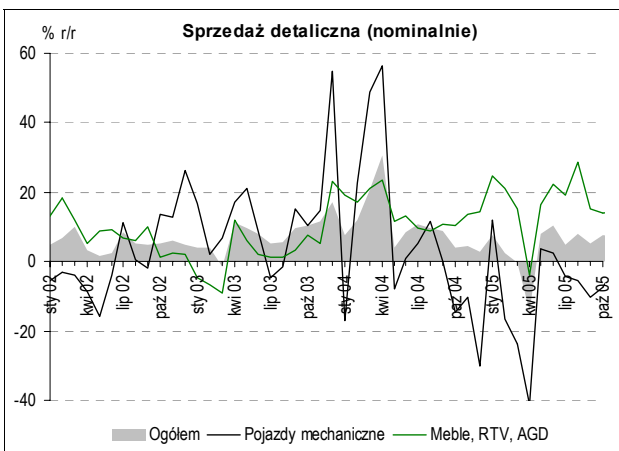
W ubiegłym roku wraz z obniżkami oficjalnych stóp procentowych spadały również rentowności obligacji. Ponieważ obniżki stóp NBP były w dużej mierze nieoczekiwane, zaskakująca była również skala umocnienia na rynku długu. Osiągając swoje minimalne wartości pod koniec trzeciego kwartału, rentowności rozpoczęły ruch w górę, co było z jednej strony odzwierciedleniem sytuacji na rynkach światowych, ale również uwzględnieniem zwiększonego ryzyka fiskalnego w średniej perspektywie (spread 5X5 wzrósł o 44 pb w ciągu IV kwartału). W 2006 roku sytuacja na polskim rynku obligacji powinna być o tyle ciekawa, że już w pierwszej połowie roku rynki międzynarodowe mogą wywierać presję na wzrost rentowności, podczas gdy w kraju wciąż można oczekiwać, że rynki finansowe będą z pewnym prawdopodobieństwem uwzględniały możliwość obniżki stóp procentowych przez NBP. W związku z tym, pozostaje nam utrzymać opinię, że krzywa rentowności powinna być bardziej stroma z generalną tendencją do wzrostu rentowności w przyszłym roku. O ile na początku roku rentowności pozostaną zapewne na poziomach zbliżonych do notowanych w grudniu 2005, w dalszej części roku ich wzrostowi sprzyjać będą: podwyżki stóp oficjalnych i wzrost rentowności na świecie, definitywne zakończenie cyklu obniżek stóp w Polsce, niepewność co do kształtu polityki fiskalnej w średnim terminie oraz ryzyko polityczne.

***Tabele z prognozami zmiennych makro-ekonomicznych znajdziecie Państwo jak zwykle na ostatnich stronach raportu.***

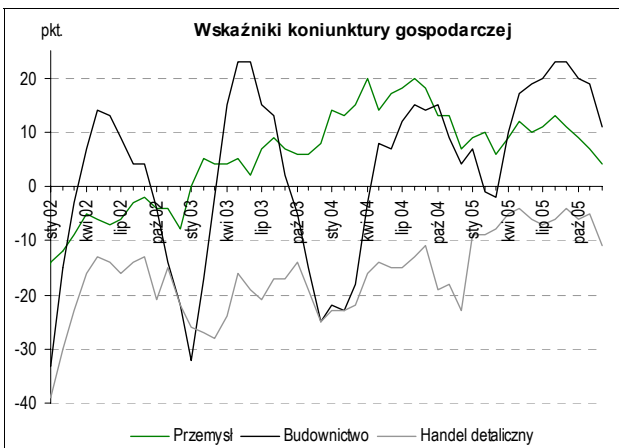
## Gospodarka Polski

**Wysoki wzrost produkcji**

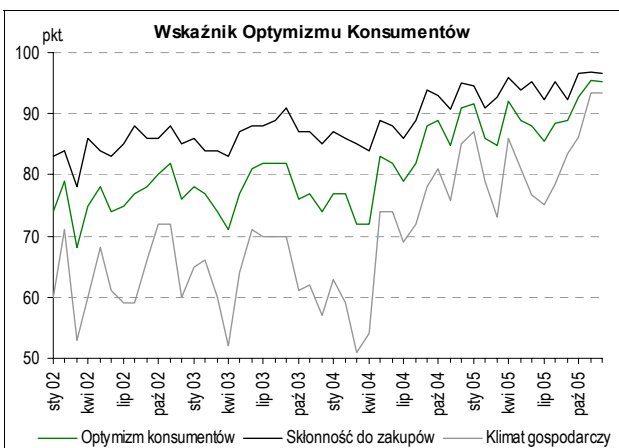
- Wzrost produkcji przemysłowej w listopadzie był silniejszy niż oczekiwał rynek i wyniósł prognozowane przez nas 8,5% r/r.
- Listopadowy wzrost był najwyższy w tym roku, co dotyczy również danych wyrównanych sezonowo (wzrost o 7,4% r/r).
- Przypomnijmy, że średni wzrost produkcji w trzecim kwartale wyniósł 4,4% (4,8% dla danych wyrównanych sezonowo), co oznacza, że dwa ostatnie miesiące wskazują na znaczną poprawę aktywności ekonomicznej.
- Produkcja budowlano-montażowa wskazała na pewne spowolnienie w listopadzie (do 5,9% r/r z 6,8% w październiku i 11,4% w III kwartale), co w pewnej mierze związane było z efektem wysokiej bazy (silne ożywienie budownictwa pod koniec 2004 r.). Pozytywną wiadomością był wzrost produkcji w sektorze budowlanym wyrównany sezonowo 8,6% r/r.

**Sprzedaż detaliczna poniżej oczekiwań, ale wysoka**

- Sprzedaż detaliczna w listopadzie wzrosła nominalnie o 7,3% r/r. Był to wynik słabszy od najmniej optymistycznej prognozy, ale nie jest to rezultat dramatycznie zły i nie zmienia on dobrej oceny ogólnej sytuacji gospodarczej w IV kwartale ub.r.
- Struktura wzrostu sprzedaży detalicznej nie uległa większym zmianom, większość komponentów zanotowała wzrost.
- Mimo, że na tle oczekiwań dane o sprzedaży detalicznej były mniej imponujące niż wskaźnik produkcji przemysłowej, to jego skala i tak daje powody do optymizmu. Realny wzrost sprzedaży detalicznej wyniósł w listopadzie 6,4% r/r w porównaniu ze wzrostem o 5,7% r/r w październiku i 3,9% r/r w III kwartale br. Wynikało to częściowo ze spadku inflacji w ostatnich miesiącach. W sumie dane wsparły oczekiwania na wzrost PKB w IV kwartale na poziomie ok. 4,5%.

**Mieszane wyniki badań koniunktury GUS**

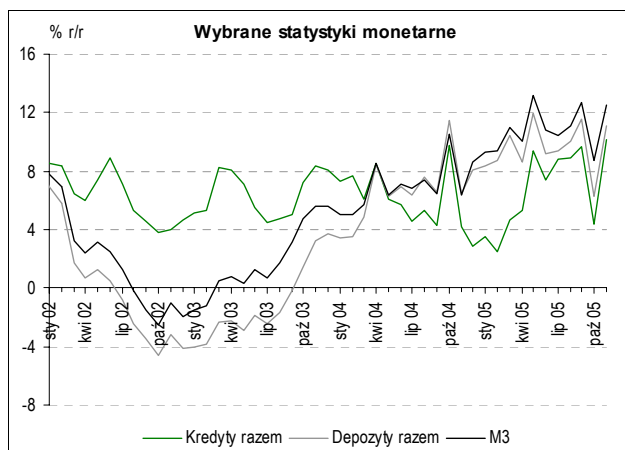
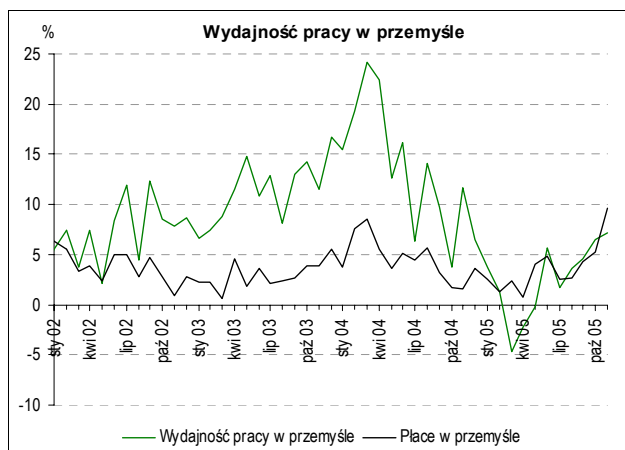
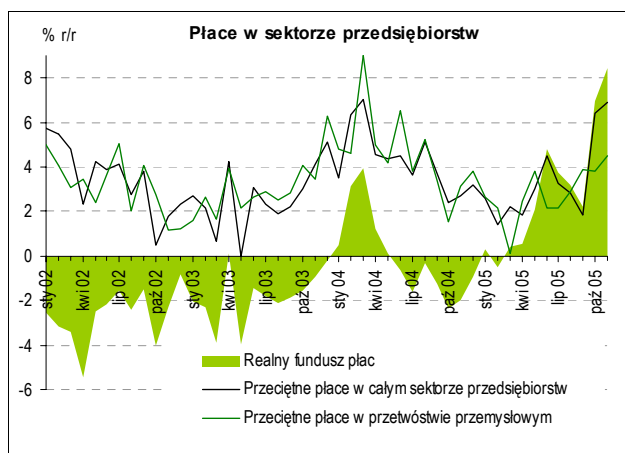
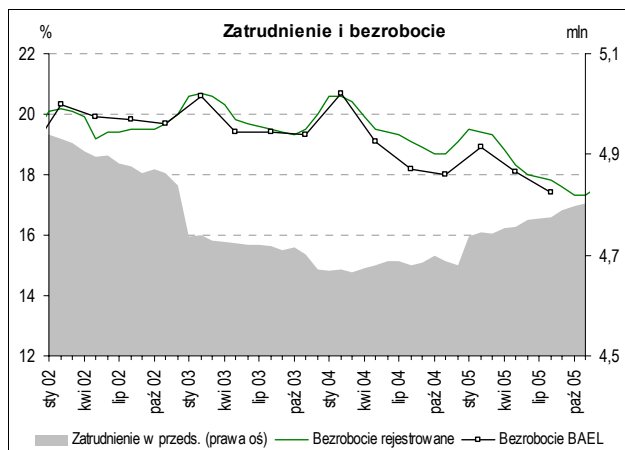
- Grudniowe wskaźniki koniunktury pokazały pewne pogorszenie w przemyśle (zarówno w ujęciu rocznym, jak i miesięcznym), ale poprawę w budownictwie i handlu detalicznym w porównaniu z grudniem 2004.
- Pogorszenie w przetwórstwie (choć indeks pozostaje dodatni) jest zaskakujące biorąc pod uwagę świetne wyniki produkcji, jednak opinie przedsiębiorców wskazują na mniejsze zamówienia, mniejszą produkcję i gorszą sytuację finansową.
- Być może silny złoty zaczął wpływać na ocenę obecnej i przyszłej sytuacji ekonomicznej przez firmy, tym bardziej, że niższa ocena portfela zamówień wynika z nieznacznie większego pesymizmu przedsiębiorców w zakresie portfela zamówień zagranicznego niż krajowego. Miejmy nadzieję, że nie znajdzie to odzwierciedlenia w decyzjach inwestycyjnych.

**Dobre wróżby**

- Na dobrą kondycję gospodarki pod koniec 2005 r. wskazują inne badania koniunktury i nastrojów w gospodarce.
- Indeks aktywności sektora wytwórczego (PMI) zanotował w grudniu 7. z rzędu wzrost, osiągając 54,5 pkt, czyli najwięcej od 19 miesięcy. Badanie pokazało istotną rolę popytu zewnętrznego (zamówienia eksportowe rosną szybciej niż krajowe).
- Wskaźnik wyprzedzający koniunktury przygotowywany przez Bureau for Investments and Economic Cycles zanotował drugi z rzędu silny wzrost (o 1,5 pkt proc.).
- Nastroje konsumentów w grudniu prawie nie uległy zmianie w porównaniu z listopadem i po raz kolejny były lepsze niż w analogicznym okresie rok wcześniej. Niewątpliwie jednym z czynników, które na to wpływają jest systematyczna poprawa sytuacji na rynku pracy.

