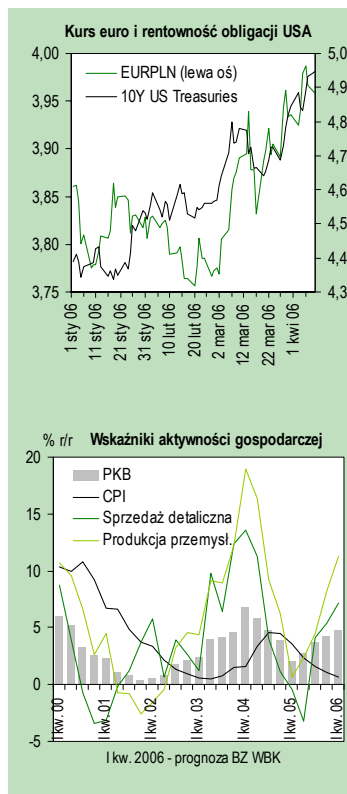


# MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Kwiecień 2006



## W tym miesiącu:

Gospodarka Polski	2
Pod lupą: Bank centralny	5
Pod lupą: Rząd i polityka	7
Monitor rynku	9
Przegląd międzynarodowy	11
Kalendarz makroekonomiczny	12
Dane i prognozy ekonomiczne	13

**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

## Przesilenie wiosenne

W ostatnich tygodniach nastąpił dalszy wzrost rentowności obligacji na rynkach światowych, co doprowadziło do dalszego osłabienia złotego oraz wzrostu rynkowych stóp procentowych również w Polsce. Taki scenariusz rozwoju sytuacji na polskim rynku był zgodny z naszymi prognozami, więc nie widzimy powodu do zmiany utrzymywanych od dłuższego czasu prognoz kursu walutowego (EURPLN ok. 3,95 średnio w 2006 r.). Niemniej jednak, o ile według naszych prognoz złoty miałby przebić poziom 4 wobec euro i rentowności obligacji o długim terminie zapadalności poziom 5% dopiero w trzecim kwartale, to istnieje ryzyko, że nastąpi to jeszcze na wiosnę (rentowność obligacji 10-letnich już jest powyżej 5%). Będzie to zależało przede wszystkim od sytuacji na rynkach światowych, choć możliwy brak podwyżki stóp EBC w maju stanowiłby pewne wsparcie dla polskiego rynku, oraz od rozwoju sytuacji na scenie politycznej, która może działać w przeciwnym kierunku.

Wszystko wskazuje na to, że wcześniejszych wyborów na wiosnę nie będzie i że powstanie koalicja rządowa Prawa i Sprawiedliwości z Samoobroną oraz PSL lub LPR. Rozpoczęcie rozmów o koalicji z Samoobroną rodzi pytania o ewentualne zmiany polityki gospodarczej rządu (oraz zmiany personalne w rządzie). O ile oczywistym stwierdzeniem jest, że ryzyko rośnie, to jego skala (w jakiejś mierze już uwzględniona przez rynek) pozostanie w najbliższym czasie dużą niewiadomą.

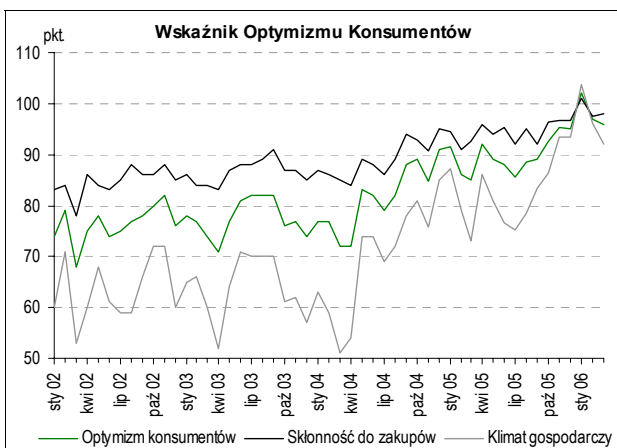
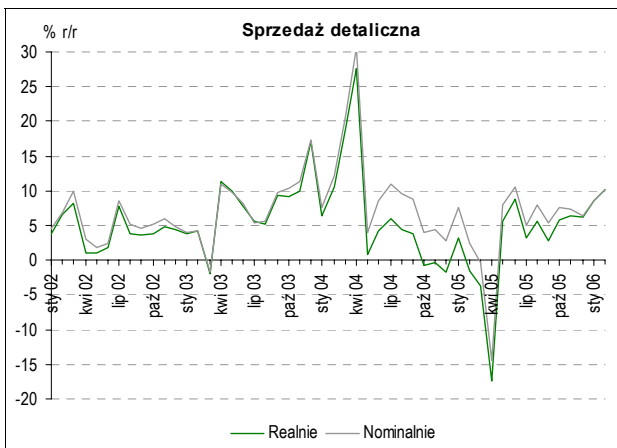
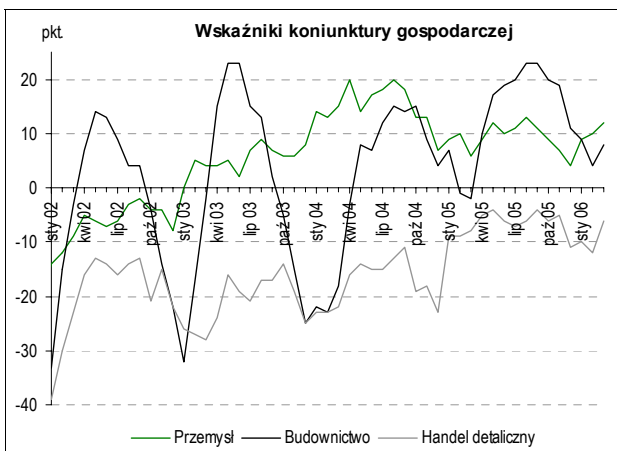
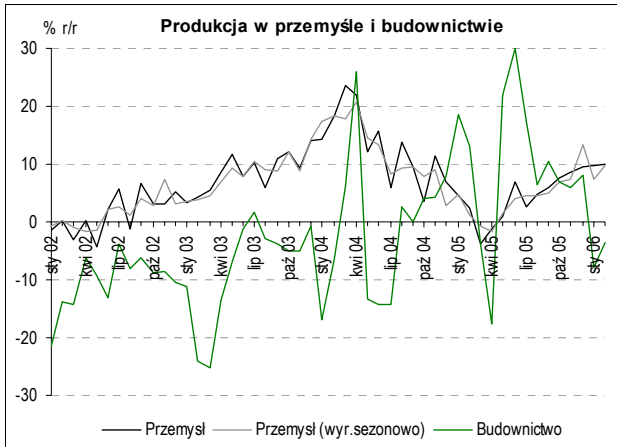
Dane makroekonomiczne opublikowane w minionym miesiącu przyniosły dobre wiadomości na temat sytuacji gospodarczej. Produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna były lepsze niż oczekiwano, wskazując na znaczne przyspieszenie wzrostu gospodarczego na początku 2006 r. Według naszych prognoz, w kolejnych kwartałach wzrost PKB powinien być nieco mniejszy. Co ważne, dane z rynku pracy pokazały, że trend wzrostowy w popycie krajowym, który zarysował się wyraźnie w danych o PKB za IV kwartał 2005 r., powinien być kontynuowany. Bezrobocie systematycznie spada, kontynuowany jest wzrost zatrudnienia oraz przyspieszenie dynamiki płac. Eksport utrzymuje się na wysokim poziomie a obserwowane ostatnio osłabienie złotego daje też pewien oddech dla jego opłacalności.

O ile krótkoterminowe perspektywy inflacji pozostają korzystne (możliwy dalszy jej spadek w marcu), to utrzymujemy nasz pogląd, że stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie do końca roku. Na marcowym posiedzeniu stopy procentowe pozostały bez zmian, co zostało uzasadnione tym, że wzrost popytu krajowego i jednostkowych kosztów pracy będzie stopniowo zwiększał inflację w średnim okresie. Co równie ważne jednak, w ostatnich tygodniach większość członków Rady, w tym ci, którzy jeszcze nie tak dawno temu opowiadali się za łagodniejszą polityką pieniężną, zasugerowało, że stopy powinny pozostać na poziomie 4% przez jakiś czas.

Na rynku finansowym 31 marca 2006 r.:					
Stopa depozytowa NBP	2,50	WIBOR 3M	4,17	USDPLN	3,2491
Stopa referencyjna NBP	4,00	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	3,97	EURPLN	3,9357
Stopa lombardowa NBP	5,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	4,80	EURUSD	1,2113

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.04.2006 r.

## Gospodarka Polski

**Bardzo szybki wzrost produkcji w lutym**

- Lutowe dane o produkcji przemysłowej były miłą niespodzianką, pokazując wzrost o 10,1% r/r w porównaniu ze wzrostem (po rewizji) o 9,8% w styczniu.
- Wzrost produkcji w sektorze przetwórczym był jeszcze większy i osiągnął poziom 11,7% r/r, podczas gdy produkcja przemysłowa wyrównana o czynniki sezonowe wzrosła o 9,8% r/r, co było najlepszym wynikiem od 20 miesięcy.
- Mniej optymistyczne były dane o produkcji budowlano-montażowej, która była 3,5% niższa niż przed rokiem. Jednak po raz kolejny istotny mógł być wpływ warunków atmosferycznych, gdyż nastąpił spadek produkcji budowlanej związanej z pracami na zewnątrz (wznoszenie budynków i budowli, inżynieria lądowa i wodna), podczas gdy w pracach wykończeniowych nastąpił wzrost dwucyfrowy w ujęciu rocznym.

**... a w marcu dalsza poprawa koniunktury**

- Badanie koniunktury gospodarczej przeprowadzone przez GUS w marcu dało dość optymistyczne wyniki, pokazując poprawę nastrojów przedsiębiorców we wszystkich analizowanych obszarach - w przetwórstwie przemysłowym, w budownictwie oraz w handlu detalicznym.
- Firmy przetwórcze informowały o poprawie portfela zamówień, były też optymistyczne jeśli chodzi o przyszłe zamówienia i produkcję. Spodziewały się też ograniczenia skali zwolnień pracowników i nieznacznego wzrostu cen produkcji.
- W budownictwie dominowały optymistyczne oceny obecnej i przyszłej sytuacji, oczekiwania dalszego wzrostu zamówień i produkcji oraz wzrostu zatrudnienia i cen. Wskaźnik ogólnego nastroju w handlu był nadal ujemny, ale uległ wyraźnej poprawie i był lepszy niż przed rokiem.

**Wzrost sprzedaży również powyżej oczekiwań**

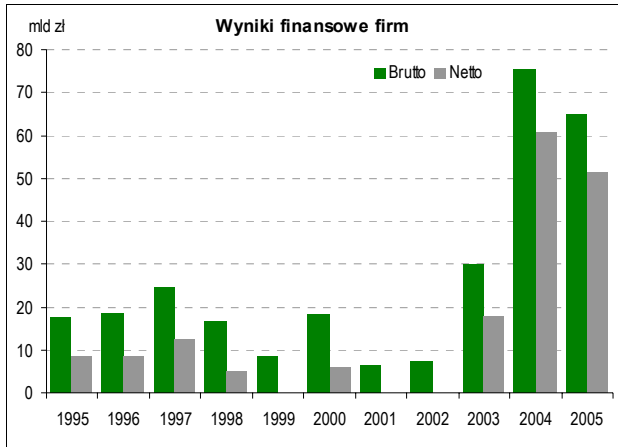
- Sprzedaż detaliczna w lutym wzrosła o 10,2% r/r, przewyższając oczekiwania rynkowe (ok. 9%) i potwierdzając umocnienie popytu konsumpcyjnego. Co ciekawe, realny wzrost sprzedaży detalicznej był równie wysoki jak nominalny (10,1% r/r), pokazując, że ceny w handlu stoją w zasadzie w miejscu.
- Solidny wzrost został zanotowany w większości działów, w tym w sprzedaży pojazdów mechanicznych (11,9%), kosmetyków i farmaceutyków (9,6%) oraz artykułów RTV i AGD (9,5%) - czyli w przypadku dóbr innych niż artykuły pierwszej potrzeby.
- Najwyraźniej, gospodarstwa domowe zaczęły korzystać z poprawy sytuacji finansowej, która nastąpiła w efekcie ożywienia na rynku pracy. W marcu dane o sprzedaży będą chwilowo słabsze, jednak będzie to efekt jednorazowy związany z późniejszymi niż w ubiegłym roku świętami wielkanocnymi.

