

W tym miesiącu:

Temat miesiąca	
Co z tą inflacją?	2
Gospodarka Polski	7
Pod lupą: Bank centralny	10
Pod lupą: Rząd i polityka	12
Monitor rynku	14
Przegląd międzynarodowy	16
Kalendarz makroekonomiczny	17
Dane i prognozy ekonomiczne	18

Maciej Reluga

Główny Ekonomista
022 586 8363

Piotr Bielski
022 586 8333

Piotr Bujak
022 586 8341

Cezary Chrapek
022 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

Majowa odnowa

Na początku maja utworzona została koalicja Prawa i Sprawiedliwości z Samoobroną i Ligą Polskich Rodzin, dzięki czemu rząd uzyskał poparcie ponad 50% głosów w Sejmie. Dwa mniejsze ugrupowania otrzymały pięć nominacji ministerialnych i stanowiska dwóch wicepremierów. Zmiany gabinetowe nie spotkały się jednak z istotną reakcją rynku finansowego, ponieważ wydaje się, że jak na razie wpływ nowych koalicjantów na kluczowe zagadnienia w polityce rządu jest ograniczony, a co więcej z chwilą wejścia do rządu populiści złagodzili swoje radykalne postulaty w kwestiach ekonomicznych. Nie zmienia to jednak faktu, że perspektywy polityki gospodarczej rządu pozostają pod dużym znakiem zapytania, który być może uda się nieco wyjaśnić gdy znany będzie budżet na przyszły rok. Dla rynku istotnym wyznacznikiem kierunku w jakim idą sprawy w rządzie może być obecność w nim minister finansów Zyty Gilowskiej i dopóki pozostaje ona na stanowisku, nastroje inwestorów powinny pozostać względnie stabilne. Utrzymujemy prognozy kursowe zakładające osłabienie złotego w II połowie roku do ok. 4 zł za euro, do którego może się przyczynić ponowny odpływ kapitału z rynków wschodzących.

Większość wskaźników dotyczących aktywności ekonomicznej w marcu była pozytywnym zaskoczeniem. Dane o produkcji w przemyśle i budownictwie, sprzedaży detalicznej, płacach i zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw, okazały się wyraźnie wyższe od prognoz, pokazując, że wzrost gospodarczy na początku tego roku nabiera tempa szybciej niż można się było spodziewać. Dzieje się tak zarówno za sprawą niezmiennie bardzo dobrych wyników eksportu, jak również dzięki wyraźnemu wzmocnieniu popytu krajowego, w tym konsumpcyjnego. Pozwala to oczekiwać wzrostu PKB o 5,3% w I kwartale br. i być może powyżej 5% w całym roku 2006.

Przyspieszający wzrost gospodarczy przywołuje pytanie czy w tych warunkach czeka nas niebawem wzrost inflacji. Temu zagadnieniu poświęcamy więcej uwagi w *Temacie miesiąca*, odwołując się do przykładów innych krajów o podobnym poziomie rozwoju gospodarczego. Wnioski z tej analizy wskazują, że średnioterminowe perspektywy inflacji w Polsce wydają się nadal korzystne. Chociaż należy się spodziewać stopniowego wzrostu inflacji w kierunku celu 2,5%, to w obliczu zmian zachodzących w odniesieniu do struktury polskiej gospodarki i sposobu jej powiązań z gospodarką światową, wydaje nam się, że ryzyko niekontrolowanego odbicia inflacyjnego mogącego zagrozić realizacji celu inflacyjnego w średnim terminie lub spowodować destabilizację polskiej gospodarki wydaje się niewielkie.

W kwietniu RPP po raz kolejny utrzymała stopy procentowe bez zmian. Ostatnie wypowiedzi członków Rady i jej oficjalny komunikat wskazują, że obecny poziom stóp jest ich zdaniem właściwy i adekwatny do sytuacji gospodarczej, co potwierdza naszą opinię, że stopa referencyjna pozostanie na poziomie 4% przez dłuższy czas jeśli kolejne dane nie przyniosą znaczących niespodzianek jeśli chodzi o poziom inflacji i tempo wzrostu.