Źródło: GUS, szacunki własne

## Gospodarka Polski



## Nieustanny wzrost popytu na pracę

▪ Stopa bezrobocia rejestrowanego w listopadzie pozostała bez zmian na poziomie 17,3% (spadek o 1,4 pkt proc. r/r), a liczba bezrobotnych zmniejszyła się o 7,5% r/r. Nawet jeśli w grudniu stopa bezrobocia sezonowo wzrosła do 17,7%, to roczne tempo jej redukcji przyspieszy do 1,5 pkt proc.

▪ Na spadek bezrobocia (do 17,4% w III kw. z 18,2% w III kw. rok wcześniej) wskazały również kwartalne dane BAEL. Liczba bezrobotnych w III kw. ub.r. była wg BAEL o 890 tys. osób (2,9%) mniejsza niż rok wcześniej, a liczba pracujących zwiększyła się o 385 tys. (o 2,8% - najsilniej w historii badań).

▪ Wzrost przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw był większy niż przewidywano i wyniósł 0,1% m/m i 2,4% r/r. Oznacza to, że popyt na pracę rośnie coraz szybciej. Oczekujemy utrzymania tego trendu w 2006 r.

## Bardzo wysoki wzrost płac, ale raczej przejściowy

▪ Przeciętne wynagrodzenie w sektorze firm zwiększyło się w listopadzie o 5,5% m/m i 6,9% r/r. W rezultacie, biorąc pod uwagę skalę wzrostu zatrudnienia, fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw zwiększył się o 9,5% r/r nominalnie i 8,4% r/r realnie, osiągając największą dynamikę odkąd dostępne są porównywalne dane (styczeń 2001).

▪ Listopadowy wzrost płac przekroczył oczekiwania rynku na poziomie 3,8% r/r. Wy tłumaczenie wyraźnie szybszego od prognoz wzrostu wynagrodzeń zawierały szczegółowe dane o jego strukturze według poszczególnych sekcji i gałęzi sektora przedsiębiorstw.

▪ Pokazały one, że silny wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw w listopadzie był związany z sytuacją w sektorze górniczym (wzrost o 41,2% r/r). Tymczasem wzrost płac w przetwórstwie przemysłowym wyniósł 4,5% r/r wobec 3,8% r/r w październiku i 2,6% r/r w okresie styczeń-październik, co powinno być postrzegane jako pozytywna wiadomość z punktu widzenia możliwego wzrostu prywatnej konsumpcji, ale raczej nie stwarzająca istotnego zagrożenia dla perspektyw inflacji.

▪ Jeśli chodzi o dynamikę płac w najbliższej przyszłości najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest ponowne spowolnienie w grudniu do ok. 4,5% r/r. Niemniej, faktem jest, że od wielu miesięcy mamy do czynienia z coraz silniejszą poprawą sytuacji na rynku pracy, które wynika z utrzymującej się dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw i rosnącej aktywności ekonomicznej.

▪ Należy zwrócić uwagę, że szybki wzrost płac w przemyśle jest zbliżony do tempa wzrostu wydajności pracy w przemyśle, które ostatnio również przyspieszało. Oznacza to, że szybszy wzrost płac nie powinien spowodować istotnej presji na wzrost cen.

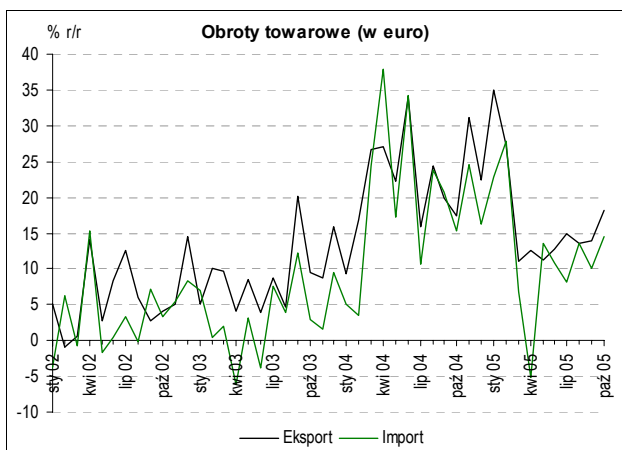
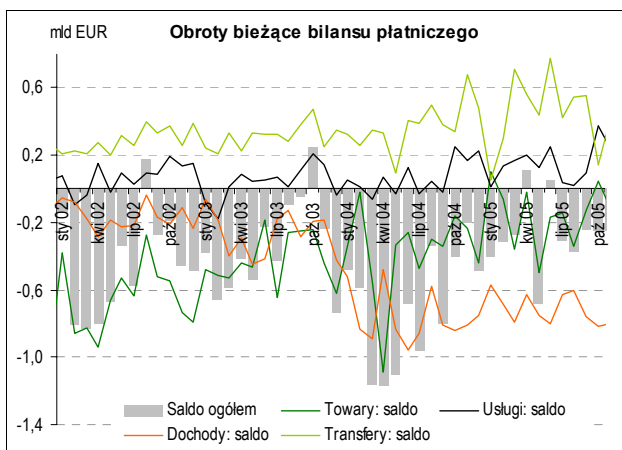
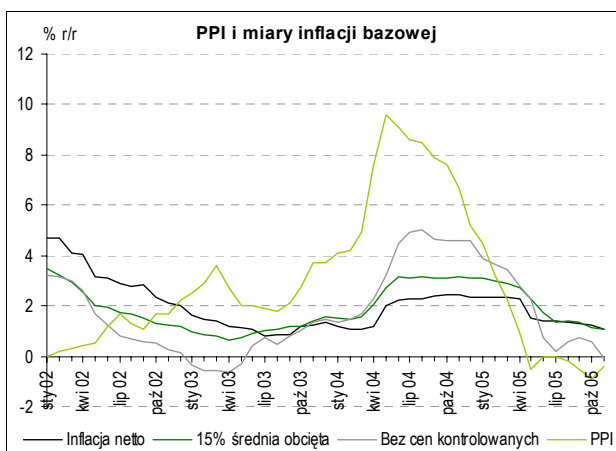
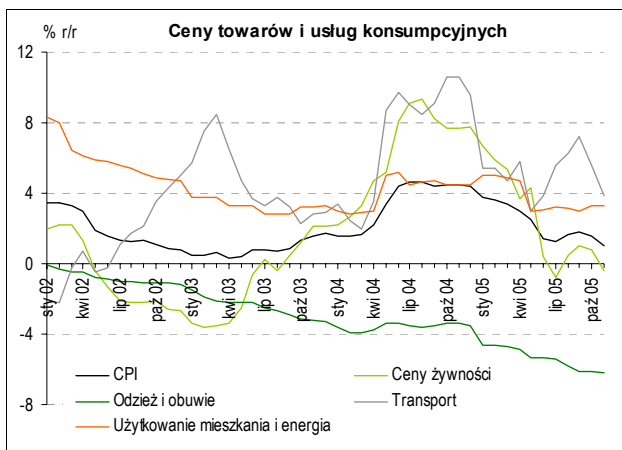
## Pieniądz wraca do trendu wzrostowego

▪ Roczna dynamika podaży pieniądza przyspieszyła w listopadzie do 12,5% z poziomu 8,7% w październiku. Oznacza to powrót do trendu obserwowanego do października, gdy nastąpiło jednorazowe załamanie wskaźników na skutek efektu bazy statystycznej (prywatyzacja PKO BP w październiku 2004).

▪ Wzrost depozytów ogółem wyniósł 11% r/r wobec średniego wzrostu o 9,5% od stycznia do października. Depozyty ogółem rosły nadal w dużej mierze za sprawą przyrostu lokat firm (20,4% r/r), podczas gdy depozyty ludności rosły słabiej (4,5 r/r).

▪ Tempo wzrostu kredytów ogółem przyspieszyło do 10,1% r/r, w tym kredyty dla ludności o 19,7% r/r, a kredyty dla firm o 1,6% r/r. W sumie statystyki pieniężne świadczą o przyspieszeniu gospodarki, ale bez oznak nadmiernego popytu. Umiarkowany wzrost kredytów netto dla firm nienajlepiej wróży inwestycjom.

## Gospodarka Polski

**Nieoczekiwanie silny spadek inflacji**

- Inflacja spadła w listopadzie do 1,0% z poziomu 1,6% w październiku, po spadku cen o 0,2% m/m. Wynik był znacznie poniżej oczekiwań rynkowych i naszej prognozy (1,3% r/r).
- Najważniejszą przyczyną takiego wyniku były o wiele niższe niż oczekiwano ceny żywności i paliw.
- Spodziewamy się, że tak długo jak będzie obowiązywał zakaz eksportu polskiej żywności do Rosji, a silny złoty będzie ograniczał wzrost cen paliw, inflacja pozostanie bardzo niska.
- Zachowanie cen w innych kategoriach niż żywność i paliwa wskazuje na całkowity brak presji inflacyjnej i nie daje powodów sądzić, że może się ona pojawić w istotnym zakresie w przewidywalnej przyszłości. Aktywność ekonomiczna przybiera na sile a jednocześnie wzrost cen słabnie. W grudniu wzrost CPI wyniesie wg naszych prognoz tylko 0,9% r/r.

**PPI oraz inflacja bazowa potwierdzają brak presji na ceny**

- PPI w listopadzie był bardzo bliski oczekiwaniom, rosnąc tylko o 0,1% m/m, za sprawą wzrostu cen w górnictwie o 2,4% m/m. Ceny w przetwórstwie przemysłowym po raz kolejny spadły (o 0,1% m/m). W ujęciu rocznym PPI spadł czwarty miesiąc z rzędu (o 0,4%) i chociaż jest bardzo prawdopodobne, że w kolejnych miesiącach roczna dynamika PPI będzie dodatnia, to wzrost PPI o powiedzmy 1,5% r/r w I kwartale br. nie powinien być postrzegany jako ryzykowne zjawisko dla przyszłej inflacji.
- Pozytywne perspektywy inflacyjne potwierdzone zostały przez dane o inflacji bazowej. Inflacja netto spadła w listopadzie do 1,1% r/r, a druga najistotniejsza miara (15% średnia obciąża) spadła do 1%. Pozostałe trzy miary znalazły się w przedziale od -0,1% do 0,7% r/r. Tak niski poziom inflacji bazowej (eliminującej czynniki egzogeniczne) świadczy o braku presji na wzrost cen.