**... i konsumenci pozostają w dobrych nastrojach**

- Badanie nastrojów gospodarstw domowych, przeprowadzone w marcu przez Ipsos, przyniosło mieszane wyniki. O ile ogólny indeks optymizmu konsumentów zmniejszył się do 96 pkt z 97 pkt w lutym, a indeks klimatu gospodarczego spadł do 92,1 pkt z 96,3 pkt, to wskaźnik skłonności do zakupów wzrósł do 98,1 pkt z 97,5 pkt miesiąc wcześniej.
- Spadek wskaźników optymizmu konsumentów i oceny klimatu gospodarczego można uznać za zjawisko sezonowe. W porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku oba indeksy zanotowały znaczne wzrosty, najsilniejsze od wielu miesięcy. Indeks skłonności do zakupów również wzrósł w ujęciu rocznym. W sumie, wyniki badania potwierdzają, że popyt konsumpcyjny jest ważną siłą napędową przyspieszającego wzrostu gospodarczego na początku 2006 r.

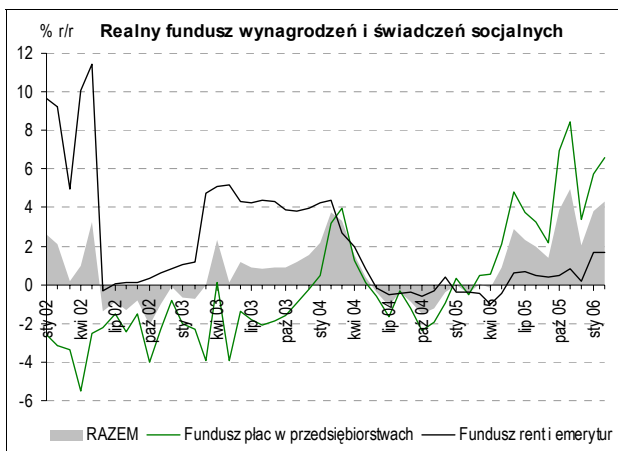
Źródło: GUS, obliczenia własne

## Gospodarka Polski

**Wysokie zyski przedsiębiorstw w 2005 roku**

▪ Dane GUS o wynikach finansowych przedsiębiorstw w 2005 roku pokazały, że były one nieco gorsze od wypracowanych w 2004 roku. Należy jednak wziąć pod uwagę, że dane z roku 2004 były wyjątkowo dobre, między innymi na skutek polepszenia sytuacji ekonomicznej po wejściu Polski do Unii Europejskiej oraz w wyniku znacznie słabszego złotego, co poprawiało opłacalność eksportu.

▪ Wynik finansowy brutto w 2005 roku wyniósł 65 mld zł, a wynik finansowy netto 51,4 mld zł, podczas gdy w poprzednim roku odpowiednie wielkości wyniosły 75,4 mld zł i 60,7 mld zł. Wyniki te były o wiele lepsze niż we wszystkich poprzednich latach od początku transformacji polskiej gospodarki. Dobrze wróży to perspektywom wzrostu gospodarczego w tym roku, szczególnie jeśli chodzi o popyt inwestycyjny.

**Kontynuacja poprawy na rynku pracy**

▪ Miesięczne dane z rynku pracy okazały się znacznie lepsze od oczekiwanych. Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w lutym o 4,8% r/r, po wzroście o 3,6% w styczniu, podczas gdy zatrudnienie zwiększyło się o 2,5% r/r, nieznacznie wolniej wobec 2,6% miesiąc wcześniej.

▪ Fundusz płac w sektorze firm wzrósł o 7,3% r/r, co było trzecim najlepszym wynikiem w ostatnich pięciu latach (zaraz po wynikach z października i listopada 2005). Realny wzrost płac i funduszu płac jest niemal równie imponujący za sprawą niskiej inflacji.

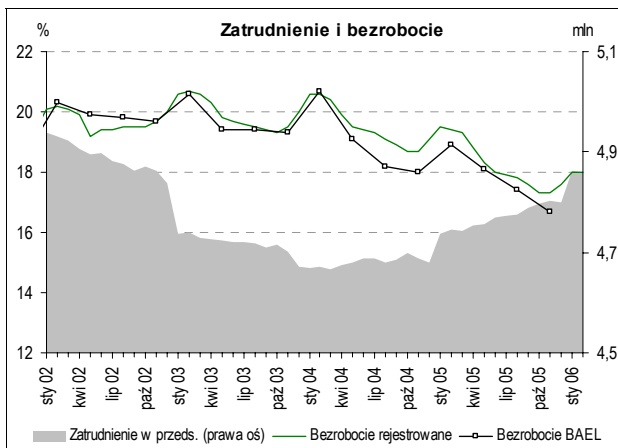
▪ Kolejna pozytywna niespodzianka z rynku pracy sugeruje, że ożywienie obserwowane ostatnio w tym obszarze jest czymś więcej niż tylko krótkotrwałym zjawiskiem. Podobny obraz wyłania się z danych Badań Aktywności Ekonomicznej Ludności (BAEL).

▪ Stopa bezrobocia wg BAEL spadła do 16,7% w IV kwartale 2005 z 17,4% kwartał wcześniej, osiągając najniższy poziom od końca 2000 roku. Liczba bezrobotnych obniżyła się poniżej 3 mln po raz pierwszy od 5 lat.

▪ Wyniki badania potwierdziły też trwałość wzrostowej tendencji zatrudnienia, ponieważ w IV kwartale liczba osób pracujących wzrosła o 2,4% r/r. Wskaźnik zatrudnienia (stosunek liczby zatrudnionych do liczby ludności w wieku produkcyjnym) ustabilizował się na poziomie ok. 46%, o 0,8 pkt. proc. wyżej niż w IV kwartale 2004 i najwyższej od 2001 roku.

▪ Dane potwierdzają oczekiwania na umocnienie wzrostu konsumpcji, tym bardziej, że od marca pomoże w tym również wyższy fundusz rent i emerytur dzięki waloryzacji tych świadczeń.

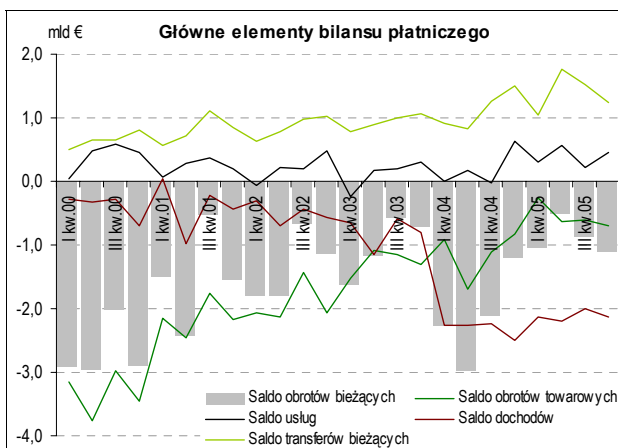
▪ Biorąc pod uwagę, że sytuacja na rynku pracy jest jednym z najbardziej uważnie śledzonych czynników przez bank centralny, kontynuacja poprawy w tym zakresie może powstrzymać Radę Polityki Pieniężnej od dalszych obniżek stóp procentowych.

**Eksport wciąż dobrze, jednak co z jego opłacalnością**

▪ Coraz lepszym danym dotyczącym popytu krajowego towarzyszy stabilna (czyli dobra) sytuacja w wymianie zewnętrznej.

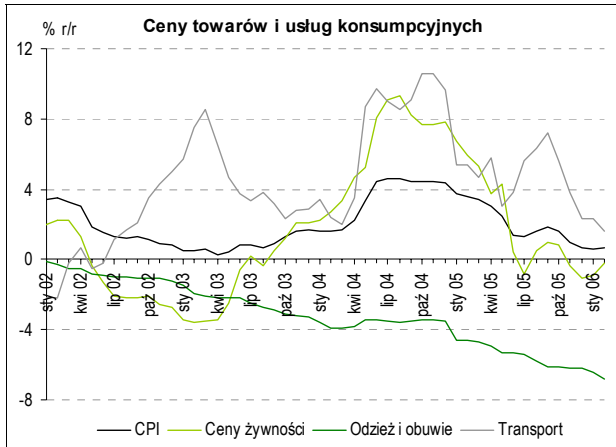
▪ W IV kw. deficyt obrotów bieżących wyniósł 1,099 mld euro wobec deficytu 861 mln kwartał wcześniej i 1,192 mld rok wcześniej, a deficyt handlowy wyniósł 691 mln euro (143 mln mniej niż rok wcześniej). 12-miesięczny deficyt obrotów bieżących wyniósł 1,7% PKB.

▪ W IV kw. wzrost eksportu wyniósł 18% r/r, a importu 16,5% (w całym roku odpowiednio 17,1% i 12,6%). Obroty eksportu utrzymały się więc na wysokim poziomie pomimo umocnienia złotego, a w statystykach importu widoczne było ożywienie popytu wewnętrznego. Pozostaje jednak pytanie, czy silny złoty nie odbije się w końcu na popycie krajowym poprzez obniżenie opłacalności eksportu i wpływ na tempo wzrostu płac i inwestycji.

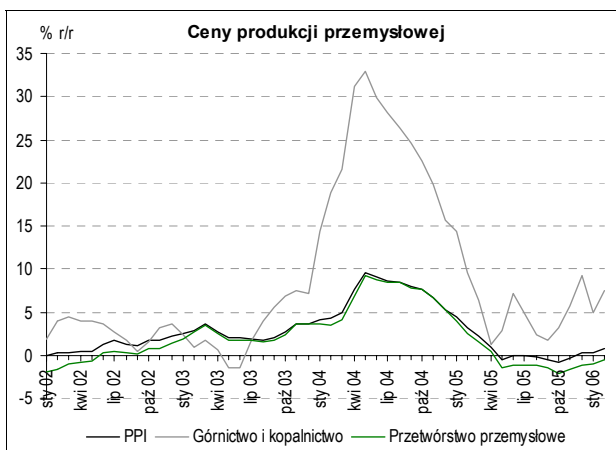
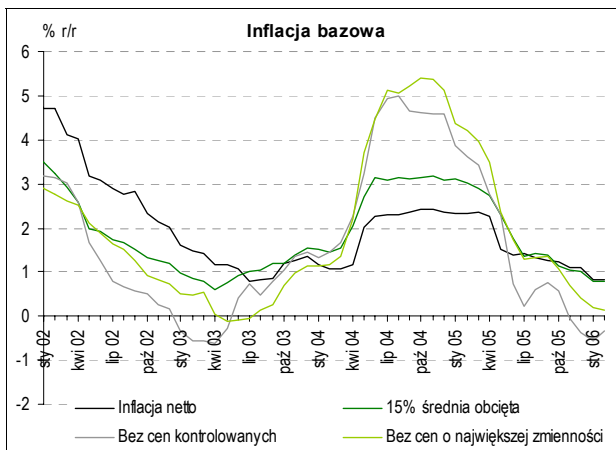


Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

# Gospodarka Polski



Wagi stosowane w obliczaniu CPI (%)	2005	2006	zmiana
Żywność i napoje bezalkoholowe	26,9	27,2	0,3
Napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe	5,7	5,7	0,0
Odzież i obuwie	5,0	5,0	0,0
Użytkowanie mieszkania i nośniki energii	20,9	20,3	-0,6
Wyposażenie mieszk. i prowadzenie. gosp. dom.	4,7	4,7	0,0
Zdrowie	5,3	5,3	0,0
Transport	8,8	8,5	-0,3
Łączność	5,0	5,6	0,6
Rekreacja i kultura	6,6	6,6	0,0
Edukacja	1,6	1,4	-0,2
Restauracje i hotele	4,3	4,5	0,2
Inne towary i usługi	5,2	5,2	0,0



## Stopa inflacji blisko dna

Stopa inflacji wyniosła w lutym 0,7% r/r i 0% m/m. Brak zmian cen w ujęciu miesięcznym był nieco poniżej naszej prognozy, która zakładała wzrost o 0,1%. Co ciekawe, sytuacja taka miała miejsce pomimo wyższego od oczekiwań wzrostu cen żywności (o 0,6%). Z drugiej strony, w lutym nastąpił spadek cen paliw o 1% i spadek cen odzieży i obuwia o 2,4%, a pozostałe kategorie koszyka inflacyjnego nie wskazały na tendencję do wzrostu cen.