Na rynku finansowym 28 kwietnia 2005 r.:					
Stopa depozytowa NBP	2,50	WIBOR 3M	4,13	USDPLN	3,0841
Stopa referencyjna NBP	4,00	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	4,00	EURPLN	3,8740
Stopa lombardowa NBP	5,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	4,89	EURUSD	1,2561

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.05.2006 r.

Temat miesiąca

Co z tą inflacją?

W marcu wskaźnik wzrostu cen dóbr i usług konsumpcyjnych osiągnął poziom 0,4% r/r. Pomijając okres kwietnia-maja 2003 r. był to najniższy poziom w historii gospodarki rynkowej w Polsce. Dołek inflacji w 2003 r. okazał się przejściowy. Polska gospodarka zaczęła wówczas wychodzić z ponad 2-letniego okresu spowolnienia wzrostu gospodarczego i w ciągu następných kilkunastu miesięcy inflacja wzrosła stopniowo do poziomu 4,5% pod koniec 2004 r. Czy podobnie stanie się również tym razem? Czy trwający od końca 2004 r. spadek inflacji okaże się przejściowy? A może to wzrost inflacji w 2004 r. był przejściowy między innymi pod wpływem akcesji do UE, a polska gospodarka na trwałe osiągnęła niskie tempo wzrostu cen? W tym numerze MAKROskopu próbujemy przynajmniej częściowo odpowiedzieć na te pytania.

Rada radzi

Aby odpowiedzieć na pytanie o trwałość niskiego poziomu inflacji w Polsce konieczne wydaje się przede wszystkim określenie przyczyn jej spadku do obecnego poziomu. Po drugie, należy przeanalizować, jakie siły mogą działać na inflację w przyszłości. Odpowiedzi na te pytania są bardzo ważne z punktu widzenia perspektyw polityki pieniężnej, a więc to głównie bankierzy centralni próbują znaleźć odpowiedź na pytanie, „co z tą inflacją?”. Opinie w Radzie co do wpływu różnych czynników na przyszłą inflację są podzielone i dlatego warto uważnie analizować wypowiedzi wygłaszane przez bankierów centralnych, aby obserwować, jak zmieniają się ich poglądy wraz z napływem nowych informacji z gospodarki. Rzecz jasna, należy zwracać uwagę w szczególności na wypowiedzi tych członków Rady, którzy stanowią większość, czyli decydują o kształcie polityki pieniężnej (szczegóły w sekcji: Pod Lupą: Bank centralny).

Obniżki stóp dokonane przez Radę Polityki Pieniężnej na początku tego roku wywołały zdecydowaną reakcję „jastrzębiej” frakcji w banku centralnym. Po lutymowym posiedzeniu RPP prezes NBP i przewodniczący Rady Leszek Balcerowicz przedstawił wstępne wnioski z analizy dotyczącej przypadków niskiej inflacji w latach 1995-2005. Nawiązał do nich również po marcowym posiedzeniu. Sugerowały one, że spadek inflacji w Polsce w 2005 r. i na początku 2006 r. może się okazać zjawiskiem przejściowym, po którym należy oczekiwać szybkiego odbicia inflacyjnego. Mogłoby się one okazać na tyle znaczące, że powstałaby konieczność korekty

parametrów polityki pieniężnej, szczególnie gdyby obecnie następowały dalsze obniżki stóp procentowych. Przedstawiana przez prezesa NBP analiza opierała się na doświadczeniach 12 gospodarek, które są bardzo zróżnicowane pod wieloma względami. Wydaje się nam, że oceniając perspektywy inflacji w Polsce najbardziej pomocna może być analiza doświadczeń krajów o podobnym poziomie rozwoju gospodarczego i podobnej strukturze gospodarki. Najbardziej odpowiednie wydają się więc porównania z gospodarkami z tego samego regionu, które wraz z Polską przystąpiły do UE w 2004 r. Spośród tych gospodarek analiza prezentowana przez przewodniczącego RPP dotyczyła 4 krajów: Czech, Estonii, Litwy i Łotwy. W podobnie „ostrzegawczym” tonie utrzymany był artykuł pt. „Kłopotliwa obniżka” autorstwa członka RPP Dariusza Filara, opublikowany w Rzeczpospolitej z dnia 3 marca br., który opierał się na doświadczeniach Słowacji.