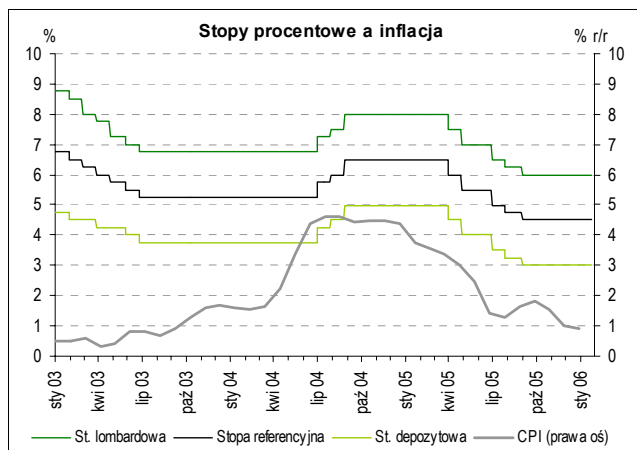
**Trwa ekspansja eksportu, ale rosną obawy o siłę złotego**

- Dane Narodowego Banku Polskiego na temat bilansu płatniczego za październik pokazały, że deficyt obrotów bieżących delikatnie wzrósł do poziomu 253 mln € z 245 mln € we wrześniu, ale spadł wobec 407 mln € w analogicznym okresie poprzedniego roku.
- Skumulowany 12-miesięczny deficyt obrotów bieżących w relacji do PKB obniżył się po październiku do 1,4% z 1,5% miesiąc wcześniej, potwierdzając, że pozycja zewnętrzna Polski jest korzystna i nadal się poprawia.
- Do osiągnięcia niskiego deficytu obrotów bieżących przyczyniła się przede wszystkim nadwyżka w obrotach towarowych, które osiągnęła 44 mln €. To dopiero druga nadwyżka handlowa od początku publikowania przez NBP porównywalnych danych o bilansie płatniczym (styczeń 2000). O ile spodziewaliśmy się utrzymania wysokich obrotów eksportu pomimo umocnienia złotego, ich wzrost nieoczekiwanie przyspieszył do 18,2% r/r (a wartość eksportu osiągnęła rekordowy poziom 7,38 mld €). Wzrost importu był bardzo bliski naszej prognozie i osiągnął 14,6% r/r (przy obrotach 7,34 mld €).
- Co więcej, wysoki był nie tylko eksport towarów, ale też usług (1,28 mld €). W efekcie, na rachunku usług zanotowano rekordową nadwyżkę na poziomie 372 mln €. Saldo dochodów zamknęło się deficytem 814 mln € (za sprawą nadal wysokich wypłat dywidend dla udziałowców zagranicznych), a rachunek transferów bieżących miał nadwyżkę 145 mln €.
- W sumie, dane wskazują na wysoki poziom aktywności gospodarczej, napędzany zarówno przez popyt zewnętrzny jak i krajowy. Powstaje jednak pytanie, czy wkrótce nie pojawią się z pewnym opóźnieniem efekty umocnienia złotego. Mogą się one przejawiać spadkiem wolumenu eksportu i/lub obniżeniem aktywności inwestycyjnej.

Źródło: GUS, NBP, szacunki własne



## Pod lupą: Bank centralny



### Fragmety komunikatu RPP z dnia 21 grudnia 2005

Dane opublikowane od ostatniego posiedzenia Rady wskazują na wzmocnienie tendencji wzrostowych w polskiej gospodarce obserwowanych od II kw. br.

Kształtowanie się inflacji w listopadzie było zbieżne z oczekiwaniami dotyczącymi IV kw. 2005 r. przedstawionymi w sierpniowym Raporcie o inflacji.

Od ostatniego posiedzenia Rady kurs złotego nie zmienił się istotnie i był nadal mocniejszy niż prognozowany w sierpniowej projekcji inflacji.

Rada ocenia, że niska inflacja w listopadzie może sygnalizować, iż powrót inflacji do celu nastąpi później niż oceniano w czasie poprzednich posiedzeń. Przewiduje się, że przy założeniu braku wstrząsów po osiągnięciu celu inflacja będzie utrzymywać się na poziomie zbliżonym do celu inflacyjnego. Pełniejsza ocena perspektyw inflacji będzie możliwa w styczniu 2006 r. po opublikowaniu projekcji inflacji.

Rada ocenia, że niska inflacja w listopadzie może sygnalizować, iż powrót inflacji do celu nastąpi później niż oceniano w czasie poprzednich posiedzeń. Przewiduje się, że przy założeniu braku wstrząsów po osiągnięciu celu inflacja będzie utrzymywać się na poziomie zbliżonym do celu inflacyjnego. Pełniejsza ocena perspektyw inflacji będzie możliwa w styczniu 2006 r. po opublikowaniu projekcji inflacji.

### Koniec roku bez zmian w polityce pieniężnej

Po raz kolejny Rada Polityki Pieniężnej nie zaskoczyła rynku finansowego. Parametry polityki pieniężnej pozostały w grudniu bez zmian, stopa referencyjna od września 2005 r. została utrzymana na poziomie 4,5%.

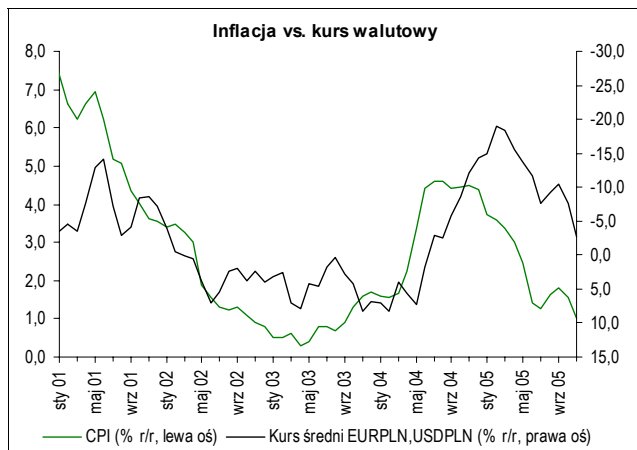
Utrzymano również łagodne nastawienie w polityce pieniężnej, które oznacza większe prawdopodobieństwo obniżki stóp niż ich podwyżki w przyszłości. Warto jednak zaznaczyć, że był to ostatni miesiąc stosowania „nastawienia” jako narzędzia komunikacji, ponieważ od stycznia sformułowanie to znika z języka komunikatów RPP. Ciekawe, jakie narzędzie kształtowania oczekiwań rynku Rada wprowadzi w zamian.

W oficjalnym komunikacie RPP nastąpiła istotna zmiana. O ile w poprzednich trzech miesiącach Rada powtarzała, że „inflacja może powrócić do celu szybciej niż zakładała sierpniowa projekcja inflacji”, to tym razem napisano, że „niska inflacja w listopadzie może wskazywać, że powrót inflacji do celu nastąpi później niż oceniano w czasie poprzednich posiedzeń”.

Najwyraźniej perspektywy inflacji są obecnie postrzegane przez większość członków RPP bardziej optymistycznie niż w ciągu poprzednich trzech miesięcy. Choć prawdopodobnie nie przez wszystkich (prezes NBP Leszek Balcerowicz raczej nie należy do tej większości, sądząc po wypowiedziach).

Z treści komunikatu wynika, że RPP z niecierpliwością czeka na publikację nowego *Raportu o inflacji*. Niestety dokument ten będzie znany uczestnikom rynku dopiero po posiedzeniu Rady w styczniu, co znacznie ogranicza przewidywalność decyzji RPP.

Wyraźnie niższa od wcześniejszych prognoz inflacja w grudniu (poniżej 1%) i bardzo silna aprecjacja złotego w ostatnich tygodniach poszerzają zestaw argumentów za ostrożną obniżką stóp i mogą skłonić RPP do podjęcia takiej decyzji już w styczniu.

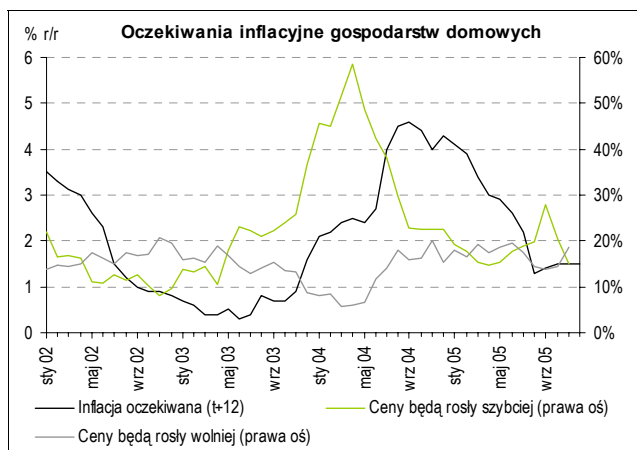


### Czy umocnienie złotego przesądzi o decyzji RPP?

Niewątpliwie zmiany kursu złotego, o ile mają charakter trwały, mają istotny wpływ na kształtowanie inflacji, nie tylko bezpośrednio poprzez ograniczenie cen towarów importowanych, ale również poprzez potencjalnie negatywny efekt dla wzrostu gospodarczego. Kanał kursowy jest przy tym jednym z najszybciej działających kanałów transmisji polityki monetarnej.

Można podejrzewać, że znaczne umocnienie złotego obserwowane w ostatnich tygodniach będzie miało istotny wpływ na decyzję RPP w styczniu, przy i tak korzystnych prognozach dotyczących popytowych źródeł presji cenowej.

Ewentualnym czynnikiem ryzyka jest pogłębienie kryzysu w parlamencie, które w najmniej optymistycznym wariantcie mogłoby doprowadzić do mocniejszej korekty (której jednak nie oczekujemy).



### Niskie oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych

W grudniu oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych nie zmieniły się w sposób znaczący i pozostały niskie. Syntetyczny wskaźnik inflacji oczekiwanej w horyzoncie następných 12 miesięcy trzeci miesiąc z rzędu utrzymał się na poziomie 1,5%.

Dostępne dane o strukturze odpowiedzi gospodarstw domowych za listopad wskazują, że wyraźny wzrost odsetka osób spodziewających się przyspieszenia wzrostu cen, który miał miejsce we wrześniu, był zjawiskiem jednorazowym i w następnych dwóch miesiącach wygasł. Co ciekawe, zwiększa się udział respondentów oczekujących, że ceny za 12 miesięcy będą niższe niż obecnie.

Kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych nie wskazuje na ewentualne nasilenie presji inflacyjnej w polskiej gospodarce i wzrost ryzyka wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy.

## Pod lupą: Bank centralny

### Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

#### Leszek Balcerowicz, prezes NBP

Reuters, 11 stycznia

Od paru miesięcy do tych sił, które wpływają na siłę złotego niestety dołączyło się Ministerstwo Finansów, które wbrew protestom i ostrzeżeniom NBP zaczęło realizować nową strategię zaciągania długów za granicą. Zaczęto sprzedawać na rynku dewizy i uzyskiwać złotówki, co działa na rzecz wzmocnienia złotego. Uważamy, że ta nowa strategia (zarządzania długiem) nie pomaga gospodarce, ona przyczynia się do tego, że kurs złotego będzie się wahać. Wcale przy tym nie jest powiedziane, że jak się przejściowo umocni, to tak już zostanie. Duże wahania kursu waluty, co wiemy z badań, szkoda rozwojowi. Mam nadzieję, że po różnych ostrzeżeniach Ministerstwo Finansów zrewiduje swoje stanowisko. To co mówię to nie tylko moje osobiste stanowisko, ale też oficjalne stanowisko RPP.

#### Jan Czekaj, członek RPP

PAP, 12 stycznia

Jeżeli bieżąca inflacja będzie nadal utrzymywać się na bardzo niskim poziomie, jeśli powrót do celu będzie się oddalał w czasie, to Rada będzie musiała rozważyć możliwość obniżek stóp procentowych. W tym stanie, tzn. przy niskiej inflacji, silnym złotym, braku presji płacowej, myślę, że złagodzenie polityki pieniężnej byłoby możliwe.

Po danych za październik i listopad, gdy wskaźnik CPI ukształtował się korzystniej niż oczekiwano, doszliśmy do wniosku, że wcześniejszy alarm był nieuzasadniony i że ścieżka powrotu inflacji do celu prawdopodobnie nie ulegnie przyspieszeniu. To co wydawało się być bardziej groźne takie nie jest. W ciągu ostatnich dwóch-trzech miesięcy sytuacja się zmieniła na lepsze. Jedyny czynnik, który może budzić pewne obawy, to przyspieszenie wzrostu płac w ostatnich miesiącach. Nie wiemy jednak czy jest to trwała tendencja. Zresztą wzrost płac, któremu towarzyszy wzrost wydajności pracy nie stwarza zagrożenia inflacyjnego.

Nie widać na razie powodów, dla których złoty miałby się zacząć osłabiać. A mocny kurs złotego jest sprzymierzeńcem niskiej inflacji. Dzisiaj widać, że nie ma na razie presji inflacyjnej popytowej. Mogą się pojawić szoki podażowe, ale one zawsze mogą działać w dwie strony. Dlatego polityka monetarna musi być dostosowana do okoliczności.