Dane inflacyjne potwierdziły nasz pogląd (podzielany przez większość uczestników rynku), że inflacja pozostanie niska w najbliższych miesiącach – poniżej 1% do października-listopada i ok. 1,5% w grudniu.

Inflacja marcowa, przy stabilizacji cen paliw będzie zależała od kształtowania się cen żywności. Według Ministerstwa Finansów inflacja CPI może spaść w marcu do 0,4-0,5% r/r za sprawą obniżających się cen żywności, podczas gdy my prognozujemy delikatny wzrost cen żywności i spadek CPI do 0,6% r/r.

Z punktu widzenia polityki pieniężnej ważniejsza jest oczywiście inflacja w latach 2007-08 niż w 2006. A wygląda na to, że w takim okresie inflacja powinna rosnać, za czym przemawiają między innymi przyspieszenie popytu wewnętrznego i ożywienie na rynku pracy.

Zgodnie z wcześniejszymi sugestiami ze strony urzędu statystycznego zmiana systemu wag w koszyku konsumpcyjnym okazała się nie mieć bardzo znaczącego wpływu na szacunki inflacji w styczniu – rewizja do 0,6% r/r z 0,7%.

Warto zwrócić uwagę, że w koszyku wzrósł o 0,6 pkt proc. udział łączności (prawdopodobnie w związku z uwzględnieniem usług telefonii komórkowej), nieco wyższy był udział żywności (o 0,3 pkt proc.), a spadł udział wydatków na użytkowanie mieszkania i nośniki energii (o 0,6 pkt proc.).

## Inflacja bazowa pozostaje bardzo niska

Dane o inflacji bazowej, które wskazują presję inflacyjną po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze przypadkowym i egzogenicznym, ponownie pokazała, że presja na ceny jest prawie niewidoczna i w najbliższym czasie inflacja pozostanie niska. Ekspansja gospodarki jak dotychczas nie zaczęła wywierać presji na wzrost cen.

Cztery z pięciu miar inflacji bazowej zanotowały w lutym spadek w porównaniu z grudniowym poziomem. Zgodnie z naszą prognozą, inflacja netto wyniosła w styczniu i lutym 0,8% r/r, spadając z 1,1% r/r w grudniu i osiągając najniższy poziom od sierpnia 2003 r. Druga z najważniejszych obserwowanych miar inflacji bazowej, 15% średnia obciążenia, również wyniosła w styczniu i lutym 0,8% r/r (1,0% w grudniu).

## ... podobnie jak ceny producenta

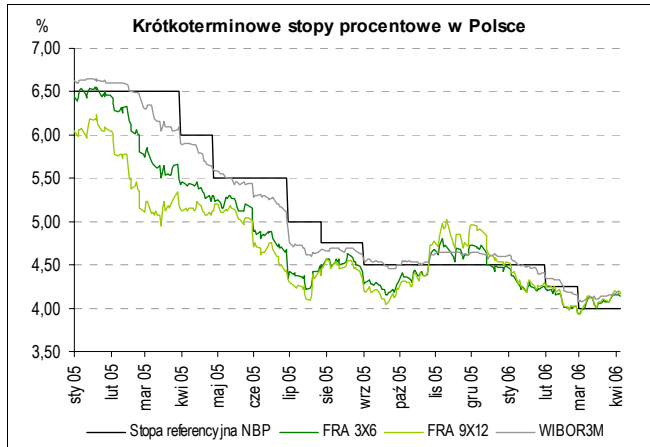
Co prawda nastąpił wzrost inflacji producenta (PPI) z 0,3% w styczniu do 0,7% w lutym, jednak było to wyłącznie wynikiem niskiej bazy statystycznej roku ubiegłego, gdyż w ujęciu miesięcznym ceny spadły o 0,1%.

Spadek o 0,2% m/m nastąpił w sektorze przetwórczym, co wynikało po części z obniżenia cen produktów rafinacji ropy naftowej, jednak ceny w pozostałych branżach przetwórstwa przemysłowego również się obniżyły, co wskazuje obecnie na brak istotnego ryzyka dla wzrostu inflacji.

Oczekujemy, że w najbliższych miesiącach wskaźnik inflacji PPI pozostanie na bardzo niskim poziomie (być może nawet poniżej zera w kwietniu), po czym, podobnie jak inflacja CPI, pod koniec roku nastąpi wzrost do ok. 1,5%. Wydaje się, że taki rozwój sytuacji jest scenariuszem bazowym dla Rady.



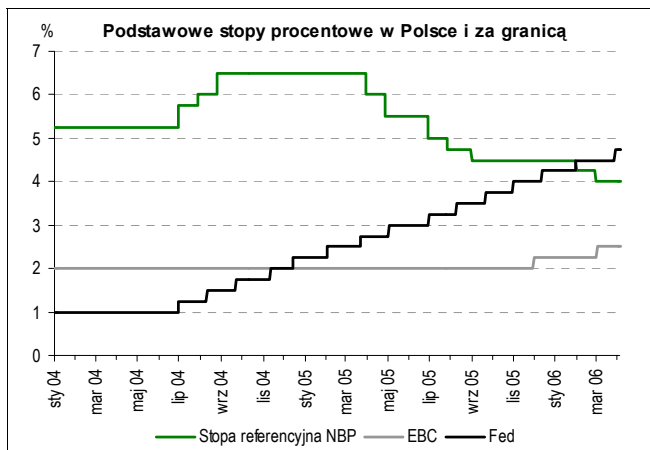
## Pod lupą: Bank centralny



### Wybrane fragmenty komunikatu RPP z dnia 29 marca 2006

Dane za IV kw. 2005 r. o przyspieszeniu wzrostu płac w gospodarce, wzroście liczby pracujących oraz PKB potwierdzają wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy w gospodarce. (...) Niezbędnym warunkiem trwałego przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego, nie stwarzającego ryzyka dla realizacji celu inflacyjnego jest to, aby w dłuższym okresie płace nie rosły szybciej niż wydajność pracy.

Czynniki o charakterze krótkookresowym mogą sprawić, iż z dużym prawdopodobieństwem w perspektywie II, a być może III kwartału 2006 r. inflacja będzie się utrzymywać poniżej celu inflacyjnego. Natomiast, w horyzoncie projekcji (tzn. w latach 2007 i 2008) wzrost popytu krajowego oraz jednostkowych kosztów pracy będą powodować stopniowy powrót inflacji do celu (2,5%), jak wskazywała projekcja styczniowa. Istotne dla projekcji dane (dane BAEL za IV kw. 2005 r.), jak również dokonane w styczniu i lutym br. obniżki stóp procentowych wzmocniają tę ocenę.



Wyniki głosowań RPP	III'05	IV'05	VI'05	VII'05	VIII'05	I'06
Balcerowicz	-50pb	-50pb	-50pb	-25pb	-25pb	-25pb
Czekaj	+	+	+	+	+	+
Filar	-	+	+	-	-	-
Nieckarz	+	+	+	+	+	+
Noga	+	+	+	-	-	-
Owsiak	+	+	+	+	+	+
Pietrewicz	+	+	+	+	+	+
Sławiński	+	+	+	+	+	+
Wasilewska-Trenkner	+	+	+	-	-	+
Wojtyła	+	+	+	+	+	+

Źródło: NBP, Reuters

### Czy to już naprawdę koniec?

▪ Zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej podjęła na marcowym posiedzeniu decyzję o utrzymaniu poziomu stóp procentowych bez zmian. Uzasadnienie tej decyzji zawarte w oficjalnym komunikacie RPP były mniej więcej zgodne z oczekiwaniami. Czynniki, na które wskazała Rada, miały głównie „jastrzębi” charakter i sugerowały, że pozostało niewiele przestrzeni (jeśli w ogóle jakakolwiek) na dalsze obniżki stóp.

▪ W odniesieniu do danych inflacyjnych, zaznaczono, że bardzo niski poziom bieżącej inflacji wynika w dużym stopniu z działania czynników krótkookresowych, takich jak niskie marże dystrybucyjne na rynku paliw oraz utrzymywanie się wysokiej podaży na rynku żywności.

▪ Oficjalny komunikat RPP, którego wybrane fragmenty prezentujemy obok, uzupełniony o wypowiedzi prezesa NBP w trakcie konferencji prasowej, wskazał wyraźnie, że nie należy liczyć na dalsze obniżki stóp w najbliższych miesiącach.

▪ Chociaż oficjalne komunikaty RPP często były obciążone nadmiernie „jastrzębim” punktem widzenia, to najnowsze wypowiedzi członków RPP (patrz niżej) sugerują, że komunikat z marca dość dobrze oddaje sposób myślenia większości członków Rady. Przy obecnie dostępnym zestawie informacji z gospodarki, dalsze obniżki stóp są mało prawdopodobne. Nie można jednak wykluczyć, że część przedstawicieli RPP zmieni zdanie pod wpływem nowych informacji. W najbliższym czasie oprócz miesięcznych i kwartalnych danych statystycznych kluczowy będzie kwietniowy *Raport o inflacji* zawierający nową projekcję inflacji. Niemniej, naszym zdaniem nowa projekcja nie powinna poprawić się w porównaniu ze styczniową na tyle znacząco, aby przekonać większość członków RPP do dalszych obniżek stóp procentowych.

### Siła złotego a stopy

▪ W komunikacie po marcowym posiedzeniu RPP zwróciła uwagę na osłabienie złotego, które nastąpiło od lutowego posiedzenia w skali 5% wobec euro i 3,9% wobec dolara.

▪ Gdy przeszło rok temu Rada rozpoczynała cykl obniżek stóp procentowych, również nastąpiło osłabienie złotego. Nie powstrzymało to jednak bankierów centralnych od obniżek stóp w marcu i kwietniu.

▪ Teraz może być jednak inaczej, głównie ze względu na to, że tym razem osłabienie złotego może potrwać trochę dłużej. Na niekorzyść złotego przemawia przede wszystkim zmiana relacji stóp procentowych pomiędzy Polską a USA i strefą euro. Poza tym, podstawowe stopy procentowe są już bardzo niskie, więc przestrzeń do ich ewentualnej redukcji w naturalny sposób uległa wyczerpaniu.

### Zmiany bilansu sił w RPP

▪ Według oficjalnej informacji opublikowanej w Monitorze Sądowym i Gospodarczym, obniżka stóp procentowych w styczniu o 25 pb została przegłosowana większością 7:3. W mniejszości znalazł się już po raz kolejny prezes NBP Leszek Balcerowicz oraz Dariusz Filar i Marian Noga. Halina Wasilewska-Trenkner, która była przeciwna poprzednim obniżkom stóp w lipcu i sierpniu, w styczniu zmieniła zdanie.

▪ W nowym *Raporcie o inflacji*, który ma zostać opublikowany pod koniec kwietnia, przedstawione zostaną wyniki wszystkich głosowań RPP w I kw. br.

▪ Sądzimy, że obniżka stóp w lutym mogła zostać przegłosowana mniejszą większością niż 7:3, a w marcu wykształcił się szeroki konsensus, iż stopy procentowe powinny pozostać bez zmian.

## Pod lupą: Bank centralny

### Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

#### Stanisław Nieckarz

PAP, 17 marca

Po dokonanych w tym roku obniżkach podstawowych stóp procentowych trzeba teraz trochę poczekać na dane z następnymi miesiącami. Powinny one potwierdzić długookresowe korzystne tendencje dla przebiegu inflacji.

Oczekuje się w najbliższych miesiącach podwyżek stóp w strefie euro i w USA, a jeżeli one nastąpią, to może się okazać, że nasze obecne stopy procentowe nie będą wymagać korekt do dołu, albo tylko nieznacznych, ponieważ dysparytet realnych stóp ulegnie zmniejszeniu.

Wskaźnik cen CPI w marcu powinien wynieść 0,8 proc. i do końca 2006 roku utrzyma się zapewne poniżej 1 proc. Będzie to drugi rok, w którym inflacja utrzymać się będzie poniżej dolnej granicy celu inflacyjnego i nie stawia RPP w zbyt komfortowej sytuacji.

#### Mirosław Pietrewicz

Reuters, 17 marca

Jest przyspieszenie wzrostu gospodarczego w warunkach niskiej inflacji. Wskaźniki makroekonomiczne są lepsze, niż nam się wydawało dwa miesiące temu. Obecny poziom stóp procentowych jest właściwy. Nie ma wielkiego pola manewru w polityce pieniężnej.