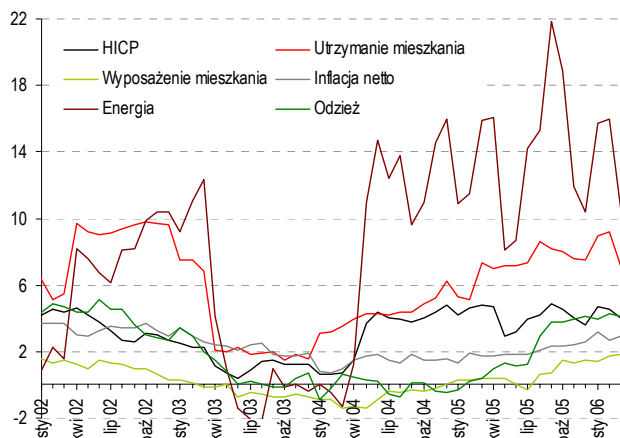
Przedstawione przez prezesa NBP opracowanie zwraca uwagę na kilka elementów. Po pierwsze, wymienia przyczyny spadku inflacji w analizowanych krajach. W przypadku Czech wymieniono aprecjację kursu korony, obniżenie dynamiki cen ropy naftowej wyrażonych w walucie krajowej, spadek dynamiki cen importu, obniżenie dynamiki PKB oraz spadek dynamiki cen nieruchomości. W przypadku krajów bałtyckich autorzy badania zidentyfikowali jako źródło dezinflacji tylko ceny żywności. Jeśli chodzi o przyczyny późniejszego wzrostu cen, w odniesieniu do Czech opracowanie wskazało na działanie tych samych czynników (tyle, że działających w przeciwnym kierunku), które wcześniej obniżały inflację. Wymieniono mianowicie wzrost dynamiki cen ropy naftowej, przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego (w szczególności konsumpcji prywatnej) oraz wzrost dynamiki cen nieruchomości. W odniesieniu do krajów bałtyckich wskazano na skutki tzw. efektu unijnego (czyli wzrost podatków pośrednich oraz zmianę zasad polityki celnej i rolnej), poprawę sytuacji na rynku pracy (szybszy wzrost płac niż wydajności pracy w efekcie presji na wzrost płac związanej z migracją zarobkową) oraz silny wzrost popytu konsumpcyjnego (efekt poprawy sytuacji na rynku pracy i ekspansji kredytowej). Prof. Filar w analizie doświadczeń Słowacji jako przyczynę odbicia inflacyjnego dopatruje się przede wszystkim przyspieszenia wzrostu gospodarczego napędzanego w dużej mierze przez spożycie indywidualne.

Zbyt odległe analogie

Czy przedstawione przykłady tzw. odbicia inflacji są adekwatne do przypadku polskiej gospodarki? Największe wątpliwości budzi postępowanie się przykładem krajów bałtyckich. Wynika to z faktu, że są to