#### Dariusz Filar, członek RPP

Radio PiN, 10 stycznia

Proszę pamiętać, że styczeń jest miesiącem kolejnej projekcji inflacyjnej i ona jest naprawdę szalenie ważna, dlatego że ona jest po dłuższej przerwie, od sierpnia. Projekcja sierpniowa wskazywała, że w kwartale pierwszym tego roku średniokwartalna inflacja będzie w przedziale celu, powyżej 1,5 %, czy zbliżona do tego poziomu. Teraz pierwszy kwartał 2006 roku będzie kwartałem startowym nowej projekcji. Jest bardzo ważne, czy on wskaże taką samą wysokość inflacji, jak to było widać pół roku temu mniej więcej, czy też wskaże ją jako niższą lub wyższą, bo od tego będzie zależała cała przyszła ścieżka inflacji i to jest dla nas zasadnicza sprawa. [To co będzie ze stopami w styczniu] Będzie to zależało od tego, co pokaże projekcja.

Ja zawsze stałem na takim stanowisku, że wtedy, kiedy kurs jest kształtowany rzeczywiście w warunkach mechanizmu kursu płynnego, to eksporterzy sobie z tym dobrze radzą i to było widać w danych aż po ostatnie miesiące ubiegłego roku. Natomiast w momencie, kiedy włączone zostają takie dodatkowe czynniki wzmocniające kurs, to bez wątpienia to może zacząć tworzyć problemy, przynajmniej dla części eksporterów. [...] NBP wielokrotnie robił badania na temat poziomu kursu, o którym eksporterzy wyrażali się jako o kursie przez nich aprobowanym, w tym sensie, że niestanowiącym bariery opłacalności. I oczywiście kurs staje się stopniowo coraz mocniejszy, to wynika z tego, że wydajność w naszej gospodarce jest coraz wyższa i jeżeli 1,5 roku eksporterzy sobie radzili z kursem 4,10 czy 4,15, to po jakimś czasie okazało się, że potrafią sobie poradzić także z kursem 4, dlatego że po prostu są bardziej konkurencyjni z punktu widzenia wydajności. Także z tego punktu widzenia rzeczywiście ta granica akceptowana przez eksporterów jest zbliżona do tej, o której mówiliśmy [3,95 do 4 zł za euro].

### Komentarz

Prezes NBP i inni członkowie Rady Polityki Pieniężnej są zdania (podobnie jak my zresztą), że aktywność Ministerstwa Finansów na rynku walutowym była istotnym czynnikiem wpływającym na wzrost siły złotego w ostatnim okresie. Nie wydaje się jednak prawdopodobne, aby bank centralny zdecydował się na odwrócenie tendencji aprecjacyjnych poprzez podjęcie interwencji walutowych na rynku. Od momentu uwolnienia kursu walutowego w kwietniu 2000 r. NBP konsekwentnie trzyma się strategii nieinterweniowania jeśli nie zachodzą bardzo szczególne okoliczności i nie wskazuje na to, aby to podejście miało się zmienić w najbliższym czasie. Tym bardziej, że powstrzymanie MF przed dalszą sprzedażą walut oraz wzrost ryzyka politycznego będą same w sobie czynnikami osłabiającymi presję na dalsze umocnienie złotego. Osobną kwestią pozostaje to, że znaczne umocnienie kursu w ostatnim okresie może być dla RPP argumentem przeważającym szalę na rzecz ostrożnej obniżki stóp w styczniu.

Wypowiedź Czekaja wyraźnie sugeruje, że ostatnie dane makroekonomiczne oraz trendy na rynku walutowym będą – przynajmniej dla części członków RPP – argumentami przemawiającymi za tym, że możliwe jest dalsze rozluźnienie polityki pieniężnej bez ryzyka dla inflacji. Niewykluczone, że decyzja o ostrożnej obniżce stóp procentowych zapadnie już w styczniu. Z drugiej strony, warto pamiętać, że Czekaj należy do grupy tych członków RPP, których poglądy z zasady sprzyjają luźniejszej polityce pieniężnej, i już poprzednio dopuszczał on możliwość obniżenia oprocentowania, do czego jednak w grudniu nie doszło.

Duża waga, jaką członkowie RPP zwracają do danych o płacach sugeruje, że ta właśnie publikacja za grudzień może mieć istotny wpływ na oczekiwania rynku dotyczące wyniku najbliższego posiedzenia Rady. Nie bez powodu zresztą, ponieważ dane te pokażą do jakiego stopnia mocne przyspieszenie wzrostu płac w październiku i listopadzie miało charakter incydentalny.

Na posiedzeniu w styczniu Rada Polityki Pieniężnej będzie miała okazję zapoznać się z nowym *Raportem o inflacji*, zawierającym aktualne projekcje inflacji i PKB przygotowane przez NBP. Będzie to o tyle istotne, że w związku ze zmianą harmonogramu publikacji raportu, będzie to pierwsza aktualizacja projekcji od sierpnia 2005, podczas gdy od tego czasu publikowane dane makroekonomiczne i wydarzenia na rynku finansowym przyniosły szereg niespodzianek. Nic więc dziwnego w tym, że zdaniem Dariusza Filara nowe projekcje będą niezwykle ważnymi czynnikami wpływającymi na decyzję RPP. W tej sytuacji tym bardziej szkoda, że uczestnicy rynku finansowego nie będą mieli okazji zapoznać się z wynikami *Raportu o inflacji* przed posiedzeniem RPP. Zmniejsza to znacznie przewidywalność decyzji Rady. Biorąc jednak pod uwagę informacje i dane z ostatnich miesięcy (szybszy od wcześniejszych oczekiwań wzrost przy niższej inflacji, silna aprecjacja kursu) i ich możliwy wpływ na wyniki nowych szacunków, wydaje się prawdopodobne, że ścieżka inflacji naszkicowana w nowym raporcie nie będzie odbiegała na niekorzyść od tej przedstawionej w sierpniu. Może to być podstawą do decyzji o obniżce stóp procentowych w styczniu.

## Pod lupą: Rząd i polityka

### Dругa autopoprawka rządu do budżetu 2006

Pozycja	Kwota (mln zł)
<b>Zwiększenie dochodów</b>	<b>553,4</b>
- wyższy zysk NBP	486,5
- niewykorzystana kwota tzw. pożyczki EFSAL	20,0
- zwiększenie pozostałych dochodów niepodatkowych	46,9
<b>Zmniejszenie wydatków</b>	<b>746,6</b>
- niższa wpłata do budżetu Unii Europejskiej	521,0
- poręczenia i gwarancje udzielone Agencji Rynku Rolnego oraz sektorowi stocznioowemu	127,0
- wydatki na administrację publiczną	98,6

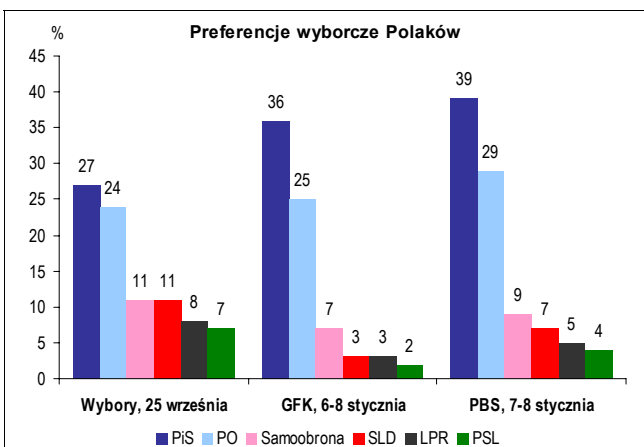
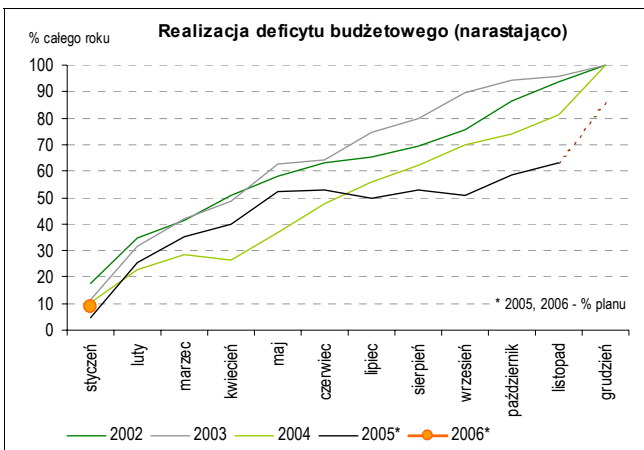
### Wybrane założenia Programu konwergencji

	Saldo general government* (% PKB)			
	2005	2006	2007	2008
Nowa wersja (wg PAP)	b/d	-2,6	-2,2	-1,9
Wersja listopad 2004	-3,9	-3,2	-2,2	-
Budżet 2006 **	-3,4	-2,8	-2,0	-0,8

	Średnia inflacja (% r/r)			
	2005	2006	2007	2008
Nowa wersja (wg PAP)	b/d	1,5	2,2	2,5
Wersja listopad 2004	3,0	2,7	2,5	-

\* OFE klasyfikowane w sektorze publicznym

\*\* szacunki z projektu budżetu na 2006 r. przygotowanego przez rząd Marka Belki



Źródło: Ministerstwo Finansów, PAP, Reuters, ośrodki badawcze

### Debata budżetowa niebawem, ale nie wiadomo kiedy

- Rząd przyjął drugą autopoprawkę do budżetu 2006, w której znaleziono środki na sfinansowanie wyższych wydatków na „becikowe” i pomoc socjalną dla rolników (w sumie 1,3 mld zł).
- Poziom deficytu pozostał bez zmian (30,55 mld zł), co jest dobrą wiadomością, dzięki cięciom o 746,6 mln zł w innych wydatkach i zwiększeniu dochodów o 553,4 mln zł. Jednak niektóre ze zmian budzą wątpliwości, np. złudne mogą się okazać założenia o wzroście dochodów niepodatkowych (dlaczego nie było to możliwe wcześniej?), a wyższe wpływy z NBP zostały już zagospodarowane przez posłów w poprawkach przyjętych przez sejmową komisję finansów publicznych.
- Termin debaty nad budżetem nadal nie jest znany i to on właśnie stał się przyczyną kolejnego poważnego konfliktu pomiędzy PiS a całą opozycją w Sejmie.

### Program konwergencji również nieco później

- Do 10 stycznia rząd miał przedstawić aktualizację *Programu konwergencji*, określającą ścieżkę konsolidacji fiskalnej w średnim okresie. Po zmianie ministra finansów zdecydowano przesunąć ten termin o tydzień, do 17 stycznia.
- Według wcześniejszych nieoficjalnych informacji dokument ten ma zakładać redukcję deficytu *general government* do 2,2% PKB w 2007 roku (tak jak poprzednia wersja) oraz 1,9% PKB w 2008 – po włączeniu OFE do sektora publicznego.
- Rodzą się dwa zastrzeżenia. Po pierwsze założona ścieżka wydaje się niespójna ze strategią utrzymania deficytu 30 mld zł, nawet jeśli założymy bardzo optymistyczny wzrost gospodarczy i/lub wysoką inflację (za niski o ok. 0,5% PKB). Po drugie, deficyt fiskalny liczony zgodnie z regulacjami UE (powiększony o część sektora OFE) nie schodzi poniżej 3% PKB do 2008 r.

### Czy realizacja budżetu 2006 będzie tak dobra jak w 2005?

- Wstępne szacunki Ministerstwa Finansów pokazują, że deficyt w całym 2005 roku wyniósł 29-30 mld zł (wobec planowanych 35 mld zł), czyli był zgodny z niedawnymi przewidywaniami ministerstwa i naszymi oczekiwaniami.
- Zdaniem MF, deficyt budżetu po styczniu powinien wynieść 8-10% planu na cały 2006 rok (który jest w trakcie uchwalania w parlamencie). Choć sugerowany wynik byłby gorszy niż w analogicznym okresie 2005 r., to byłby lepszy niż wieloletnia średnia, co świadczy, że dobra sytuacja gospodarcza nadal sprzyja wysokim wpływom budżetowym.
- Jednak w tym roku dużo trudniej będzie przekroczyć zakładane w budżecie tempo wzrostu dochodów, ponieważ jest ono znacznie bardziej ambitne niż poprzednio. Poprawki wprowadzane w Sejmie mogą jeszcze powiększyć dochody.