Jest przedwcześnie mówić o wzmocnieniu presji inflacyjnej, gdyż w dalszym ciągu tempo wzrostu wynagrodzeń jest niższe niż tempo wzrostu wydajności pracy, trzeba jednak obserwować poziom stóp procentowych w innych krajach.

#### Andrzej Sławiński, członek RPP

Radio PiN, PAP, 3 kwietnia

W świetle wyników styczniowej projekcji inflacji stopy są na poziomie zbliżonym do neutralnego.

#### Andrzej Wojtyna, członek RPP

PAP, 21 marca

Co prawda odbudowujący się popyt konsumpcyjny, spowoduje przyspieszenie inflacji, ale będzie ona łagodnie powracać w okolice 2,5 proc., w związku z czym nie ma silnych przesłanek do zmiany stóp procentowych. Przyjmując, że będzie następował stopniowy powrót inflacji do celu, jesteśmy obecnie w pobliżu hipotetycznej naturalnej stopy procentowej.

Przewodzenie polityki pieniężnej polega nie tylko na tym, aby stabilizować inflację, ale także aby nie dokonywać zbyt często zmian stóp procentowych, czyli wygładzać ścieżkę stóp i w ten sposób przyczynić się do stabilizowania produkcji.

Projekcja kwietniowa nie powinna przynieść zasadniczych różnic w ścieżce inflacyjnej, choć oczywiście zostaną uwzględnione pewne korekty. Ważne będą jednak przede wszystkim relacje długookresowe, przede wszystkim między płacami a wydajnością pracy.

#### Halina Wasilewska-Trenkner, członek RPP

Reuters, 6 kwietnia

Teraz widać, że istnieją czynniki ryzyka dla inflacji. Są to ceny żywności, ceny ropy, słaby złoty, wzrost akcyzy. Trzeba pamiętać, że idą też święta, które pchają ceny w górę. Wygląda na to, że trochę szybciej powrócimy do celu inflacyjnego banku.

PAP, 31 marca

Nowa projekcja chyba nie przyniesie gwałtownej zmiany w ocenie inflacji. Może jedynie przesunąć ścieżkę dochodzenia inflacji do celu, może ten okres wydłużyć lub skrócić o kwartał. (...) Informacja w projekcji kwietniowej o tym, że dojdzie do celu wydłużyłoby się o jeden kwartał - w porównaniu z projekcją styczniową - byłaby za słabą przesłanką do luzowania polityki monetarnej. (...) Obecnie nie ma widocznych przesłanek dla obniżki. Jestem zwolennikiem trzymania stopy procentowej na stabilnym poziomie przez dłuższy czas.

Banki w wielu regionach świata oczekując wzrostu cen zaczynają podejmować działania zaostrzające politykę pieniężną. Nie możemy w sposób wyraźny odżegnywać się od tego, co robią wszyscy wokół.

### Komentarz

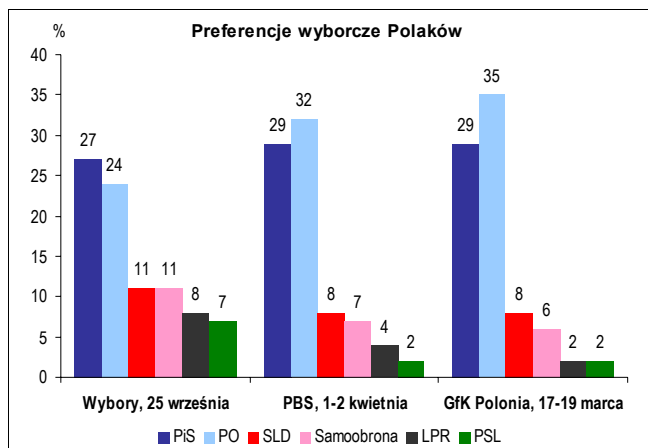
Zestaw opublikowanych danych makroekonomicznych potwierdzający, że wzrost gospodarczy nadal nabiera rozpędu najwyraźniej wpłynął na opinie członków RPP. Co ważne, także na opinie tych, którzy zazwyczaj sprzyjają łagodzeniu polityki pieniężnej. Na niespełna dwa tygodnie przed marcowym posiedzeniem Rady, uczestnicy rynku zostali zaskoczeni przez wypowiedzi dwóch „gołębi” z RPP. Zaskoczenie wynikało z faktu, że tym razem ich wypowiedzi miały dużo bardziej „jastrzębi” wydźwięk. Według Mirosława Pietrewicza stopy procentowe w Polsce są obecnie na właściwym poziomie, biorąc pod uwagę poprawę sytuacji gospodarczej, i bank centralny nie ma już wielkiego pola manewru. Zdaniem Stanisława Nieckarza po dokonanych w tym roku redukcjach stóp Rada powinna obecnie przyjąć pozycję wyczekującą i poczekać na kolejne informacje o gospodarce. Zdaniem Nieckarza, miejsce do dalszej redukcji stóp w Polsce może zniknąć, jeśli oczekiwania na dalsze podwyżki stóp w USA oraz strefie euro zrealizują się w najbliższej przyszłości. Pietrewicz również zwrócił uwagę na tendencje w zakresie kształtowania się stóp procentowych w innych krajach. Wypowiedzi obu członków Rady stanowią dość mocny sygnał, że w najbliższych miesiącach nie należy liczyć na obniżkę stóp procentowych, ponieważ nie będą o nią wnioskować nawet najbardziej radykalne „gołębie” z Rady. Jednocześnie należy jednak zwrócić uwagę, że według przewidywań Nieckarza inflacja może pozostać poniżej 1% do końca tego roku, co nie jest „komfortową sytuacją dla RPP”. Sugeruje to, że Nieckarz (zapewne również Pietrewicz) może ponownie opowiedzieć się za obniżkami stóp za kilka miesięcy, szczególnie, że inflacja w najbliższych miesiącach może okazać się jeszcze niższa niż on przewiduje (np. w marcu powinna być niższa niż prognozowane przez niego 0,8%).

Nawet jeśli członkowie RPP o radykalnie „gołębie” poglądach nabiorą ponownie przekonania o potrzebie obniżki stóp procentowych, to decydujące dla wyników kolejnych posiedzeń Rady będą poglądy umiarkowanych bankierów centralnych, takich jak Andrzej Sławiński i Andrzej Wojtyna. Najnowsze wypowiedzi Sławińskiego i Wojtyny pokazują, że w ich opinii podstawowe stopy procentowe są obecnie na poziomie zbliżonym do neutralnego. Wojtyna oczekuje co prawda, że odbudowujący się popyt konsumpcyjny spowoduje przyspieszenie inflacji, ale proces ten nie powinien być jego zdaniem zbyt gwałtowny, a inflacja powinna łagodnie powracać w okolice 2,5%. Zdaniem Wojtyny nowa projekcja inflacji, która będzie opublikowana w kwietniu, nie powinna przynieść zasadniczych różnic w ścieżce inflacyjnej, choć ważne będą przede wszystkim relacje długookresowe, przede wszystkim między płacami a wydajnością pracy. Wydaje się, że zmiany w nowej projekcji inflacji nie będą na tyle znaczące, aby w RPP znalazła się większość skłonna poprzeć kolejną redukcję stóp procentowych. Powstaje jednak pytanie, czy Sławiński i Wojtyna nie zmieniają zdania co do braku potrzeby dalszych obniżek, gdy inflacja w najbliższym czasie okaże się niższa niż przewidywano. Niechęć Wojtyny do zbyt częstych zmian stóp sugeruje, że w warunkach nabierającej siły gospodarki nie opowie się on raczej za kolejnym cięciem, ponieważ mogłoby to później rodzić zbyt szybko konieczność korekty poziomu stóp w górę.

Jak można się było spodziewać, Halina Wasilewska-Trenkner, która w przeszłości była przeciwko obniżkom stóp procentowych, nie widzi obecnie powodów do obniżki stóp. Jej zdaniem nowa projekcja nie powinna przynieść zbyt znaczących zmian, a jeśli nastąpi przyspieszenie lub spowolnienie powrotu inflacji do celu (według niej raczej przyspieszenie) to najwyżej o jeden kwartał. Co ważne, Wasilewska-Trenkner nie widzi potrzeby zarówno obniżki jak i podwyżki stóp. O ile wskazała ona na kilka czynników ryzyka dla przyszłej inflacji, które mogą sprawić, że inflacja osiągnie poziom 2,5% wcześniej niż poprzednio szacowano, to jej zdaniem najlepszym scenariuszem byłoby, aby stopy procentowe pozostały na obecnym poziomie przez jakiś czas. Komentarze Wasilewskiej-Trenkner, wraz z innymi wypowiedziami członków Rady wspierają nasze przewidywania, że obecnie w RPP ukształtował się szeroki konsensus za utrzymaniem stóp procentowych na poziomie 4% przez dłuższy czas.

Jednym z istotnych czynników - na który wskazuje nie tylko „jastrzębia” Halina Wasilewska-Trenkner, ale również inni członkowie Rady - mogących powstrzymać RPP od dalszych obniżek stóp jest trwająca tendencja do odwrotnych zmian kosztu pieniądza za granicą.

## Pod lupą: Rząd i polityka



### Działania, mające na celu redukcję obciążeń fiskalnych

Obniżenie składki rentowej do 9% z 13% i na ubezpieczenie chorobowe do 1,8% z 2,45%. Zmiany te mają wejść w życie 1 stycznia 2007 r.

Obniżenie stawek PIT do 18 i 32% od 2009 r. Waloryzacja progów podatkowych i kwoty wolnej od podatku (być może już w przypadku 2006 r.), zamrożonych przez poprzedni rząd w 2002 r. Stopniowe wprowadzenie ulg prorodzinnych.

Szereg zmian upraszczających przepisy związane z podatkiem VAT i bardziej korzystny sposób rozliczania amortyzacji.

### ... oraz sposoby sfinansowania tych działań

3,6 mld zł z tytułu zmian w podatku akcyzowym: zrównanie akcyzy na olej opalowy z akcyzą na olej napędowy (już od września 2006 r.), powrót do poziomu akcyzy na paliwa do poziomu sprzed obniżki we wrześniu 2005 r., dostosowanie (podwyżka) stawek akcyzy na inne dobra do regulacji UE.

1,5 mld zł z tytułu uporządkowania systemu podatkowego.

4,1 mld zł z tytułu eliminacji ulgi remontowej i innych ulg, oraz dzięki lepszej ścisłości podatków.

### Propozycje zmian w ustawie o finansach publicznych

Likwidacja państwowych i samorządowych funduszy celowych, włączenie ich przychodów do odpowiednich budżetów z jednoczesnym przejęciem zadań przez administrację samorządową. Pozostaną tylko dwa państwowe fundusze celowe.

Likwidacja zakładów budżetowych i gospodarstw pomocniczych, działających obecnie jako jednostki pozabudżetowe; zakaz gromadzenia na rachunkach dochodów własnych jednostek budżetowych dochodów publicznopravnnych.

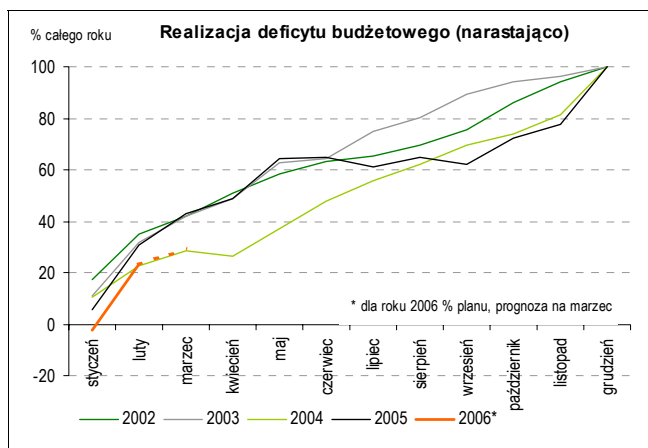
Zwiększenie zakresu podmiotowego ustawy budżetowej.

Włączenie wszystkich środków z budżetu UE do dochodów budżetu państwa. Wydatkami budżetu państwa będą: wydatki państwowych jednostek budżetowych na programy finansowane z udziałem środków UE; dotacje dla innych beneficjentów.