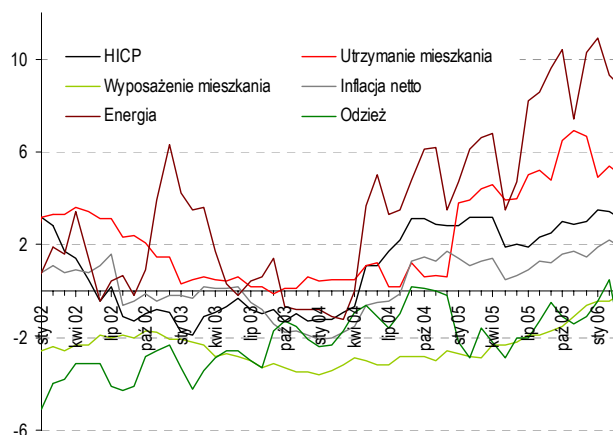
gospodarki o sztywnym kursie walutowym. Oznacza to, że ogólna równowaga makroekonomiczna, w tym procesy inflacyjne, kształtują się tam w sposób odmienny niż w naszym kraju. Dobrym tego wyrazem jest sposób działania efektu Harroda-Balassy-Samuelsona (HBS), który może być poważnym źródłem presji inflacyjnej w krajach charakteryzujących się silnym przyrostem wydajności pracy w sektorach wytwarzających dobra podlegające wymianie zagranicznej. Mówiąc obrazowo, w krajach o sztywnym kursie walutowym wzrost wydajności pracy powoduje, że gwałtownie rośnie ciśnienie pary w maszynie, która napędza gospodarkę. Wynikający ze wzrostu wydajności pracy wzrost płac napędza bowiem dynamikę popytu konsumpcyjnego. Jeśli wzrost płac „rozlewa” się na inne sektory gospodarki, gdzie wydajność pracy rośnie wolniej niż płace lub w ogóle nie wzrasta, to dochodzi do wystąpienia napięć inflacyjnych. Tak właśnie dzieje się w krajach bałtyckich, gdzie para nie ma ujęcia w postaci nominalnej aprecjacji kursu walutowego. Do działania efektu HBS przyczynia się tam (szczególnie na Litwie) m.in. niska dyscyplina płac w sektorze publicznym. W rezultacie realny wzrost płac w krajach bałtyckich jest blisko dwucyfrowy. Kształtowanie się inflacji w tych gospodarkach przedstawiają poniższe wykresy.

Wybrane wskaźniki zmian cen w Estonii, % r/r



Uwaga: Inflacja netto to HICP po wyłączeniu cen żywności, paliw, napojów alkoholowych oraz wyrobów tytoniowych.
Źródło: Eurostat

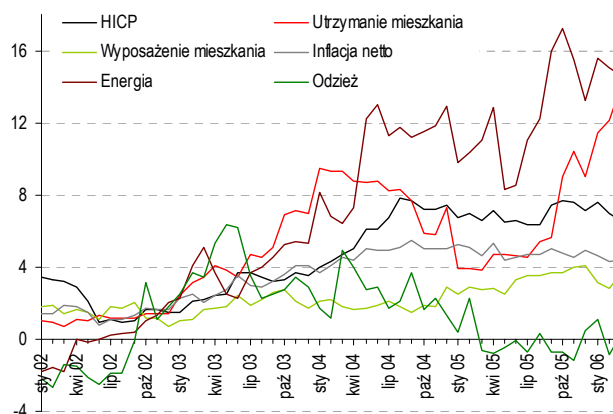
Wybrane wskaźniki zmian cen na Litwie, % r/r



Uwaga: Inflacja netto to HICP po wyłączeniu cen żywności, paliw, napojów alkoholowych oraz wyrobów tytoniowych.

Źródło: Eurostat

Wybrane wskaźniki zmian cen na Łotwie, % r/r



Uwaga: Inflacja netto to HICP po wyłączeniu cen żywności, paliw, napojów alkoholowych oraz wyrobów tytoniowych.

Źródło: Eurostat

W krajach o płynnym kursie walutowym, takich jak Polska, działanie efektu HBS może przebiegać inaczej. W ich sytuacji duża część pary idzie w gwizdek. Tym gwizdkiem jest nominalna aprecjacja kursu walutowego. W rezultacie szybki wzrost wydajności pracy przekłada się na przyspieszenie wzrostu gospodarczego, a jednocześnie presja inflacyjna pozostaje pod kontrolą. Wydaje się, że właśnie z taką sytuacją mamy obecnie do czynienia w Polsce.