### „Porządną koalicją” czy wcześniejsze wybory?

- Spór o przesunięcie terminu debaty budżetowej spowodował poważne przesilenie w parlamencie, które może być impulsem do zmiany układu politycznego. Coraz wyraźniej widać bowiem, że rząd mniejszościowy PiS nie może liczyć na stabilne poparcie w Sejmie, co poważnie utrudnia sprawne rządzenie.
- W związku z tym powraca pytanie czy realną opcją są wcześniejsze wybory, czy też koalicja PiS-u z częścią opozycji (i z którą?). Scenariusza wyborów nie można wykluczyć, chociaż wydaje się, że mniejsze partie zrobią wszystko by uniknąć tego wariantu przy niekorzystnych dla nich sondażach.
- PiS negocjuje równocześnie z PO oraz z LPR i Samoobroną. Trudno przesądzić o wyniku, jednak wydaje się, że szanse na zacieśnienie współpracy między PiS a PO wydają się na razie nie większe niż sojusz z populistami.

## Pod lupą: Rząd i polityka

### Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

#### Kazimierz Marcinkiewicz, premier RP

PAP, Reuters, 10 stycznia

Rozmawiałem z wiceministrami finansów i jestem przekonany, że na tyle, na ile możliwe jest przez MF, to takie kroki, aby złotówka nie była zbyt droga, zostaną podjęte [...] ale nie będą to kroki radykalne.

Ostatnie waluty zostały sprzedane na rynku 6 grudnia. To nie tak, że MF jest głównym powodem silnej złotówki. Są silne podstawy gospodarcze, doskonali rząd, to powoduje, że złotówka jest mocna.

#### PAP, 6 stycznia

Będę spotykał się w najbliższym czasie z prezesem NBP i RPP. Będę namawiał do obniżenia stóp procentowych jeszcze w styczniu, by dynamika wzrostu gospodarczego w Polsce mogła być szybsza. Tylko w ten sposób będziemy w stanie redukować bezrobocie i wpływać na tworzenie nowych miejsc pracy, a więc najważniejszy problem z jakim mamy w Polsce do czynienia.

#### Zyta Gilowska, wicepremier, minister finansów

PAP, 9 stycznia

Myślę, że może będzie okazja, aby porządnie wziąć się za sprawę kontroli wydatków budżetowych. Równolegle konieczne jest uproszczenie systemu podatkowego i prace nad obniżką niektórych obciążeń podatkowych. Jeśli coś się powiedzie, to ciężary będą mniej dotkliwe i powstaną nowe miejsca pracy. Wszystkie działania powinny służyć zmniejszeniu bezrobocia.

Zawsze odmawiałam podawania daty do wejścia do strefy euro. Nie kwestia w datach, ale w przygotowaniu. Powinniśmy wejść jak najszybciej. Ani jednego dnia wcześniej niż będziemy gotowi, ani jednego dnia później niż będzie to możliwe.

#### Jarosław Kaczyński, przewodniczący PiS

PAP, 12 stycznia

Rozmowa [z Tuskiem] pozwoliła wiele rzeczy zrozumieć i jak na pierwszy krok to bardzo dużo. Dalej zobaczymy co będzie. Sądzę, że powoli przejaśnia się pewna perspektywa, która jeszcze kilka miesięcy temu wydawała się oczywista i naturalna. Później przesłoniły ją chmury i to takie grube, deszczowe, a teraz może pojawia się słońce. [...] Jeśli będzie rozsądne podejście do budżetu, jeśli nie będzie poprawek, które budżet w istocie rozbijają, to nie będzie podstaw prawnych do zorganizowania wyborów.

#### Donald Tusk, przewodniczący PO

PAP, 12 stycznia

Nie potrafimy powiedzieć dokąd zawiezie nas ta rozmowa, ale ona ułatwi opanowanie sytuacji, w której się znaleźliśmy, a która Polsce nie służy. Z większą nadzieją po tym spotkaniu mogę patrzeć na to co się będzie działo. Traktuję to jako otwarcie.

#### Piotr Marczak, szef departamentu długu MF

Reuters, 5 stycznia

Rozważamy możliwość dalszych wcześniejszych spłat naszego zadłużenia wobec Klubu Paryskiego. Póki zadłużenie to mamy, sprawa jest cały czas otwarta. Obecnie średnia zapadalność naszego długu zagranicznego jest nawet dłuższa od występującej w krajach strefy euro. [...] Istotne jest, aby dostarczać agencjom ratingowym argumentów wskazujących na dalszą poprawę sytuacji fiskalnej, co umożliwi pozytywną ocenę nie tylko stanu obecnego ale i najbliższej przyszłości

### Komentarz

W praktyce, oprócz powstrzymania kolejnych transakcji walutowych MF na rynku, rząd niewiele może zrobić aby osłabić kurs złotego (zakładając, że nie zwróci się w kierunku nieracjonalnej polityki gospodarczej). Premier podkreślił, że nie należy się spodziewać „radykalnych kroków”, oraz że to bank centralny jest tak naprawdę odpowiedzialny za politykę kursową. Być może oznacza to, że w najbliższym czasie premier zamierza ponowić apele do RPP o obniżenie stóp procentowych. A w średnim horyzoncie, szczególnie jeśli apele te okażą się nieskuteczne, niewykluczone, że parlament powróci do pomysłu nowelizacji ustawy o NBP.

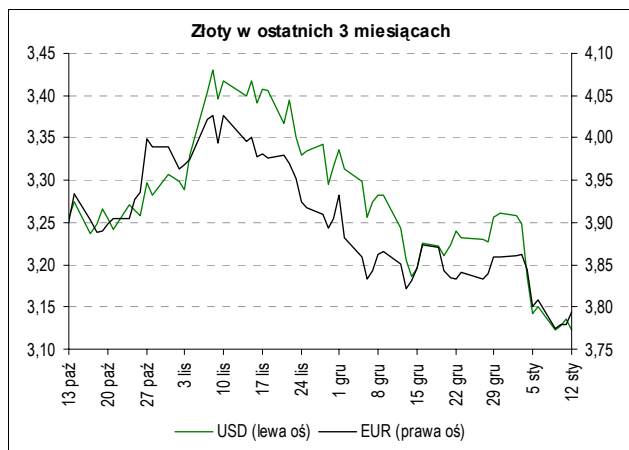
Naszym zdaniem najlepszym sposobem na przyspieszenie wzrostu i tworzenie nowych miejsc pracy w Polsce byłaby rzeczywiście obniżka, jednak nie stóp procentowych ale podatków. Niestety, jak do tej pory rząd nie zrobił nic w tym kierunku i może być o to trudno w przyszłości, tak długo jak poparcie dla rządu w parlamencie zależy od takich partii jak LPR i Samoobrona. Zamiast tego, można się spodziewać rosnącej presji na bank centralny aby ten wyręczał rząd w tworzeniu korzystnych warunków dla rozwoju gospodarczego.

Zastąpienie Teresy Lubińskiej przez profesor Zytę Gilowską na stanowisku ministra finansów spotkało się z bardzo pozytywną reakcją rynku finansowego. Nie bez powodu zresztą, ponieważ Gilowska, w odróżnieniu od swej poprzedniczki, uważana jest za eksperta w dziedzinie polityki makroekonomicznej i gorącego zwolennika dyscypliny w finansach publicznych. Można mieć nadzieję, że nowa minister o liberalnych poglądach i silnym autorytecie będzie próbowała wpływać dyscyplinująco na politykę gospodarczą rządu. Równocześnie trzeba jednak zdawać sobie sprawę, że mimo objęcia przez Gilowską fotela wicepremiera, trudno oczekiwać, że sama jej obecność w rządzie spowoduje nagły zwrot w stanowisku rządu i PiS jeśli chodzi o wejście do strefy euro i strategię konsolidacji fiskalnej. Poważną barierą jest również wątpliwe poparcie dla reform w parlamencie.

Spór o przesunięcie terminu debaty budżetowej spowodował poważne przesilenie w parlamencie, które może być impulsem do zmiany układu politycznego. Coraz wyraźniej widać bowiem, że układ obecny, w którym rząd mniejszościowy PiS musi liczyć na poparcie posłów opozycji przy wszystkich ważniejszych głosowaniach, nie jest układem stabilnym i poważnie utrudnia sprawne rządzenie i prowadzenie spójnej polityki. W związku z tym powraca pytanie czy faktycznie realną opcją są wcześniejsze wybory, czy też koalicja PiS-u z częścią opozycji (i z którą?). Scenariusza wyborów na wiosnę nie można wykluczyć, szczególnie że przeciąganie przez PiS prac w Sejmie nad budżetem wydaje się temu sprzyjać. Z drugiej strony, mniejsze partie zrobią zapewne wiele by uniknąć tego wariantu przy bardzo niekorzystnych dla nich sondażach. Rozmowa liderów PO i PiS dała nadzieję na powrót do koalicji centro-prawicowej, co byłoby oczywiście najlepszym rozwiązaniem i wspaniałą wiadomością dla rynku i gospodarki. Jednak wydaje się, że nie należy przeceniać szans na zacieśnienie współpracy między PiS a PO, a wariant sformalizowania porozumienia pomiędzy PiS a partiami populistycznymi LPR i Samoobroną jest przynajmniej równie prawdopodobny.

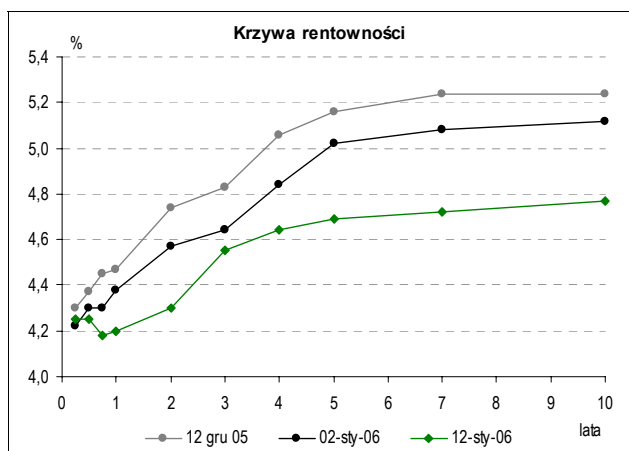
O ile operacja wcześniejszej spłaty długu wobec Klubu Paryskiego byłaby korzystna dla finansów publicznych, umożliwiając obniżenie kosztów obsługi długu i zwiększając szanse na poprawę ratingów Polski, to niekoniecznie musi być korzystna dla kursu złotego. Być może, operacje te będą stanowiły jeden z elementów obiecanych przez premiera działań rządu zapobiegających nadmiernej aprecjacji złotego. Plany wcześniejszej spłaty długu wobec Klubu Paryskiego mogą oznaczać, że na ten cel zostaną przeznaczone środki z bieżących emisji euroobligacji (a przynajmniej ich część).