Nowe obowiązki informacyjne rządu: Każdego roku rząd będzie publikował (1) Omówienie założeń budżetu państwa, (2) Omówienie projektu ustawy budżetowej, (3) Omówienie sprawozdania z wykonania budżetu państwa.

Programy wieloletnie uchwalane w ustawie budżetowej.

Obowiązkowy audyt sprawozdań budżetowych JST oraz budżetu państwa.



Źródło: Ministerstwo Finansów, ośrodki badawcze

### Sejm się nie rozwiązał, wkrótce nowa koalicja

Sejm nie zgodził się na samorozwiązanie, więc zgodnie z oczekiwaniami nie dojdzie do wyborów w maju. W tej sytuacji PiS rozpocznie wkrótce rozmowy o koalicji rządowej z Samoobroną i mniejszymi ugrupowaniami. Wynik tych rozmów poznamy zapewne dopiero po Wielkanocy.

Nadal aktualne pozostaje pytanie, czy w rządzie z wicepremierem Andrzejem Lepperem zechcą pozostać kluczowi ministrowie, w tym szefowa resortu finansów Zyta Gilowska, i jaki będzie wpływ koalicjantów na program rządu.

Zdaniem premiera Marcinkiewicza, partie które zechcą wejść w koalicję z PiS będą musiały zaakceptować reformy finansów i podatków przedstawione przez Zytę Gilowską. Jeśli tak faktycznie będzie, rynek może przyjąć powstanie nowej koalicji bez większych emocji.

### Reforma podatków czy kosmetyka?

Resort finansów przedstawił długo zapowiadany projekt zmian w podatkach. Niestety, jest to zaledwie reorganizacja, a nie obiecwana redukcja podatków i nie pozwoli na obniżenie kosztów pracy w sposób istotny. Redukcja jednych obciążeń jest finansowana podwyżkami innych podatków. Postulowana redukcja klina podatkowego będzie zatem niewielka.

W 2007 roku nie dojdzie do obiecywanego obniżenia stawek PIT, a możliwość taką odłożono na rok 2009. Biorąc jednak pod uwagę, że będzie to rok wyborczy, nie należy raczej wiązać z tą zapowiedzią nadmiernych nadziei.

Z drugiej strony, proponowane zmiany są neutralne dla budżetu, a bardziej odważna reforma podatkowa mogłaby doprowadzić do wzrostu deficytu budżetowego w warunkach politycznych ograniczających obniżenie wydatków.

### Reforma finansów również niezbyt przełomowa

Obniżenie deficytu fiskalnego mają umożliwić zmiany w finansach publicznych przedstawione przez MF. Wprawdzie minister Gilowska nazwała to „reformą finansów publicznych”, jednak zmiany nie dotyczą kluczowego dla przyszłości finansów dostosowania po stronie wydatków, a są nakierowane na zwiększenie przejrzystości polityki fiskalnej, co miałyby przyczynić się do lepszego zarządzania finansami państwa.

Projekt zakłada konsolidację funduszy publicznych i większą kontrolę nad wydatkami, co ma przynieść oszczędności ok. 1% PKB (8-9 mld zł) w latach 2007-08.

Zdaniem minister finansów Polska potrzebuje większych oszczędności w latach 2007-2008 rządu 1,2% PKB ze względu na wymagania programu konwergencji, jednak jak na razie brak informacji jak miałyby to zostać osiągnięte.

### Wykonanie budżetu nadal nie budzi poważnych obaw

Deficyt budżetu po dwóch miesiącach roku wyniósł 6,7 mld zł, czyli 21,9% planu na cały rok. W samym lutym deficyt wyniósł 7,4 mld zł wobec nadwyżki 704 mln zł w styczniu. To wynik typowy dla tego miesiąca, w którym zwykle następuje spore zwiększenie skumulowanego deficytu.

Znacznie lepiej było w marcu. Jeśli sprawdzą się szacunki MF i po I kwartale deficyt nie przekroczy 30% planu, będzie to najlepszy wynik od 1998 r. Co ważne, dzieje się tak za sprawą szybko rosnących wpływów podatkowych. Wprawdzie wpływy tegoroczne były założone na bardzo ambitnym poziomie, ale silne ożywienie gospodarcze pomoże w ich realizacji.

Nadwyżka płynnościowa ministerstwa zmniejszyła się w lutym, ale pozostała na wciąż stosunkowo wysokim poziomie powyżej 11 mld zł, co daje MF pewną swobodę w emisji obligacji.



## Pod lupą: Rząd i polityka

### Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

#### Jarosław Kaczyński, prezes PiS

Reuters, 8 kwietnia

Rada polityczna bardzo zdecydowaną większością głosów udzieliła mi pełnomocnictwa do przeprowadzenia rozmów i zawarcia koalicji większościowej, która będzie wspierała rząd PiS (...). Nie będę ukrywał, że omawiano przede wszystkim perspektywę porozumienia z Samoobroną, PSL i ewentualnie z LPR. (...) Na pewno nie zgodzimy się na podważenie samodzielności banku narodowego, czy naruszenie rezerw walutowych. Nie zgodzimy się na nic, co by godziło w realne interesy gospodarki Polski.

#### Kazimierz Marcinkiewicz, premier RP

Newsweek, 10 kwietnia

Koalicja z Samoobroną jest kontrowersyjna, ale jedyna możliwa. (...) Każdy kto chce wejść do koalicji z PiS musi zaakceptować reformę finansów publicznych proponowaną przez Zytę Gilowską. To podstawowy warunek. Podobnie jak ustawa o swobodzie gospodarczej, reforma podatkowa. Są i warunki polityczne - budowa Centralnego Biura Antykorupcyjnego czy likwidacja WSI.

#### Kazimierz Marcinkiewicz, premier RP

PAP, 31 marca

Kryteria z Maastricht wypełnimy do 2009 roku i wówczas będziemy gotowi do decyzji dotyczącej euro. (...) Dodam że warunki przystąpienia, a szczególnie dwuletni okres oczekiwania nie są zachęcające.

#### Zyta Gilowska, wicepremier, minister finansów

Reuters, 7 kwietnia

Nasze oszczędności w latach 2007-2008 muszą sięgnąć około 1,2 procent PKB ze względu na konieczności wykonywania programu konwergencji. W 2008 roku na pewno jeszcze nie (obniżymy deficytu poniżej 3% PKB), ale będziemy blisko tego poziomu. Sensem korekty (ścieżki konwergencji) jest obniżenie deficytu sektora. Naszym zamiarem jest gotowość do podjęcia w 2009 roku rozmów na temat ścieżki konwergencji monetarnej.

#### Zyta Gilowska, wicepremier, minister finansów

PAP, 31 marca

Najistotniejsze zmiany dotyczą kosztów pracy. Chodzi o obniżenie składki rentowej o 4 punkty procentowe, z 13 proc. do 9 proc. podstawy opodatkowania. Celem zmian, które proponujemy jest zmniejszenie bezrobocia. Jedyny ruch dotyczący tego roku budżetowego, którego wprowadzenie będę rekomendowała, dotyczy zrównania akcyzy na oleje. To powinno wejść w życie od 1 września. Celem jest dojście do dwóch stawek, które powinny pojawić się na początku 2009 roku. Pełna ulga prorodzinna i jeden bardzo wysoki próg podatkowy, na kwotę 85.528 zł. W ten sposób w ramach pełnej kadencji dotrzymane byłyby wszystkie obietnice wyborcze. Dla budżetu 06 nie ma efektu finansowego, a dla budżetu 07 jest neutralny. Zmiany nie przyniosą ani strat, ani nadwyżki. W latach 08-09 efekt jest podobny, ale tu szacunki są obarczone błędem, ale korzyści albo straty będą nieznaczne. Dążymy do obniżenia deficytu o 0,5 pp PKB w 2007 i co najmniej 0,5 w 2008, bo tylko wtedy spełnimy zobowiązania o gotowości do strefy euro w 2009 roku.

#### Jacek Krzyślak, szef departamentu analiz MF

Reuters, 3 kwietnia

Nasz najbardziej aktualny szacunek zakłada, że inflacja w marcu wyniosła 0,4-0,5 procent rok do roku, natomiast miesiąc do miesiąca wskaźnik ten wyniósł 0,0 procent, albo spadł o 0,1 procent. W ciągu najbliższych kilku miesięcy inflacja nie powinna przekroczyć 0,5 procent dzięki brakowi presji inflacyjnej ze strony cen żywności, płac, a także mocnemu złotemu. Nie spodziewamy się także szoków ze strony cen paliw. Według naszych szacunków, ceny mięsa spadły o 1,6 procent (miesiąc do miesiąca). Spadły także ceny transportu o 0,1 procent, a ceny paliw o 0,3 procent. Ceny warzyw wzrosły o 2,3 procent.

### Komentarz

Wszystko wskazuje na to, że powstanie koalicja rządowa PiS z Samoobroną i którymś z mniejszych ugrupowań, która będzie dysponowała większością głosów w Sejmie. Dokładny podział resortów w ramach koalicji na razie jest jeszcze niewiadomą, ale wypowiedzi liderów PiS wskazują też, że szef Samoobrony Andrzej Lepper może liczyć na objęcie fotela wicepremiera. Rząd będzie mógł wreszcie zająć się realizowaniem swojego programu bez obaw o poparcie w parlamencie, jednak pozostaje pytanie, czy sam program zmieni się w sposób istotny w wyniku porozumienia koalicyjnego. Partie wchodzące do koalicji będą zapewne dążyły do uwzględnienia przynajmniej części swoich postulatów. Liderzy PiS oraz premier Marcinkiewicz stanowczo twierdzą, że polityka rządu koalicyjnego będzie musiała być odpowiedzialna, nie zagrazi interesom gospodarczym Polski i nie powinna budzić obaw inwestorów. Tymczasem warunki przedstawione przez Samoobronę, szczególnie w obszarze polityki gospodarczej, to głównie propozycje kosztowne i ryzykowne (np. minimum socjalne dla osób bez pracy, podatek obrotowy, renegotjacja traktatu akcesyjnego z UE). Na szczęście, większość z tych pomysłów jest nierealistyczna (pod względem prawnym lub ekonomicznym), co oznacza, że są zapewne częścią gry negocjacyjnej, a nie twardymi postulatami.

Waga, jaką Zyta Gilowska przywiązuje w swoich wypowiedziach do wywiązywania się z zobowiązań wobec UE, sugeruje, że polityka rządu będzie zmierzać w kierunku stopniowej konsolidacji fiskalnej. Tempo redukcji deficytu nie będzie jednak ambitne sądząc po w ostatnim programie konwergencji. Co więcej, jak na razie nie bardzo wiadomo, jakimi środkami rząd miałby je realizować. Przedstawione propozycje zmian w podatkach mają być z założenia neutralne dla budżetu, a pakiet zmian okrzyknięty mianem „reformy finansów publicznych” ma przynieść oszczędności rzędu 1% PKB w dwa lata. To jednak nadal zbyt mało, aby spełnić kryteria fiskalne z Maastricht. Szczególnie jeśli weźmiemy pod uwagę negatywne skutki ostatniej działalności legislacyjnej posłów oraz niezwykle kosztowną ustawę o przywilejach emerytalnych górników uchwaloną jeszcze przez poprzedni Sejm. Wszystko wskazuje na to, że obecny rząd nie przybliży perspektywy włączenia Polski do strefy euro. Szczególnie, że zdaniem czołowych polityków PiS (włączając premiera) wprowadzenie wspólnej waluty wcale niekoniecznie będzie pozytywne dla polskiej gospodarki.