Do utrzymania presji inflacyjnej pod kontrolą konieczny jest odpowiedni stopień dyscypliny płacowej. Musi ona być na tyle silna, żeby dynamika wynagrodzeń nie przekraczała wzrostu wydajności aż w takim stopniu, który nie mógłby zostać zrównoważony przez antyinflacyjne efekty nominalnej aprecjacji kursu walutowego. Dopóki występuje nominalna aprecjacja kursu walutowego, dopóty nawet tempo wzrostu wynagrodzeń przekraczające dynamikę wydajności pracy nie musi ostatecznie oznaczać wzrostu inflacji. Jak widać, bardzo ważne znaczenie dla procesów

inflacyjnych ma reżim kursowy (de facto zachowanie kursu walutowego). Ma on poważne konsekwencje dla kształtowania się cen ogółu dóbr importowanych (m.in. cen paliw wyrażonych w walucie krajowej).

Jeśli chodzi o samą dyscyplinę płacową, to w porównaniu do krajów bałtyckich jest ona w Polsce stosunkowo silna, mimo pewnego przyspieszenia wzrostu przeciętnych wynagrodzeń w ostatnich miesiącach. Nawet jeśli dynamika wynagrodzeń będzie stopniowo rosła, to trudno oczekiwać, aby w wyrażeniu realnym dorównała tej, jaka podsycała inflację w krajach bałtyckich.

Biorąc pod uwagę skutki odmienności stosowanego reżimu kursowego, przykład Estonii, Litwy i Łotwy nie wydaje się odpowiedni dla oceny perspektyw inflacji w Polsce. Są również inne powody, dla których analogie pomiędzy tymi krajami a Polską są zbyt odległe. Ważnym czynnikiem jest wielkość gospodarki. Zwiększony napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych (FDI) do krajów Europy Środkowo-Wschodniej po ich przystąpieniu do Unii Europejskiej ma znacząco bardziej poważne skutki dla sytuacji na rynku pracy i popytu krajowego w mniejszych od Polski krajach, szczególnie w tak małych gospodarkach, jakimi są trzy byłe republiki ZSRR. W takich krajach jak Estonia, Litwa i Łotwa wystarczy kilka bardzo dużych bezpośrednich inwestycji zagranicznych, aby wydrenować nie tylko regionalny rynek pracy (jak może się dzieć w kraju wielkości Polski), ale krajowe zasoby siły roboczej. Podobnie jest z ewentualnymi efektami migracji zarobkowej do krajów Europy Zachodniej.

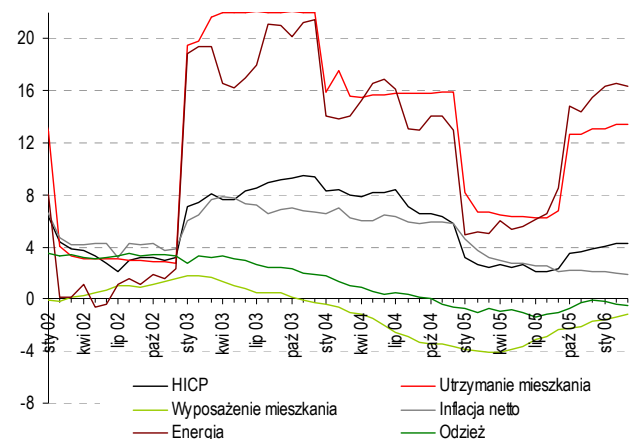
Dobry przykład z południa

Uznając przykład krajów bałtyckich za niezbyt odpowiedni dla oceny perspektyw inflacji w Polsce, przyjrzyjmy się bliżej doświadczeniom naszych południowych sąsiadów: Czech i Słowacji.