## Monitor rynku



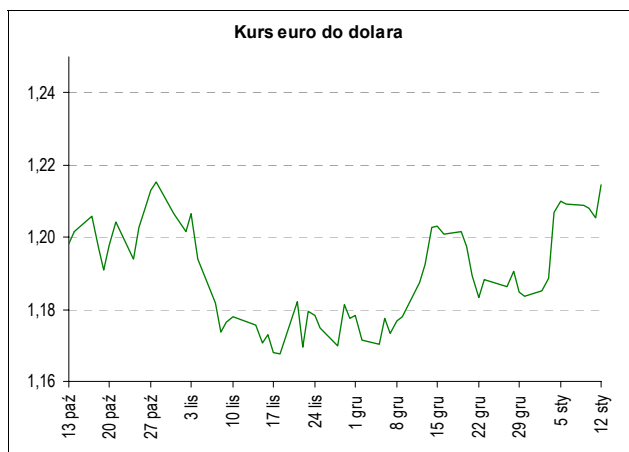
### Złoty najmocniejszy od czerwca 2002

- Przez większość minionego miesiąca na rynku panowała niska aktywność związana z okresem świątecznym oraz końcem roku, a złoty stopniowo zyskiwał na wartości przy niskiej płynności. W pierwszych dniach nowego roku złoty umocnił się do najwyższego poziomu od czerwca 2002 (3,7755) przy dobrym nastawieniu inwestorów zagranicznych do regionu, rekordach na GPW, a także nominacji Zyty Gilowskiej na stanowisko ministra finansów. W ciągu miesiąca złoty zyskał do euro ok. 2%, a do dolara 3,3%.
- W związku z zapowiedziami minister finansów odnośnie działania na rzecz stabilizacji sytuacji na rynku walutowym, sprzedaż walut z emisji zagranicznych może ulec ograniczeniu. To może działać przeciwko polskiej walucie, podobnie jak zawrówania w pracach nad budżetem oraz ewentualna obniżka stóp procentowych.



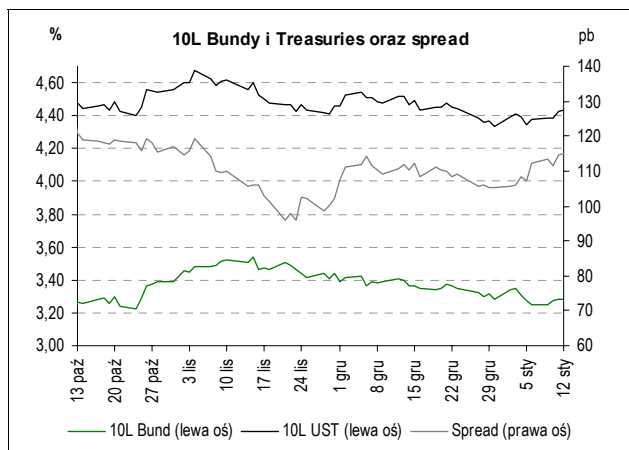
### Znaczny spadek rentowności w oczekiwaniu na cięcie stóp

- W ostatnim miesiącu rynek długu umocnił się o 42-52 pb. Spadek rentowności nastąpił po mniej jastrzębim komunikacie Fed, zaskakującym niskiej listopadowej inflacji oraz nieco gołębim komunikacie RPP. Rynek długu umacniał się w nowym roku w związku ze spekulacją na obniżkę stóp w styczniu, niską prognozą inflacji MF oraz udanymi aukcjami papierów skarbowych, a także nominacją nowej pro-rynkowej minister finansów.
- Na decyzję RPP będzie miała wpływ przede wszystkim projekcja inflacji, ale także dane makro. Jeśli miałyby się zrealizować prognoza inflacji MF (0,8% r/r), a kurs złotego pozostanie silny stanowiąc zagrożenie dla eksportu i wzrostu PKB, to RPP prawdopodobnie obniży stopy procentowe. Na długim końcu umocnienie może nastąpić w reakcji na sygnały o możliwości utworzeniu koalicji PO-PiS.



### Oslabienie dolara w obliczu końca podwyżek stóp w USA

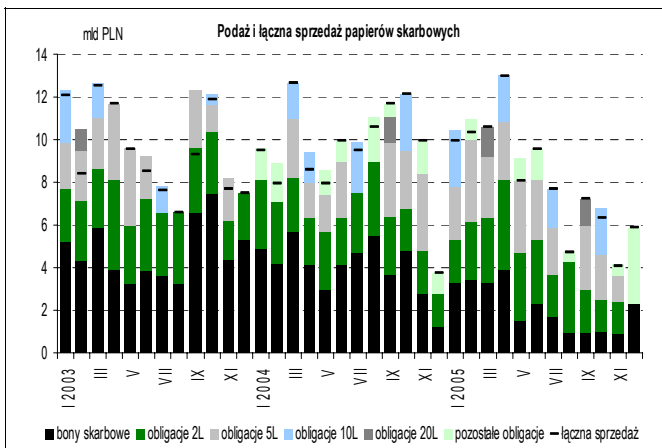
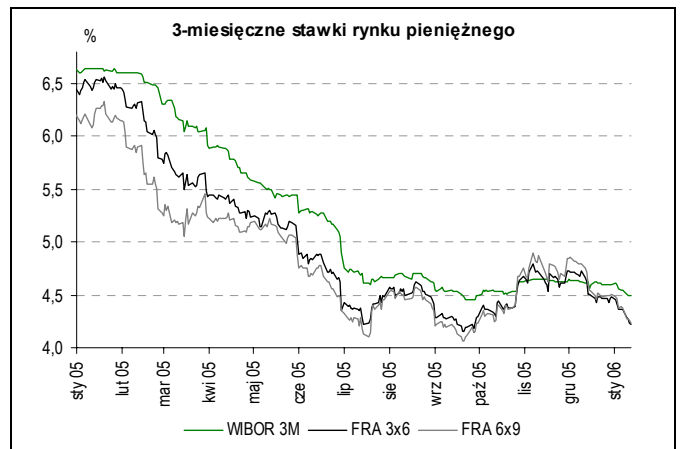
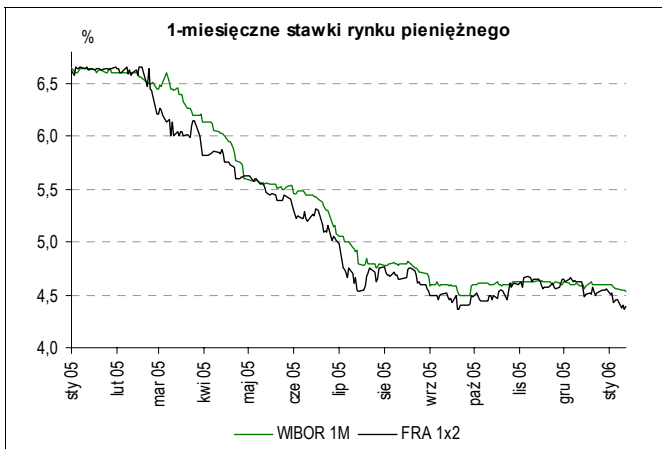
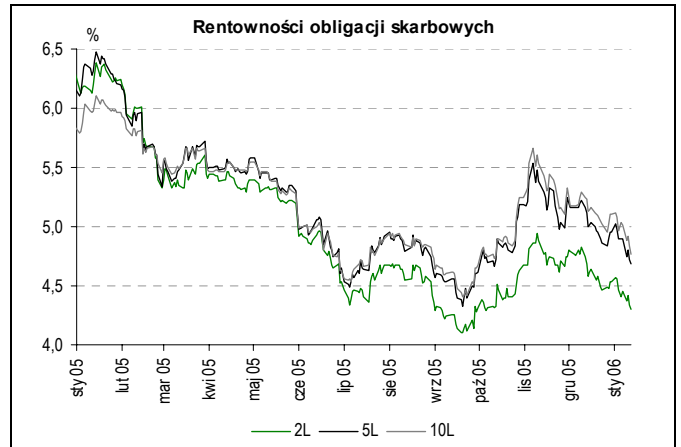
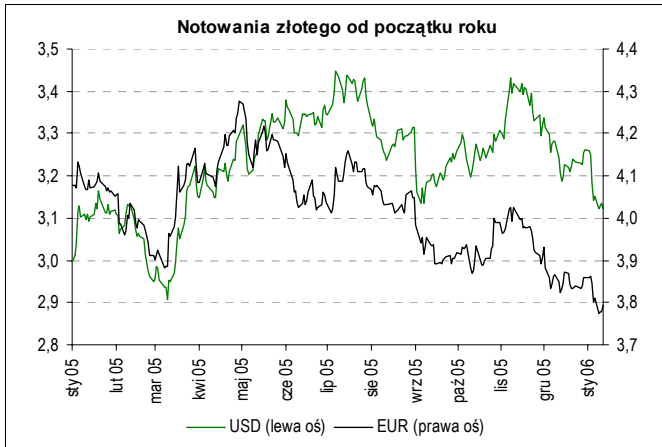
- W rozpatrywanym okresie dolar stracił do euro ok. 2,5% z 1,18 do blisko 1,22 głównie z powodu zmiany tonu komunikatu Fed, który sugerował możliwość wcześniejszego zakończenia cyklu podwyżek stóp, co potwierdził protokół z posiedzenia. Rekordowy deficyt handlowy USA został ponownie zniwelowany przez rekordowy napływ kapitału. Dolar umocnił się po dobrych danych z rynku nieruchomości i wysokiej inflacji PCE za III kw., po czym ponownie osłabił się w reakcji na niski wskaźnik ISM, oraz słabsze dane o zatrudnieniu poza sektorem rolniczym. Lekkie umocnienie dolara nastąpiło po zmniejszeniu deficytu handlowego.
- Biorąc pod uwagę wcześniejsze zakończenie cyklu podwyżek w USA i ożywienie gospodarcze oraz podwyżki stóp w strefie euro, coraz większe znaczenie dla wartości dolara może mieć wartość deficytów handlowych oraz obrotów bieżących.



### Spadek rentowności po gołębiej zmianie w komunikacie Fed

- Rentowność 10-letnich Treasuries spadła z 4,52% (12.XII) do 4,43% (12.I), a 10-letnich Bundów z 3,40% do 3,28%, przy niższej aktywności w związku z końcem roku. Amerykańskie obligacje umacniały się po zmianie tonu komunikatu Fed w oczekiwaniu na wcześniejszy koniec cyklu podwyżek stóp, słabszym indekse ISM i gorszych danych o nowozatrudnionych poza rolnictwem. Chwilowo osłabiał się po dobrych danych o produkcji, z rynku nieruchomości oraz po wysokim wsk. cen PCE za III kw. w USA. Niższa od oczekiwań inflacja w EMU wsparła Bundy.
- Rentowności obligacji amerykańskich mogą znaleźć się pod presją w związku z największą podażą papierów skarbowych od analogicznego okresu w 1996 r. Nieco bardziej jastrzębi komunikat EBC nie wpłynął na wzrost rentowności. Stąd będą one reagować na kolejno publikowane dane makroekonomiczne.