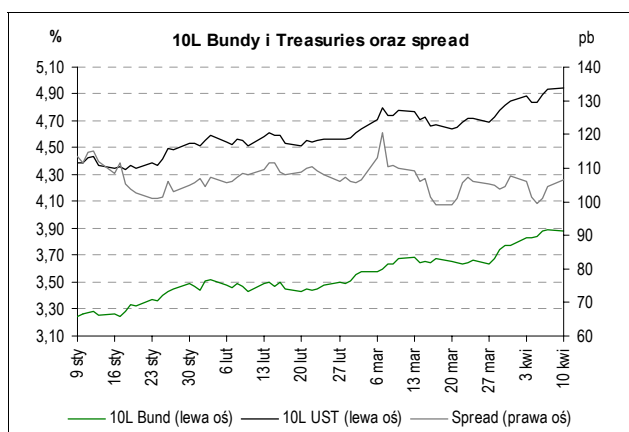
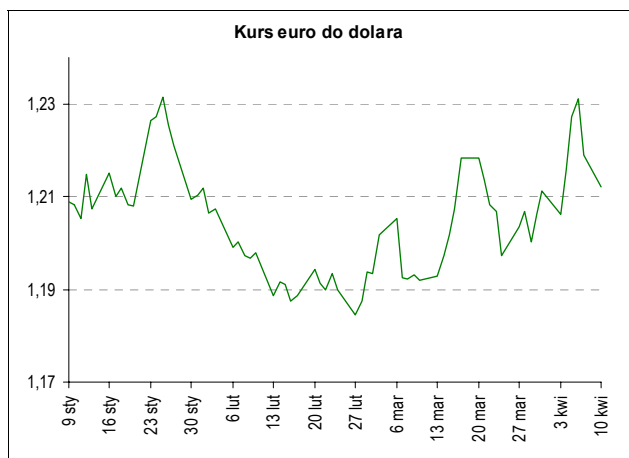
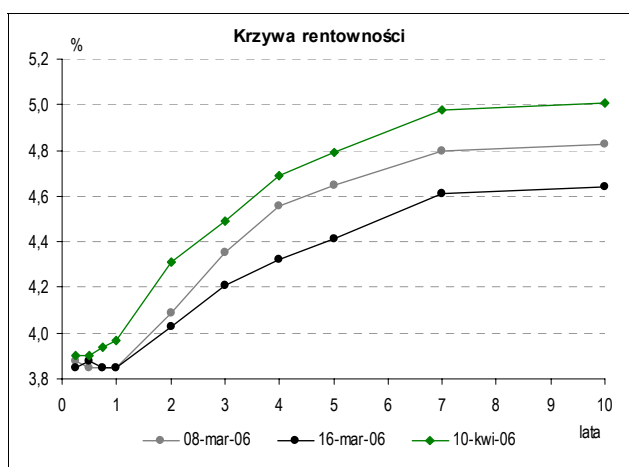
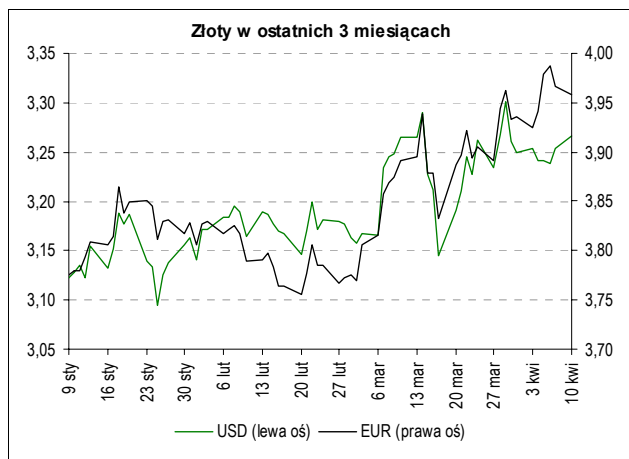
Zmiany w systemie podatkowym proponowane przez MF mogą przynieść pewne pozytywne zmiany na rynku pracy, jednak ich skala będzie zapewne niewielka. Szkoda, że proponowana redukcja klina podatkowego jest tak umiarkowana i jest finansowana podwyżkami innych podatków, co nie daje szansy na znaczące przyspieszenie długoterminowego wzrostu gospodarczego. Pamiętajmy, że według teorii ekonomii rynku pracy, podatki pośrednie również mogą wpływać na całkowity klin podatkowy, gdyż nawet jeśli bezpośrednio nie wpływają na obciążenia dochodu tak jak PIT czy składki na ubezpieczenie społeczne, to znajdują się pomiędzy całkowitym kosztem pracy płaconym przez pracodawcę, a efektywną konsumpcją pracobiorcy. Polska gospodarka potrzebuje redukcji podatków w stosunku do PKB, a proponowane zmiany na to nie pozwolą.

Dodatkowo, aktualne pozostaje pytanie czy parlament poprze nawet tak drobne zmiany jak zaproponowane przez minister Gilowską. Pierwsze reakcje przedstawicieli mniejszych ugrupowań, które wkrótce zapewne połączą siły z PiS w koalicji były raczej sceptyczne, szczególnie wobec propozycji podwyższających niektóre obciążenia podatkowe.

Inflacja w najbliższych miesiącach pozostanie bardzo niska. Nawet jeśli nie sprawdzą się wyjątkowo optymistyczne przewidywania resortu finansów, to i tak CPI będzie się utrzymywało poniżej 1% przez większą część roku. Jak zwykle wiele zależy w tej materii od sytuacji na rynku żywności, zważywszy, że udział tej kategorii w koszyku dóbr i usług konsumpcyjnych wciąż sięga prawie 30%. Niepewność dotycząca cen żywności w dalszej części roku jest spora, szczególnie biorąc pod uwagę trudny do oceny wpływ warunków atmosferycznych na podaż oraz nadal niejasne perspektywy ponownego otwarcia rynku rosyjskiego dla polskich producentów. Warto jednak odnotować to, że bilans czynników popytowych systematycznie zmienia się w kierunku mniej sprzyjającym dla utrzymania niskiej inflacji.



## Monitor rynku



### Odływ kapitału z Polski

▪ Zgodnie z naszymi założeniami z poprzedniego raportu, rosnące oczekiwania odnośnie docelowego poziomu stóp procentowych w USA, osłabienie w regionie oraz niepewna sytuacja w polityce przyczyniły się do znacznego osłabienia złotego. Stracił on na wartości od poprzedniej publikacji raportu ok. 2.8% w stosunku do wspólnej waluty i lekko umocnił się o ok. 0.1% do dolara co było wynikiem ruchów kursu EURUSD.

▪ Oczekiwania odnośnie stóp procentowych na rynkach bazowych oraz rosnąca ujemna różnica między oficjalnymi stopami procentowymi w kraju i Stanach Zjednoczonych będą w dalszym ciągu negatywnie oddziaływać na złotego. Pozostaje pytanie o wpływ czynników politycznych na rynek. Reakcja może być negatywna jeśli porozumienie koalicyjne będzie zawierało znaczne ustępstwa ekonomiczne dla Samoobrony, a poważniejszy efekt mogłoby wywołać odejście Zyty Gilowskiej.

### Oslabienie rynku długu za rynkami bazowymi

▪ Korekta i osłabienie na rynkach wschodzących i w kraju z początku marca trwały również w ciągu ostatniego miesiąca. Rentowności obligacji rosły ze względu na osłabienie na rynkach bazowych oraz rosnącą niepewność na scenie politycznej. Lekkie umocnienie nastąpiło po publikacji CPI za styczeń i luty, jednak wypowiedzi członków RPP spowodowały dalsze osłabienie. Od publikacji raportu marcowego rentowności wzrosły o 13-22 pb.

▪ Mimo, że CPI będzie utrzymywał się na niskim poziomie, uważamy, że stopy NBP pozostaną bez zmian do końca roku ze względu na przyspieszający wzrost gospodarczy, słabszego złotego, a także przekonanie członków RPP, że stopy są blisko neutralnego poziomu, a inflacja może szybciej wrócić do celu. Oprócz typowej gry rynku na kolejne publikacje inflacji (pozytywne) i posiedzenie Rady (negatywne), istotne będą rentowności na rynkach bazowych, które mogą jeszcze nieco wzrosnąć.

### Dane makro umacniają euro

▪ Dobre dane makroekonomiczne (w tym szczególnie Ifo najwyższy od 15 lat) zwiększyły oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w strefie euro i działały na rzecz wspólnej waluty podobnie jak słabnące oczekiwania, co do wzrostu stóp w USA oraz sygnały o chęci dywersyfikacji rezerw walutowych, przez niektóre banki centralne. Mniej jastrzębi komunikat EBC oraz dane z rynku pracy umocniły dolara. Dolar stracił wobec euro ok. 3% od poprzedniego raportu.

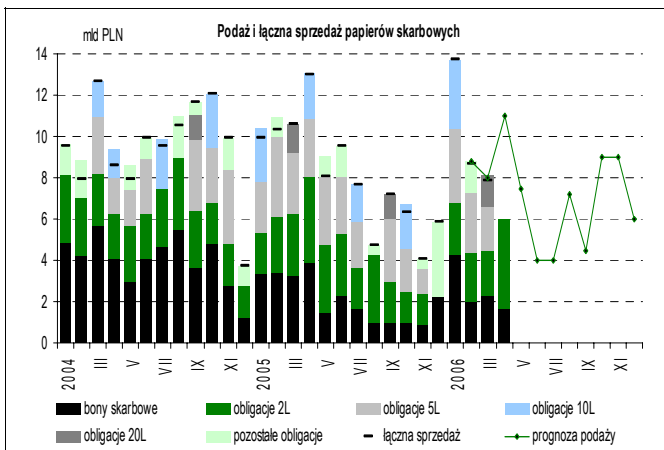
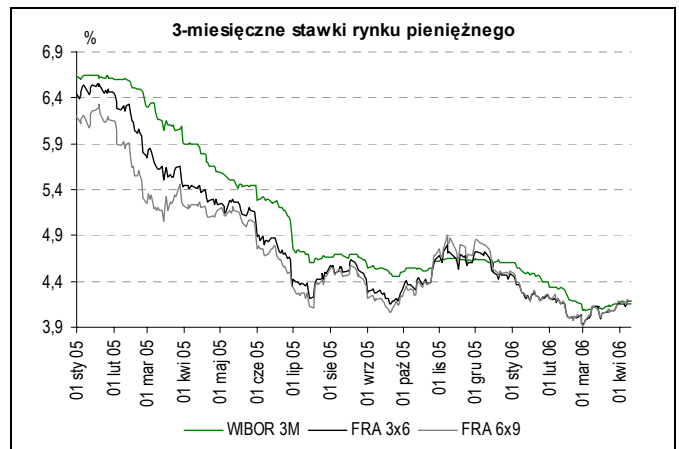
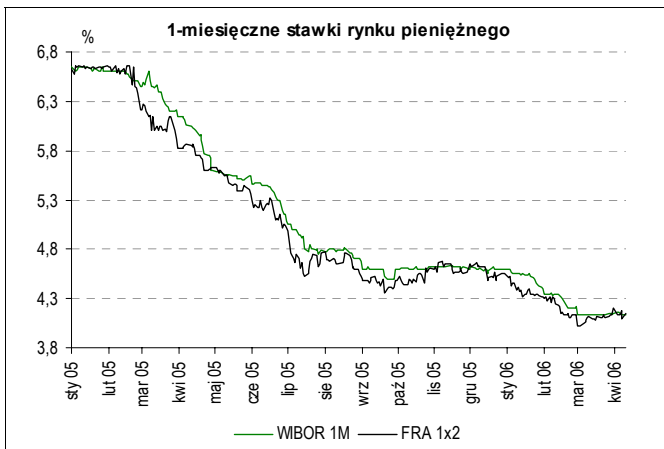
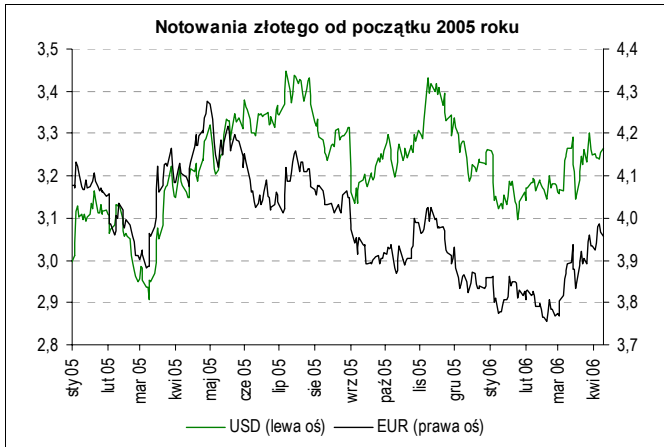
▪ Przy braku silnej presji inflacyjnej w strefie euro istotne dla decyzji EBC i kursu EURUSD będzie zachowanie Fed, dla którego coraz ważniejsze znaczenie może mieć pogarszająca się sytuacja na rynku nieruchomości. Naszym zdaniem, pod koniec III kw. kurs EURUSD może wzrosnąć do 1,25 jednak zbyt mocne euro może okazać się niekorzystne z punktu widzenia eksportu w strefie euro, głównego motoru wzrostu PKB.