Przypadek Słowacji jest w pewnym stopniu podobnie problematyczny, jak krajów bałtyckich. Powód jest ten sam, tzn. reżim kursu walutowego. Na Słowacji nie ma co prawda sztywnego kursu walutowego, lecz mechanizm ERM2, ale oznacza to, że celem polityki pieniężnej w tym kraju jest kontrola kursu walutowego. W efekcie, jak wskazuje w swoim artykule Dariusz Filar, następowały tam zmiany parametrów polityki pieniężnej, które ukierunkowane były na osiągnięcie określonych zmian kursowych, a nie uwzględniały efektów inflacyjnych. W rezultacie wzmocnieniu uległa zapoczątkowana przez inne czynniki tendencja wzrostowa popytu krajowego. Jednocześnie przyspieszeniu uległa dynamika standardowego

wskaźnika inflacji. Czy między jednym a drugim zjawiskiem istniał wyraźny związek przyczynowo-skutkowy? Czy podobnie może się stać w Polsce, biorąc pod uwagę trwający od początku 2005 r. cykl redukcji podstawowych stóp procentowych? Wydaje się, że nie, ponieważ nawet pomimo dokonanych przez RPP w tym roku obniżek nominalnych stóp procentowych, realne stopy procentowe w Polsce są wyższe niż na Słowacji (i w innych krajach regionu). Relatywnie wysoki poziom realnych stóp procentowych w Polsce można zresztą uznać za czynnik strukturalny ze względu na trwałość tego zjawiska. Stąd, trudno mówić o silnej stymulacji popytu ze strony polityki pieniężnej w Polsce, jak miało to miejsce na Słowacji w minionym roku. Co więcej, jeśli spojrzymy na strukturę zmian cen na Słowacji (patrz wykres poniżej), to okazuje się, że w kategoriach cenowych, które można uznać za najbardziej wrażliwe względem popytu nie widać oznak silnej presji inflacyjnej.

Wybrane wskaźniki zmian cen na Słowacji, % r/r



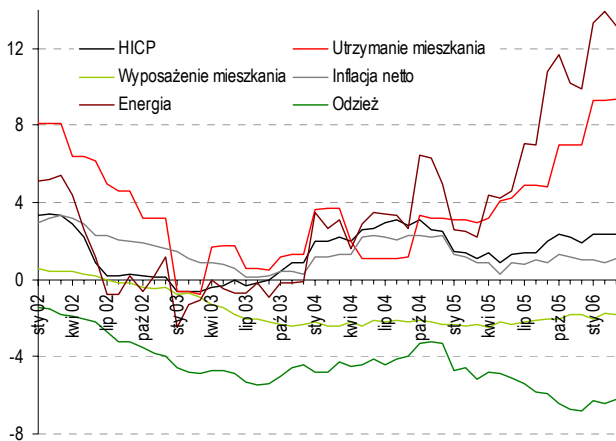
Uwaga: Inflacja netto to HICP po wyłączeniu cen żywności, paliw, napojów alkoholowych oraz wyrobów tytoniowych.

Źródło: Eurostat

Jak pokazuje wykres wzrost inflacji na Słowacji to głównie „zasługa” wzrostu cen energii i związanych z tym podwyżek kosztów utrzymania mieszkań. Jednocześnie ceny odzieży, czy też ceny w kategorii wyposażenie mieszkania nadal spadają. Biorąc pod uwagę wskaźnik HICP po wyłączeniu egzogenicznych względem polityki pieniężnej czynników takich jak ceny żywności, paliw, napojów alkoholowych oraz wyrobów tytoniowych okazuje się, że inflacja na Słowacji na początku 2006 r. nadal spadała i w marcu osiągnęła najniższy poziom od ponad 10 lat. Sugeruje to, że silny popyt konsumpcyjny na Słowacji, stymulowany przez dużo niższe niż w Polsce realne stopy procentowe, nie powoduje znacznego nasilenia presji inflacyjnej. Przykład Słowacji może być więc raczej pocieszający, jeśli chodzi o szanse utrzymania niskiego poziomu inflacji w Polsce w warunkach przyspieszającego wzrostu gospodarczego przy rosnącej roli popytu krajowego.