# Monitor rynku



**Przetargi bonów skarbowych (mln zł)**

Data przetargu	3 tyg.	OFERTA / SPRZEDAŻ		Suma
		13-tyg.	52-tyg.	
07.11.2005	-	-	400 / 400	400 / 400
21.11.2005	-	-	500 / 500	500 / 500
<b>razem listopad</b>	-	-	<b>900 / 900</b>	<b>900 / 900</b>
05.12.2005	-	100 / 100	1 200 / 1 200	1 300 / 1 300
19.12.2005	-	100 / 100	900 / 900	1 000 / 1 000
<b>razem grudzień</b>	-	<b>200 / 200</b>	<b>2 100 / 2 100</b>	<b>2 300 / 2 300</b>
02.01.2006	2 000 / 2 000	100 / 100	1 100 / 1 100	3 200 / 3 200
16.01.2006	-	100	1 000 - 1 300	1 000 - 1 400
<b>razem styczeń*</b>	<b>2 000 / 2 000</b>	<b>100 - 200</b>	<b>2 100 - 2 400</b>	<b>4 200 - 4 600</b>

\* na podstawie informacji Ministerstwa Finansów

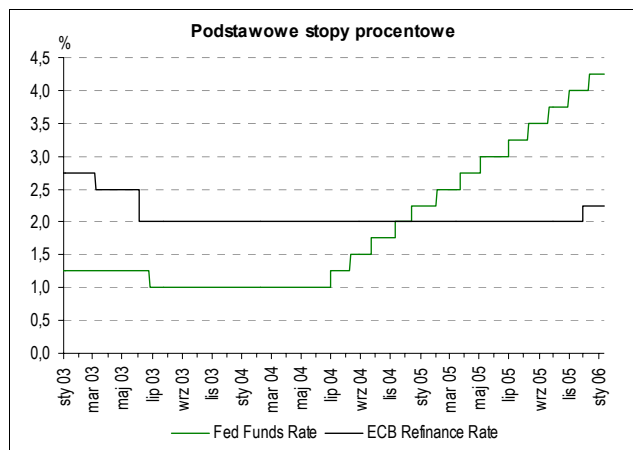
**Przetargi obligacji skarbowych w 2006 r. (mln zł)**

miesiąc	I przetarg				II przetarg				III przetarg			
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż
styczeń	04.01	OK0408	2 500	2 500	11.01*	DS1015	3 360	3 360	18.01	DS1110	2 000 - 3 000	-
luty	01.02	2L	-	-	08.02	7L WIBOR   12L CPI	-	-	15.02	5L	-	-
marzec	01.03	2L	-	-	08.03	20L	-	-	15.03	5L	-	-
kwiecień	05.04	2L	-	-	12.04	10L	-	-	19.04	5L	-	-
maj	04.05	2L	-	-	10.05	7L WIBOR   12L CPI	-	-	17.05	5L	-	-
czerwiec	07.06	2L	-	-	14.06	20L	-	-	21.06	5L	-	-
lipiec	05.07	2L	-	-	12.07	10L	-	-	-	-	-	-
sierpień	02.08	2L	-	-	09.08	7L WIBOR   12L CPI	-	-	-	-	-	-
wrzesień	06.09	2L	-	-	13.09	20L	-	-	20.09	5L	-	-
październik	04.10	2L	-	-	11.10	10L	-	-	18.10	5L	-	-
listopad	02.11	2L	-	-	08.11	7L WIBOR   12L CPI	-	-	15.11	5L	-	-
grudzień	06.12	2L	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

\* razem z przetargiem uzupełniającym

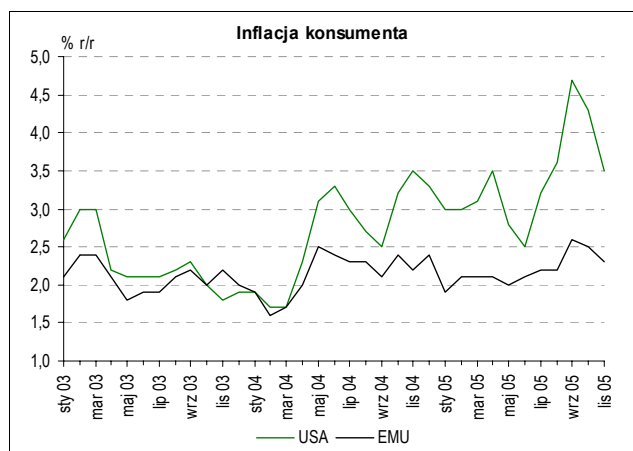
Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

## Przegląd międzynarodowy

**Rosną oczekiwania na zakończenie cyklu podwyżek w USA**

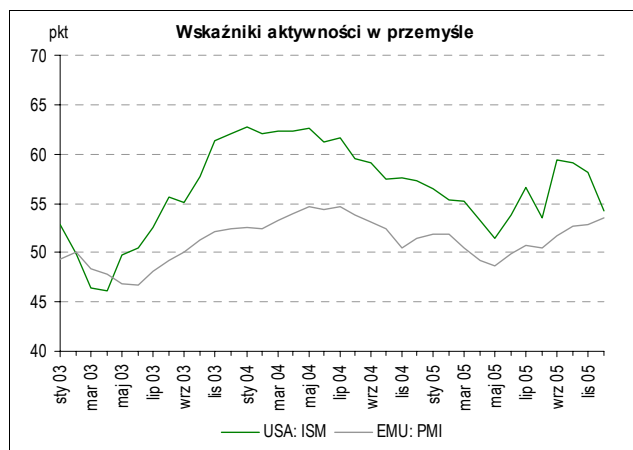
▪ Na grudniowym posiedzeniu Fed podniósł 13 raz z rzędu główną stopę procentową Fed Funds z 4% do 4,25%, choć komunikat Fed sugerował zgodnie z oczekiwaniami, że agresywna polityka zacieśniania polityki pieniężnej w USA może wkrótce dobiec końca. Protokół z posiedzenia Fed potwierdził te sygnały i zasugerował wcześniejsze zakończenie cyklu podwyżek. W obecnej chwili zniknie automatyzm cyklu podwyżek, a decydującą wagę będą miały publikowane dane.

▪ EBC pozostawił główną stopę repo w EMU bez zmian na poziomie 2,25%. Komentarz prezesa EBC J. C. Trichet'a był nieco bardziej jastrzębi niż w poprzednio. Trichet stwierdził, że istnieją zagrożenia zarówno dla stabilności cen jak i dla wzrostu, a polityka pieniężna w EMU jest w dalszym ciągu akomodacyjna. Podwyżki spodziewane są najwcześniej od marca.

**Spadająca inflacyjna w wyniku spadku cen energii**

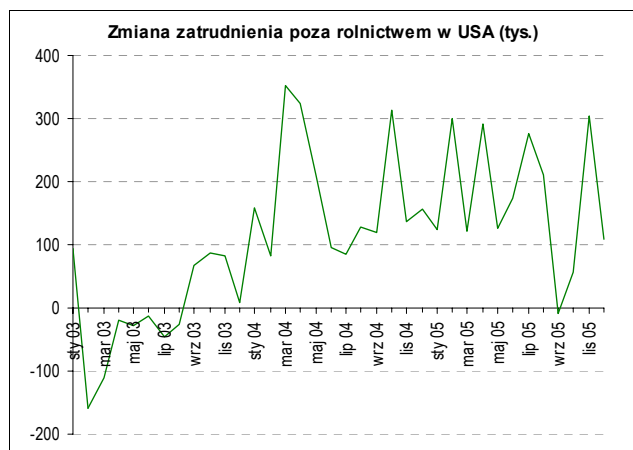
▪ Wskaźnik cen konsumenta spadł w Stanach Zjednoczonych w listopadzie o 0,6% m/m (najwyższy spadek m/m od 56 lat) do 3,5% r/r, w wyniku rekordowego spadku cen energii oraz benzyny. Inflacja bazowa wzrosła zgodnie z oczekiwaniami 0,2% do 2,1% r/r. Ceny produkcji spadły o 0,7% m/m po wzroście o 0,7% m/m w październiku. Bazowy wskaźnik cen producenta PPI zwiększył się o 0,1% m/m, a duże spadki odnotowano w przypadku cen paliw i oleju grzewczego.

▪ Inflacja konsumenta w strefie euro spadła w listopadzie do 2,3% r/r z 2,5% r/r w październiku. Ceny producentów PPI spadły w listopadzie o 0,2% m/m głównie za sprawą spadku cen energii i wzrosły 4,2% r/r. Według wstępnych szacunków inflacja w strefie euro wyniosła w grudniu 2,2% procent licząc rok do roku

**Mieszana aktywność w USA i wzrost wskaźników w EMU**

▪ Grudniowy indeks ISM mierzący aktywność w sektorze wytwórczym w USA spadł z 58,1 do 54,2 pkt. Komponent cen obniżył się z 74,0 do 63,0 pkt, a wskaźnik zatrudnienia w przetwórstwie spadł z 56,6 do 52,7 pkt. Indeks ISM obrazujący aktywność w sektorze usług wzrósł z 58,5 pkt w listopadzie do 59,8 pkt. Indeks zatrudnienia lekko wzrósł z 57,0 do 57,1 pkt, podczas gdy indeks nowych zamówień z 59,5 pkt do 61,9 pkt.

▪ Indeks PMI w strefie euro wzrósł w grudniu do 53,6 pkt z 52,8 pkt w poprzednim miesiącu i podobnie jak komponent nowych zamówień na poziomie 56,0 pkt był najwyższy od lipca 2004 r. Indeks zatrudnienia wzrósł do 50,3 pkt i pokazał pierwszy przyrost miejsc pracy w przemyśle od maja 2001 r. Wskaźnik PMI sektora usług wzrósł z 55,2 do 56,8 pkt Indeks zatrudnienia w sektorze usług zwiększył się po raz pierwszy od lipca 2001.

**Spadek stopy bezrobocia w USA**

▪ Liczba zatrudnionych poza sektorem rolniczym wzrosła w grudniu o 108 000, co zaskoczyło analityków, gdyż konsensus rynkowy wyniósł 200 000. Dane za poprzedni miesiąc zostały zrewidowane z 215 000 do 305 000 (w efekcie ożywienia po huraganach), najwyższego poziomu od kwietnia 2004 i pokazały, że sytuacja na rynku pracy nie jest aż tak negatywna. Niemniej komponent zatrudnienia indeksu ISM odnotował spadek.

▪ Stopa bezrobocia w Stanach Zjednoczonych spadła w grudniu 5,0% do 4,9% podczas gdy rynek nie oczekiwał zmiany. W tym samym miesiącu średnie wynagrodzenie godzinowe wzrosło o 5 centów do 16,34 \$, co oznacza przyrost 0,3% m/m w porównaniu do 0,1% m/m w listopadzie przy rynkowym konsensusie 0,2% m/m.

Źródło: Reuters, ECB, Federal Reserve

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>9 stycznia</b>	<b>10</b> USA: Zapasy hurtowe (XI) GER: Indeks ZEW (I)	<b>11</b> <b>POL: Aukcja obligacji 10-letnich</b>	<b>12</b> EMU: PKB zrewidowany (III kw.) EMU: Spotkanie ECB – decyzja USA: Handel zagraniczny (XI) USA: Ceny w handlu zagr. (XII) USA: Deficyt budżetowy (XII)	<b>13</b> <b>POL: Podaż pieniądza (XII)</b> <b>POL: Bilans płatniczy (XI)</b> USA: Ceny producenta (XII) USA: Sprzedaż detaliczna (XII)
<b>16</b> <b>POL: Przetarg bonów skarbowych</b> <b>POL: Ceny konsumenta (XII)</b> <b>POL: Place i zatrudnienie (XII)</b> USA: Dzień wolny	<b>17</b> USA: Napływ kapitału netto (XI) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (XII) USA: Produkcja przemysłu (XII)	<b>18</b> <b>POL: Aukcja obligacji 5-letnich</b> EMU: Produkcja przemysłu (XI) USA: Ceny konsumenta (XII)	<b>19</b> <b>POL: Ceny produkcji (XII)</b> <b>POL: Produkcja przemysłowa i budowlana (XII)</b> EMU: Finalny HICP (XII) EMU: Bilans handlowy (XI) USA: Liczba nowych budów (XII)	<b>20</b>
<b>23</b> <b>POL: Wskaźniki koniunktury (I)</b>	<b>24</b> <b>POL: Inflacja bazowa (XII)</b> <b>POL: Spotkanie RPP</b> EMU: Saldo obrotów bieżących (XI)	<b>25</b> GER: Indeks IFO (I) USA: Sprzedaż domów (XII)	<b>26</b> USA: Zamówienia na dobra trwałe (XII)	<b>27</b> USA: Przedwstępny PKB (IV kw.)
<b>30</b> <b>POL: Spotkanie RPP</b> <b>POL: Sprzedaż detaliczna (XII)</b> <b>POL: Stopa bezrobocia (XII)</b> USA: Bazowe wydatki konsumenta (PCE) (XII) USA: Dochody osobiste (XII)	<b>31</b> <b>POL: Spotkanie RPP – decyzja</b> EMU: Wstępny HICP (I) EMU: Wskaźniki nastrojów (I) USA: Chicago PMI (I) USA: Zaufanie konsumentów (I) USA: Spotkanie Fed – decyzja	<b>1 lutego</b> <b>POL: Aukcja obligacji 2-letnich</b> EMU: Stopa bezrobocia (XII) EMU: PMI sektor wytwórczy (I) USA: ISM sektor wytwórczy (I)	<b>2</b> EMU: Ceny producenta (XII) EMU: Spotkanie ECB – decyzja (II) USA: Jednostkowe koszty pracy, Produktivność – dane wstępne (IV kw.)	<b>3</b> EMU: PMI sektor usług (I) EMU: Sprzedaż detaliczna (XII) USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (I) USA: Bezrobocie (I) USA: Finalny indeks Michigan (I) USA: Zamówienia w przemyśle (XII) USA: ISM sektor usług (I)
<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b> <b>POL: Aukcja obligacji</b>	<b>9</b> USA: Zapasy hurtowe (XII)	<b>10</b> USA: Handel zagraniczny (XII) USA: Deficyt budżetowy (I)
<b>13</b> <b>POL: Bilans płatniczy (XII)</b>	<b>14</b> <b>POL: Podaż pieniądza (XII)</b> GER: Indeks ZEW (II) EMU: Wstępny PKB (IV kw.) USA: Sprzedaż detaliczna (I)	<b>15</b> <b>POL: Aukcja obligacji 5-letnich</b> <b>POL: Ceny konsumenta – dane wstępne (I)</b> <b>POL: Place i zatrudnienie (I)</b> USA: Przepływy kapitałowe netto (XII) USA: Produkcja przemysłu (I)	<b>16</b> USA: Pozwolenia na budowę (I) USA: Ceny w handlu zagr. (I)	<b>17</b> <b>POL: Ceny produkcji (I)</b> <b>POL: Produkcja przemysłowa i budowlana (I)</b> EMU: Produkcja przemysłu (XII) USA: Ceny producenta (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	30-31	21-22	28-29	25-26	30-31	27-28	25-26	29-30	26-27	24-25	28-29	19-20
PKB*	-	-	1	-	30	-	-	29	-	-	29	-
Inflacja	16	15 <sup>a</sup>	15 <sup>b</sup>	14	15	14	14	14	14	16	15	14
Inflacja bazowa	24		23 <sup>b</sup>	24	23	23	24	23	22	24	23	22
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	30	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Place brutto, zatrudnienie	16	15	15	18	17	16	17	16	15	16	16	15
Bezrobocie	30	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	13 <sup>c</sup>	13	14	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Podaż pieniądza	13	14	14	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bilans NBP	6	7	7	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Wskaźniki koniunktury	23	23	23	24	23	23	24	23	25	23	23	22