### Rentowności na rynkach bazowych coraz wyżej

▪ Po dobrych danych ze strefy euro, wyższym od oczekiwań PPI w USA, po komunikacie Fed i wypowiedziach przedstawicieli Fed i EBC rynki bazowe obligacji znacznie się osłabiły. Umocnienie przyniosła niższa bazowa inflacja CPI w USA oraz mniej jastrzębi od oczekiwań komunikat EBC. Rentowności 10-letnich Treasuries wzrosły z 4,74% do 4,98%, a Bundów z 3,63% do 3,90%.

▪ Mimo jastrzębiego komunikatu Fed, pojawiały się wypowiedzi sugerujące koniec cyklu podwyżek stóp w USA na poziomie 5% ze względu na spowolnienie wzrostu sygnalizowane m.in. przez pogarszającą się sytuację na rynku nieruchomości. Rynek oczekuje podwyżki stóp w strefie euro w czerwcu. Przy braku wzrostu inflacji bazowej, niskim wroście PKB, oraz sytuacją na rynku Treasuries, 4% dla rentowności 10L Bundów może być silnym wsparciem.

# Monitor rynku



**Przetargi bonów skarbowych (mln zł)**

Data przetargu	OFERTA / SPRZEDAŻ		
	26-tyg.	52-tyg.	Suma
06.02.2006	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
20.02.2006	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
<b>razem luty</b>	-	<b>2 000 / 2 000</b>	<b>2 000 / 2 000</b>
06.03.2006	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
20.03.2006	-	1 300 / 1 300	1 300 / 1 300
<b>razem marzec</b>	-	<b>2 300 / 2 300</b>	<b>2 300 / 2 300</b>
03.04.2006	700 / 700	1 000 / 1 000	1 700 / 1 700
24.04.2006	300 - 700	1 000	1 300 - 1 700
<b>razem kwiecień*</b>	<b>1 000 / 1 400</b>	<b>1 000 - 2 000</b>	<b>3 000 / 3 400</b>

\* na podstawie informacji Ministerstwa Finansów

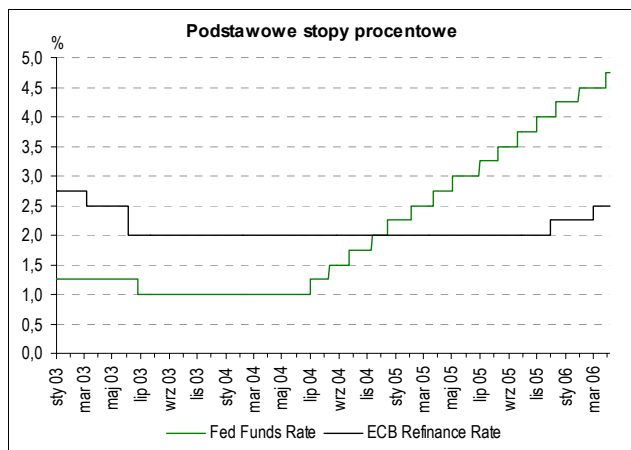
**Przetargi obligacji skarbowych w 2006 r. (mln zł)**

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	3 600	3 600
luty	01.02*	OK0408	2 400	2 300	08.02	WZ0911   IZ0816	1 000   500	1 000   493	15.02*	DS1110	2 880	2 880
marzec	01.03*	OK0408	2 160	2 160	08.03	WS0922	1 500	1 500	15.03	PS0511	2 160	1 880
kwiecień	05.04*	OK0408	4 320	4 320	12.04	10L	1 800	-	19.04	5L	1 500 - 2 500	-
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	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

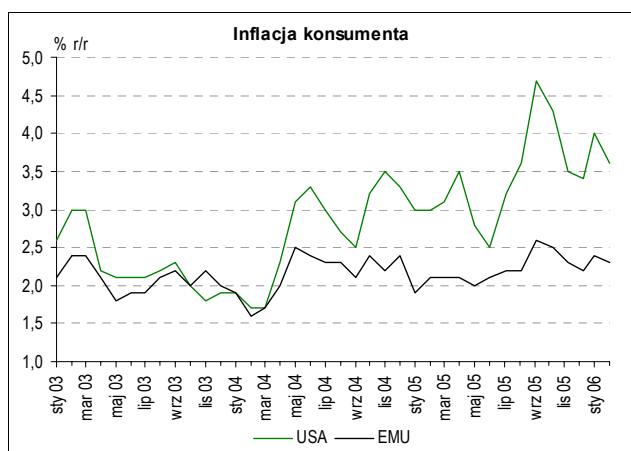
\* razem z przetargiem uzupełniającym

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

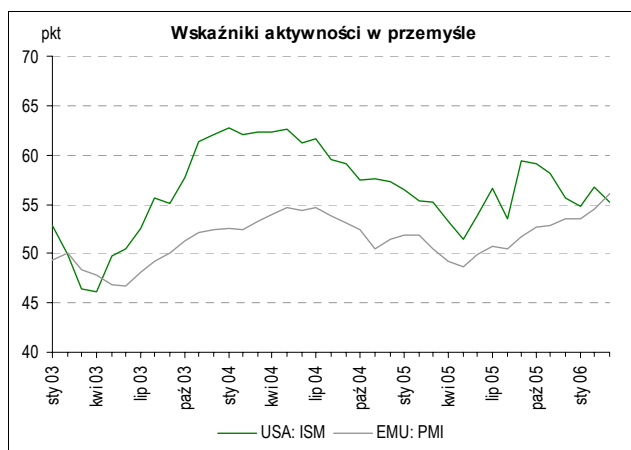
## Przegląd międzynarodowy

**Zaskakujący Trichet; możliwe kolejne podwyżki w Stanach**

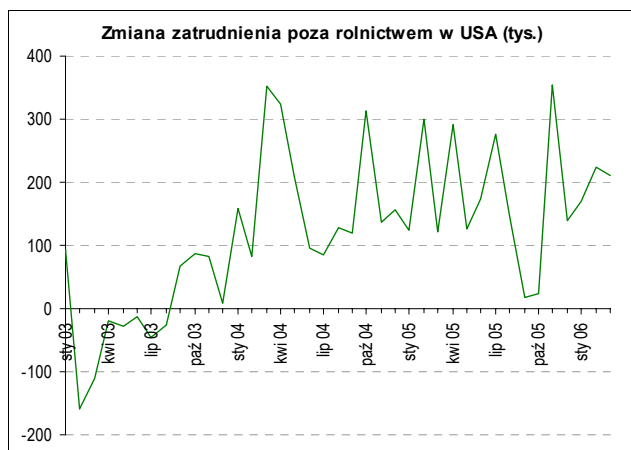
- Amerykański bank centralny po raz kolejny podwyższył główną stopę procentową Fed Funds o 25 pb do 4,75%.
- Fed zasugerował w komunikacie, że dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej może być konieczne. Rynek oczekuje, że kolejna podwyżka stóp w Stanach Zjednoczonych nastąpi na kolejnym posiedzeniu Komitetu Rezerwy Federalnej w maju.
- W kwietniu Europejski Bank Centralny pozostawił stopę repo na poziomie 2,5%, po podwyżce o 25 pb w poprzednim miesiącu.
- Mimo wielu jastrzębich sygnałów i komentarzy oraz dobrych danych makro, podczas konferencji prezes EBC nieoczekiwanie zasugerował, że oczekiwana przez rynek majowa podwyżka stóp w strefie euro nie jest zgodna z poglądem EBC. Oczekiwania odnośnie kolejnej podwyżki uległy przesunięciu na czerwiec.

**Mieszany wydzźwięk bazowych indeksów CPI i PPI w USA**

- W lutym wskaźnik CPI wzrósł w USA o 0,1% m/m i 3,6% r/r w porównaniu do 0,7% m/m i 4,0% r/r w styczniu. Po wyłączeniu cen energii oraz żywności inflacja wzrosła mniej niż oczekiwano o 0,1% m/m oraz 2,1% r/r. PPI spadł o 1,4% m/m (najbardziej od kwietnia 2003 r.). m.in. w wyniku spadku cen energii o 4,7% m/m i benzyny o 11,0% m/m. Jednak wskaźnik bazowy wzrósł o 0,3% m/m i 1,7% r/r, przy 0,4% m/m w poprzednim miesiącu i był wyższy od rynkowego konsensusu.
- Według danych Eurostatu inflacja w strefie euro wyniosła w lutym 0,3% m/m i 2,3% r/r.
- Zgodnie ze wstępnymi szacunkowymi danymi Eurostatu inflacja w strefie euro spadła do 2,2% r/r w marcu z 2,3% r/r w lutym, co było zgodne z rynkowym konsensem

**Wskaźniki aktywności pozytywne dla strefy euro**

- Indeks ISM przedstawiający aktywność gospodarczą w sektorze wytwórczym spadł w marcu do 55,2 z 56,7, przy prognozie wzrostu do poziomu 57,9. Indeks ISM dla sektora usług wzrósł w marcu do 60,5 z 60,1 w lutym, podczas gdy analitycy oczekiwali spadku do poziomu 59.
- Indeks PMI dla strefy euro dla sektora wytwórczego wzrósł w marcu do najwyższego poziomu od 5,5 roku do 56,1 z 54,5. Indeksy produkcji i nowych zamówień osiągnęły najwyższe poziomy od połowy 2000 r., a indeks zatrudnienia był najwyższy od kwietnia 2001 r. PMI dla sektora usług pozostał bez zmian na poziomie 58,2. Indeks cen produktów wyjściowych wzrósł z 52,2 do najwyższego poziomu od kwietnia 2002 (52,4). Indeks zatrudnienia wzrósł z 53,1 do 54,1, co było z kolei najlepszym wynikiem od pięciu lat.

**Coraz lepsza sytuacja na rynku pracy, bezrobocie spada**

- W USA zatrudnienie poza rolnictwem wyniosło w marcu 211 tys., a w lutym 225 tys. Stopa bezrobocia spadła do 4,7% z 4,8% i osiągnęła najniższy poziom od 4,5 roku. Średnie wynagrodzenie godzinowe wzrosło w lutym o 3,5% r/r, najsilniej od września 2001, a w marcu o 0,2% m/m i było poniżej konsensusu.

**Coraz gorsza sytuacja na rynku nieruchomości**

- W USA liczba składanych wniosków o kredyty hipoteczne spadała zarówno w IV kw. 2005 r. jak i w I kw. 2006 r., sprzedaż nowych domów spada od lata 2005, a liczba niesprzedanych domów znacząco wzrosła. Liczba oferowanych domów wzrosła w lutym do najwyższego poziomu od dekady. Z kolei mediana ceny nowych domów spadała przez ostatnie 4 miesiące. Podobnie, choć nieco łagodniej przebiega sytuacja na rynku wtórnym. Osłabienie na tym rynku może negatywnie wpłynąć na PKB.