Czy najnowsza historia inflacyjna w sąsiedniej Republice Czeskiej potwierdza optymistyczne wnioski płynące ze słowackich doświadczeń? Wydaje nam się, że tak, ponieważ struktura procesów inflacyjnych była tam w ostatnim okresie bardzo podobna jak na Słowacji. Ilustruje to poniższy wykres.

Wybrane wskaźniki zmian cen w Czechach, % r/r



Uwaga: Inflacja netto to HICP po wyłączeniu cen żywności, paliw, napojów alkoholowych oraz wyrobów tytoniowych.

Źródło: Eurostat

Zagadkowy rynek pracy

To co wynika z analizy procesów inflacyjnych u naszych południowych sąsiadów poddaje w wątpliwość twierdzenie tych ekonomistów, którzy twierdzą, że „to, co się dzieje obecnie na rynku pracy w Polsce stanowi **poważne** zagrożenie dla przyszłej inflacji”¹. Argumenty o przybierającej presji na ceny ze strony rynku pracy są ostatnio coraz częściej używane. Wskazuje się głównie na kilka zjawisk. Po pierwsze, zwraca się uwagę na dużą skalę emigracji zarobkowej, zmniejszającą podaż siły roboczej w kraju, a jednocześnie zwiększającą popyt konsumpcyjny dzięki transferom zagranicznych dochodów. Po drugie, często pojawia się argument o braku odpowiednio wykwalifikowanych pracowników. Oba zjawiska rzeczywiście dotyczą polskiej gospodarki, co potwierdzają różne dane statystyczne i wyniki badań. Informacje statystyczne pokazują jednak, że podobne zjawiska, na jeszcze większą skalę niż w Polsce, mają miejsce w Czechach i na Słowacji, ale jak wynika z przedstawionej wyżej analizy procesów cenowych w tych krajach, nie spowodowało to tam nasilenia fundamentalnej presji inflacyjnej.

Czy należy obawiać się wzrostu presji płacowej w Polsce, która mogłaby przełożyć się na niekontrolowane przyspieszenie inflacji? Pytanie to można sformułować

inaczej: czy polskie przedsiębiorstwa mogą zacząć zachowywać się nieracjonalnie i godzić się na podwyżki płac, które nie są uzasadnione poprawą wydajności pracy? Doświadczenia ostatnich lat pokazują, że trudno spodziewać się takiej nonszalancji po firmach z sektora prywatnego. Mimo drastycznej poprawy wydajności pracy i znaczącej poprawy wyników finansowych polskich przedsiębiorstw, wzrost płac był mocno trzymany na wodzy. Być może zamiast godzić się na podwyżki płac, nie rokujące odpowiednio wysokiego wzrostu wydajności pracy, firmy ograniczą raczej skalę swojej dalszej ekspansji. Nie da się jednak wykluczyć, że pewne napięcia na rynku pracy zaczną powstawać. Sygnałem, że tak się może stać jest pogorszenie dynamiki jednostkowych kosztów pracy w całej gospodarce, które nastąpiło w trakcie 2005 r. Największe ryzyko wydaje się wiązać z ewentualną erozją dyscypliny płac w sektorze publicznym w obliczu nasilających się żądań niektórych grup zawodowych. Cały czas należy jednak pamiętać o tym, że doświadczenie takich krajów jak Czechy i Słowacja pokazują, że silny wzrost popytu konsumpcyjnego niekoniecznie musi powodować nasilenia presji inflacyjnej. Także polskie doświadczenia z najnowszego okresu pokazują, że nawet w warunkach umacniającego się popytu przedsiębiorstwa mają ograniczone możliwości przenoszenia rosnących kosztów (w tym przypadku byłyby to koszty pracy) na ceny dostarczanych przez siebie dóbr i usług.