\* dane kwartalne; <sup>a</sup> dane wstępne za styczeń, <sup>b</sup> dane za styczeń i luty, <sup>c</sup> za listopad 2005 itd., <sup>d</sup> za styczeń, <sup>e</sup> za luty

Źródło: GUS, NBP



## Dane i prognozy ekonomiczne

## Wskaźniki miesięczne

		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	sty 06
Produkcja przemysłowa	% r/r	6,8	4,6	2,3	-3,7	-1,1	0,9	6,9	2,6	4,8	5,9	7,6	8,5	8,4	9,9
Sprzedaż detaliczna <sup>c</sup>	% r/r	2,8	7,5	2,4	-0,3	-14,4	8,0	10,5	5,0	7,9	5,4	7,5	7,3	8,1	7,9
Stopa bezrobocia	%	19,1	19,5	19,4	19,3	18,8	18,3	18,0	17,9	17,8	17,6	17,3	17,3	17,6	18,1
Place brutto <sup>b c</sup>	% r/r	3,2	2,6	1,4	2,2	1,8	3,0	4,5	3,2	2,8	1,8	6,4	6,9	4,5	4,3
Zatrudnienie <sup>b</sup>	% r/r	0,2	1,5	1,6	1,6	1,7	1,6	1,7	1,8	2,0	2,2	2,1	2,4	2,5	1,7
Eksport (w euro) <sup>d</sup>	% r/r	22,5	35,0	27,3	11,0	12,6	11,3	12,9	15,0	13,5	14,0	18,2	14,2	16,2	12,1
Import (w euro) <sup>d</sup>	% r/r	16,3	22,7	27,9	6,8	-5,2	13,5	10,8	8,1	13,5	10,0	14,6	11,5	14,3	11,5
Bilans handlowy <sup>d</sup>	mln EUR	-442	100	-60	-359	-19	-495	-172	-143	-341	-127	44	-100	-400	150
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	mln EUR	-489	-408	-317	-275	114	-685	53	-308	-376	-245	-253	-250	-540	-70
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	% PKB	-4,1	-4,0	-3,8	-3,4	-2,7	-2,5	-2,1	-1,8	-1,8	-1,5	-1,4	-1,4	-1,4	-1,3
Deficyt budżetowy (narastająco)	mln PLN	-41,5	-1,6	-8,8	-12,3	-13,9	-18,3	-18,5	-17,5	-18,5	-17,8	-20,6	-22,2	-30,0	-3,0
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu	100,0	4,5	25,2	35,2	39,6	52,3	52,9	49,9	52,8	50,8	58,8	63,4	85,7	9,0
Inflacja (CPI)	% r/r	4,4	3,7	3,6	3,4	3,0	2,5	1,4	1,3	1,6	1,8	1,6	1,0	0,9	1,2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	5,2	4,5	3,2	2,2	0,9	-0,5	0,0	0,0	-0,2	-0,5	-0,9	-0,4	0,9	0,9
Podaż pieniądza (M3)*	% r/r	8,7	9,3	9,4	11,0	10,0	13,2	10,8	10,4	11,1	12,7	8,7	12,5	10,6	10,8
Zobowiązania*	% r/r	8,1	8,4	8,7	10,4	8,7	11,9	9,2	9,4	10,1	11,6	6,3	11,0	9,0	9,7
Należności*	% r/r	2,9	3,5	2,4	4,6	5,3	9,4	7,4	8,8	9,0	9,6	4,4	10,1	11,3	12,0
USD/PLN	PLN	3,09	3,11	3,06	3,04	3,21	3,29	3,34	3,40	3,29	3,20	3,26	3,37	3,25	3,18
EUR/PLN	PLN	4,14	4,08	3,99	4,02	4,16	4,18	4,06	4,10	4,05	3,92	3,92	3,97	3,85	3,82
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	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	4,25
WIBOR 3M	%	6,72	6,63	6,54	6,15	5,78	5,48	5,22	4,66	4,67	4,57	4,50	4,64	4,62	4,50
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	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	5,75
Rentowność bonów 52-tyg.	%	6,44	6,28	5,95	5,51	5,36	5,19	5,09	4,30	4,33	4,15	4,19	4,35	4,38	4,24
Rentowność obligacji 2L	%	6,39	6,24	5,82	5,43	5,39	5,27	5,14	4,50	4,60	4,22	4,42	4,75	4,64	4,40
Rentowność obligacji 5L	%	6,29	6,31	5,80	5,56	5,50	5,38	5,25	4,70	4,84	4,51	4,85	5,23	5,04	4,80
Rentowność obligacji 10L	%	6,02	5,98	5,72	5,57	5,49	5,36	5,24	4,72	4,87	4,57	4,90	5,36	5,14	4,90

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

<sup>a</sup> wartość na koniec okresu; <sup>b</sup> w sektorze przedsiębiorstw; <sup>c</sup> nominalnie; <sup>d</sup> 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	1Q05	2Q05	3Q05	4Q05	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06
PKB	mld PLN	842,1	922,2	970,5	1 027,7	226,2	235,7	237,2	271,3	239,1	249,4	251,2	288,0
PKB	% r/r	3,8	5,3	3,4	4,3	2,1	2,8	3,7	4,5	4,1	4,3	4,3	4,4
Popyt krajowy	% r/r	2,7	5,9	1,5	4,2	1,1	-0,5	1,6	3,7	3,9	4,2	4,1	4,5
Spożycie indywidualne	% r/r	1,9	4,0	2,3	3,6	1,7	1,6	2,7	3,3	3,5	4,0	3,5	3,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-0,1	6,3	4,9	8,2	1,2	3,8	5,7	6,5	9,0	8,0	8,0	8,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	8,4	12,3	3,9	5,8	0,7	2,3	4,5	8,2	9,5	3,5	4,8	5,4
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	3,6	7,1	1,7	6,9	-0,4	-3,2	4,1	6,4	4,3	6,4	8,2	8,7
Stopa bezrobocia <sup>a</sup>	%	20,0	19,1	17,6	16,6	19,3	18,0	17,6	17,6	17,9	16,8	16,3	16,6
Place realne brutto <sup>c</sup>	% r/r	2,0	0,8	1,3	3,2	-1,3	0,8	1,1	4,7	3,5	3,1	4,7	1,3
Eksport (w euro) <sup>b</sup>	% r/r	9,1	22,3	16,1	8,4	23,1	12,2	14,1	16,1	10,0	10,0	7,0	7,0
Import (w euro) <sup>b</sup>	% r/r	3,3	19,5	11,6	12,3	17,8	5,7	10,4	13,4	10,0	17,0	11,0	11,0
Bilans handlowy <sup>b</sup>	mld EUR	-5 077	-4 552	-2 074	-5 260	-316	-690	-612	-456	-348	-2 124	-1 447	-1 341
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	mld EUR	-4 108	-8 401	-3 499	-5 260	-1 001	-529	-926	-1 043	-348	-2 124	-1 447	-1 341
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	% PKB	-2,1	-4,1	-1,5	-2,0	-3,3	-2,1	-1,5	-1,4	-1,2	-1,8	-1,9	-2,0
Deficyt budżetowy <sup>a</sup>	mld PLN	-37,0	-41,5	-30,0	-30,5	-12,3	-18,5	-17,8	-30,0	-12,2	-18,3	-24,4	-30,5
Deficyt budżetowy	% PKB	-4,4	-4,5	-3,1	-3,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja	% r/r	0,8	3,5	2,1	1,4	3,6	2,3	1,6	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5
Inflacja <sup>a</sup>	% r/r	1,7	4,4	0,9	1,9	3,4	1,4	1,8	0,9	1,4	1,5	1,2	1,9
Ceny produkcji	% r/r	2,6	7,0	0,8	1,3	3,3	0,1	-0,2	-0,1	1,2	0,9	1,4	1,7
Podaż pieniądza (M3)* <sup>a</sup>	% r/r	5,6	8,7	10,6	11,4	11,0	10,8	12,7	10,6	10,5	10,6	9,3	11,4
Zobowiązania* <sup>a</sup>	% r/r	3,7	8,1	9,0	11,7	10,4	9,2	11,6	9,0	9,4	11,1	9,2	11,7
Należności* <sup>a</sup>	% r/r	8,1	2,9	11,3	15,0	4,6	7,4	9,6	11,3	12,9	14,6	16,7	15,0
USD/PLN	PLN	3,89	3,65	3,23	3,23	3,07	3,28	3,30	3,29	3,22	3,24	3,28	3,18
EUR/PLN	PLN	4,40	4,53	4,02	3,97	4,03	4,13	4,02	3,91	3,88	3,98	4,03	3,98
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	5,25	6,50	4,50	4,25	6,00	5,00	4,50	4,50	4,25	4,25	4,25	4,25
WIBOR 3M	%	5,69	6,21	5,29	4,45	6,44	5,49	4,63	4,59	4,43	4,45	4,45	4,45
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	6,75	8,00	6,00	5,75	7,50	6,50	6,00	6,00	5,75	5,75	5,75	5,75
Rentowność bonów 52-tyg.	%	5,33	6,50	4,92	4,43	5,91	5,21	4,26	4,31	4,30	4,40	4,50	4,50
Rentowność obligacji 2L	%	5,38	6,89	5,04	4,55	5,83	5,27	4,44	4,60	4,40	4,50	4,60	4,70
Rentowność obligacji 5L	%	5,61	7,02	5,25	5,06	5,89	5,38	4,68	5,04	4,90	5,00	5,15	5,20
Rentowność obligacji 10L	%	5,77	6,84	5,24	5,14	5,76	5,37	4,72	5,13	5,00	5,10	5,20	5,25

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

<sup>a</sup> wartość na koniec okresu; <sup>b</sup> dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji; <sup>c</sup> 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](mailto:maciej.reluga@bzwbk.pl)

<b>Piotr Bielski</b>	022 586 83 33
<b>Piotr Bujak</b>	022 586 83 41
<b>Cezary Chrapek</b>	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.