Źródło: Reuters, ECB, Federal Reserve



## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>10 kwietnia</b>	<b>11</b> GER: Indeks ZEW (IV) JP: Spotkanie BOJ - decyzja	<b>12</b> <b>POL: Bilans płatniczy (II)</b> <b>POL: Aukcja obligacji 10-letnich</b> EMU: PKB (IV kw.) USA: Bilans handlowy (II) USA: Deficyt budżetowy (III)	<b>13</b> USA: Ceny w handlu zagr. (III) USA: Sprzedaż detaliczna (III) USA: Wstępny Michigan (IV)	<b>14</b> <b>POL: Ceny konsumenta (III)</b> <b>POL: Podaż pieniądza (III)</b> GB, DE: Dzień wolny USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (III) USA: Produkcja przemysłu (III)
<b>17</b> <b>POL: Wielki Poniedziałek</b> USA: Napływ kapitału netto (II)	<b>18</b> <b>POL: Płace i zatrudnienie (III)</b> USA: Liczba nowych budów (III) USA: Liczba wydanych pozwoleń na budowę (III) USA: PPI (III)	<b>19</b> <b>POL: Aukcja obligacji 5-letnich</b> EMU: Produkcja przemysłu (II) USA: CPI (III)	<b>20</b> <b>POL: Ceny produkcji (III)</b> <b>POL: Produkcja przemysłowa i budowlana (III)</b> EMU: Finalny HICP (III)	<b>21</b> EMU: Bilans handlowy (II)
<b>24</b> <b>POL: Przetarg bonów skarbowych</b> <b>POL: Inflacja bazowa (III)</b> <b>POL: Wskaźniki koniunktury (III)</b>	<b>25</b> <b>POL: Spotkanie RPP</b> GER: Indeks IFO (IV) EMU: Rachunek obrotów bieżących (II) USA: Sprzedaż domów (III)	<b>26</b> <b>POL: Sprzedaż detaliczna (III)</b> <b>POL: Bezrobocie (III)</b> <b>POL: Spotkanie RPP – decyzja</b> USA: Zamówienia na dobra trwałe (III) USA: Sprzedaż nowych domów (III)	<b>27</b>	<b>28</b> EMU: Podaż pieniądza M3 (III) EMU: Nastroje konsumentów (IV) USA: Bazowe wydatki konsumenta (PCE) (I kw.) USA: Wstępny PKB (I kw.) USA: Finalny Michigan (IV) USA: Chicago PMI (IV)
<b>1 maja</b> <b>POL: Święto</b> GER, GB: Dzień wolny USA: Bazowe wydatki konsumenta (PCE) (III) USA: ISM sektor wytwórczy (IV)	<b>2</b> EMU: PMI sektor wytwórczy (IV)	<b>3</b> <b>POL: Święto</b> EMU: PPI (III) EMU: Stopa bezrobocia (III) USA: Zamówienia w przemyśle (III) USA: ISM sektor usług (IV)	<b>4</b> <b>POL: Aukcja obligacji 2-letnich</b> EMU: PMI sektor usług (IV) GB: Spotkanie BoE – decyzja (IV) EMU: Spotkanie EBC – decyzja (IV) USA: Jednostkowe koszty pracy (I kw.) USA: Produktowność pracy (I kw.)	<b>5</b> USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (IV) USA: Bezrobocie (IV)
<b>8</b> <b>POL: Przetarg bonów skarbowych</b>	<b>9</b> USA: Zapasy hurtowe (III)	<b>10</b> <b>POL: Aukcja obligacji 7-letnich zmiennokuponowych i 12-letnich indeksowanych CPI</b> USA: Spotkanie Fed - decyzja USA: Budżet Fed (IV)	<b>11</b> EMU: Wstępny PKB (I kw.) USA: Sprzedaż detaliczna (IV)	<b>12</b> <b>POL: Podaż pieniądza (III)</b> USA: Ceny w handlu zagranicznym (IV) USA: Bilans handlowy (III)

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	27-28	28-29	25-26	30-31	27-28	25-26	29-30	26-27	24-25	28-29	19-20
PKB*	-	-	2	-	31	-	-	30	-	-	30	-
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	24	23	23	26	-	-	-	-	-	-	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	16	15	15	18	17	16	17	16	15	16	16	15
Bezrobocie	24	23	23	26	-	-	-	-	-	-	-	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31	-	-	30	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	13 <sup>c</sup>	13	14	12	17	14	13	-	-	-	-	-
Podaż pieniądza	13	14	14	14	12	14	14	-	-	-	-	-
Bilans NBP	6	7	7	7	5	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

		mar 05	kwi 05	maj 05	cze 05	lip 05	sie 05	wrz 05	paź 05	lis 05	gru 05	sty 06	lut 06	mar 06	kwi 06
Produkcja przemysłowa	% r/r	-3,7	-1,1	0,9	6,9	2,6	4,8	5,9	7,6	8,5	9,6	9,8	10,1	13,9	2,9
Sprzedaż detaliczna <sup>c</sup>	% r/r	-0,3	-14,4	8,0	10,5	5,0	7,9	5,4	7,5	7,3	6,3	8,6	10,2	3,7	11,8
Stopa bezrobocia	%	19,3	18,8	18,3	18,0	17,9	17,8	17,6	17,3	17,3	17,6	18,0	18,0	17,8	17,4
Place brutto <sup>b c</sup>	% r/r	2,2	1,8	3,0	4,5	3,2	2,8	1,8	6,4	6,9	1,5	3,6	4,8	4,4	4,8
Zatrudnienie <sup>b</sup>	% r/r	1,6	1,7	1,6	1,7	1,8	2,0	2,2	2,1	2,5	2,6	2,6	2,4	2,4	2,4
Eksport (w euro) <sup>d</sup>	% r/r	20,0	35,0	21,9	15,8	6,9	17,0	15,9	18,0	14,9	12,9	18,0	14,8	22,0	19,6
Import (w euro) <sup>d</sup>	% r/r	16,2	22,1	28,4	6,4	-5,0	12,4	12,8	7,8	15,5	11,0	14,6	17,5	17,4	20,6
Bilans handlowy <sup>d</sup>	mln EUR	-549	90	-53	-299	-94	-454	-80	-113	-378	-107	-28	-270	-395	53
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	mln EUR	-722	-358	-453	-237	6	-678	181	-247	-381	-237	-326	-408	-359	-163
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	% PKB	-4,2	-3,9	-3,9	-3,4	-2,8	-2,6	-2,2	-1,8	-1,8	-1,5	-1,5	-1,6	-1,5	-1,4
Deficyt budżetowy (narastająco)	mlrd 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	-28,6	0,7
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu <sup>e</sup>	100,0	5,5	30,9	43,2	48,6	64,0	64,8	61,1	64,7	62,3	72,1	77,7	100,0	-2,3
Inflacja (CPI)	% r/r	3,4	3,0	2,5	1,4	1,3	1,6	1,8	1,6	1,0	0,7	0,6	0,7	0,6	0,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,2	0,9	-0,5	0,0	0,0	-0,2	-0,5	-0,9	-0,4	0,2	0,3	0,7	0,3	-0,1
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	11,0	10,0	13,2	10,8	10,4	11,1	12,7	8,7	12,6	10,4	10,4	11,7	11,5	11,4
Depozyty	% r/r	10,4	8,7	11,9	9,2	9,4	10,1	11,6	6,3	11,1	9,4	10,2	10,8	10,4	11,1
Kredyty	% r/r	4,6	5,3	9,4	7,4	8,8	9,0	9,6	4,4	10,2	11,8	12,3	13,4	13,5	13,4
USD/PLN	PLN	3,04	3,21	3,29	3,34	3,40	3,29	3,20	3,26	3,37	3,25	3,16	3,18	3,23	3,20
EUR/PLN	PLN	4,02	4,16	4,18	4,06	4,10	4,05	3,92	3,92	3,97	3,85	3,82	3,79	3,88	3,90
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	6,00	5,50	5,50	5,00	4,75	4,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25	4,00	4,00
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	7,50	7,00	7,00	6,50	6,25	6,25	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	5,75	5,50	5,50
WIBOR 3M	%	6,15	5,78	5,48	5,22	4,66	4,67	4,57	4,50	4,64	4,62	4,49	4,26	4,12	4,20
Rentowność bonów 52-tyg.	%	5,51	5,36	5,19	5,09	4,30	4,33	4,15	4,19	4,35	4,38	4,22	3,97	3,87	4,00
Rentowność obligacji 2L	%	5,43	5,39	5,27	5,14	4,50	4,60	4,22	4,42	4,75	4,64	4,40	4,20	4,10	4,30
Rentowność obligacji 5L	%	5,56	5,50	5,38	5,25	4,70	4,84	4,51	4,85	5,23	5,04	4,82	4,60	4,59	4,80
Rentowność obligacji 10L	%	5,57	5,49	5,36	5,24	4,72	4,87	4,57	4,90	5,36	5,14	4,94	4,78	4,78	5,00

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; <sup>e</sup> 2005 r. - % całego roku

## Wskaźniki kwartalne i roczne

		2003	2004	2005	2006	I kw. 05	II kw. 05	III kw. 05	IV kw. 05	I kw. 06	II kw. 06	III kw. 06	IV kw. 06
PKB	mld PLN	842,1	922,2	967,7	1 018,6	226,2	235,7	237,2	268,5	238,5	247,6	249,6	283,0
PKB	% r/r	3,8	5,3	3,3	4,6	2,1	2,8	3,7	4,2	4,8	4,5	4,6	4,5
Popyt krajowy	% r/r	2,7	5,9	1,9	4,3	1,1	-0,5	1,6	5,0	4,2	4,2	4,4	4,4
Spożycie indywidualne	% r/r	1,9	4,0	2,3	3,8	1,7	1,6	2,7	3,1	3,7	3,9	3,9	3,7
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-0,1	6,3	6,2	7,8	1,2	3,8	5,7	9,8	9,5	8,0	8,0	7,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	8,4	12,3	4,0	8,1	0,7	2,3	4,5	8,3	11,3	6,5	7,3	7,4
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	3,6	7,1	1,5	8,6	-0,4	-3,2	4,1	5,4	7,2	9,3	9,4	8,6
Stopa bezrobocia <sup>a</sup>	%	20,0	19,1	17,6	16,6	19,3	18,0	17,6	17,6	17,8	16,8	16,3	16,6
Place realne brutto <sup>c</sup>	% r/r	2,0	0,8	1,2	3,6	-1,3	0,8	1,1	3,8	3,6	4,0	4,9	2,2
Zatrudnienie <sup>c</sup>	% r/r	-3,5	-0,8	1,9	2,4	1,5	1,7	2,0	2,4	2,5	2,3	2,4	2,3
Eksport (w euro) <sup>b</sup>	% r/r	9,1	22,3	17,1	9,4	23,2	12,9	15,0	18,0	18,0	9,1	7,5	4,4
Import (w euro) <sup>b</sup>	% r/r	3,3	19,5	12,6	10,4	17,6	6,0	11,2	16,5	16,9	8,7	9,0	7,9
Bilans handlowy <sup>b</sup>	mln EUR	-5 077	-4 552	-2 182	-3 159	-259	-633	-599	-691	-109	-600	-950	-1 500
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	mln EUR	-4 108	-8 542	-3 503	-4 095	-1 043	-500	-861	-1 099	-635	-710	-1 080	-1 670
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	% PKB	-2,1	-4,2	-1,5	-1,6	-3,4	-2,2	-1,5	-1,5	-1,3	-1,3	-1,4	-1,6
Deficyt budżetowy <sup>a</sup>	mld PLN	-37,0	-41,5	-28,6	-30,5	-12,3	-18,5	-17,8	-28,6	-12,2	-18,3	-24,4	-30,5
Deficyt budżetowy	% PKB	-4,4	-4,5	-3,0	-3,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	0,8	3,5	2,1	0,6	3,6	2,3	1,6	1,1	0,6	0,5	0,6	0,9
Inflacja (CPI) <sup>a</sup>	% r/r	1,7	4,4	0,7	1,4	3,4	1,4	1,8	0,7	0,6	0,7	0,4	1,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,6	7,0	0,7	0,6	3,3	0,1	-0,2	-0,4	0,3	0,0	0,5	1,5
Podaż pieniądza (M3) <sup>a</sup>	% r/r	5,6	8,7	10,4	10,7	11,0	10,8	12,7	10,4	11,5	11,7	10,3	10,7
Zobowiązania <sup>a</sup>	% r/r	3,7	8,1	9,4	10,3	10,4	9,2	11,6	9,4	10,4	12,2	10,2	10,3
Należności <sup>a</sup>	% r/r	8,1	2,9	11,8	15,0	4,6	7,4	9,6	11,8	13,5	15,2	17,4	15,0
USD/PLN	PLN	3,89	3,65	3,23	3,21	3,07	3,28	3,30	3,29	3,19	3,19	3,23	3,25
EUR/PLN	PLN	4,40	4,53	4,02	3,95	4,03	4,13	4,02	3,91	3,83	3,83	3,97	4,02
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	5,25	6,50	4,50	4,00	6,00	5,00	4,50	4,50	4,00	4,00	4,00	4,00
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	6,75	8,00	6,00	5,50	7,50	6,50	6,00	6,00	5,50	5,50	5,50	5,50
WIBOR 3M	%	5,69	6,21	5,29	4,22	6,44	5,49	4,63	4,59	4,29	4,29	4,20	4,20
Rentowność bonów 52-tyg.	%	5,33	6,50	4,92	4,05	5,91	5,21	4,26	4,31	4,02	4,02	4,00	4,05
Rentowność obligacji 2L	%	5,38	6,89	5,04	4,28	5,83	5,27	4,44	4,60	4,23	4,23	4,35	4,25
Rentowność obligacji 5L	%	5,61	7,02	5,25	4,91	5,89	5,38	4,68	5,04	4,67	4,67	4,85	5,00
Rentowność obligacji 10L	%	5,77	6,84	5,24	5,03	5,76	5,37	4,72	5,13	4,83	4,83	5,00	5,10

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



## **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 10.04.2006 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.