Podążając tropem na daleki wschód

Co powoduje, że coraz silniejszy popyt konsumpcyjny nie przekłada się na wzrost cen? Odpowiedzi należy szukać po stronie podaży. Zatem, jakie siły działające na podaż na rynkach dóbr i usług sprawiają, że wzrost popytu nie powoduje zwiększenia cen? Najpoważniejszym czynnikiem wydają się być efekty globalizacji. Ostatnie lata to okres bezprecedensowej ekspansji gospodarczej Chin i Indii, czyli krajów o bardzo niskich kosztach wytwarzania dóbr i usług. Dekadę temu kraje te rozwijały się równie szybko, jak obecnie. Dziś jednak ich udział w światowych obrotach handlowych i światowym PKB jest znacząco wyższy niż wtedy. Jakis czas temu Chiny były wytwórcą ograniczonego asortymentu najprostszyc dóbr. Obecnie gospodarka Państwa Środka jest w stanie wytworzyć prawie wszystko po niskiej cenie w prawie nieograniczonej ilości. To wytwarza silną presję konkurencyjną dla sektora wytwórczego na całym świecie. W przypadku Polski do nasilenia presji konkurencyjnej przyczynia się również ciągły rozwój rynku wewnętrznego rozumianego jako zbiór podmiotów działających po stronie podaży. Przykład rynku odzieży, czy też rynku AGD i RTV w

¹ Cytowana opinia pochodzi z artykułu Piotra Ciżkowicza i Andrzeja Rzońcy pt. *Między nami doktrynerami*, opublikowanego w Rzeczpospolitej z 26 kwietnia br.

Polsce pokazuje, że coraz większa ilość podmiotów operujących na danym rynku powoduje ostrą walkę cenową, niwelując z nawiązką potencjalny efekt inflacyjny zwiększonego popytu. Zresztą, problem nie leży tylko i wyłącznie w tanich trampkach i telewizorach, ale wynika ze znacznego zwiększenia mobilności czynników produkcji w wyniku zmian technologicznych, które nastąpiły w ostatnich latach.

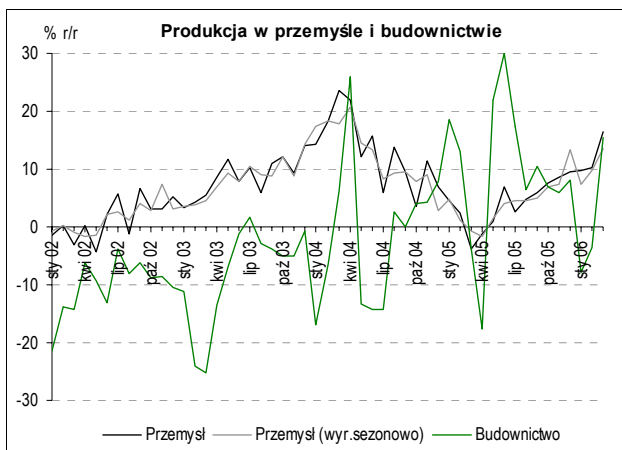
Działanie tych efektów globalizacji nie tylko na sektor wytwórczy wydaje się dość jednoznaczne. W przypadku sektora usług dochodzi dodatkowy element w postaci przenoszenia do Polski różnej działalności usługowej przez międzynarodowe koncerny. Może to spowodować, że wzrost gospodarczy będzie w większym stopniu wynikał ze wzrostu zatrudnienia niż ze wzrostu wydajności pracy. Takie zjawisko nie wpływałoby korzystnie na bilans sił oddziałujących na inflację.

Trudno jest obecnie odpowiedzieć na pytanie które skutki globalizacji będą dominujące (czego dowodem kwietniowy *Raport o Inflacji* NBP). Co ważne jednak, efekty zaostrzonej konkurencji wydają się przeciwdziałać impulsom inflacyjnym nie tylko ze strony popytu, ale również ze strony szoków egzogenicznych. Wskazuje na to fakt, że pomimo wysokiego wzrostu cen surowców i energii, przedsiębiorstwa nie przenoszą wyższych kosztów na nabywców dostarczanych przez siebie dóbr i usług. Pozwala to sądzić, że możliwy w przyszłości wzrost cen paliw i kosztów energii ograniczy się do bezpośredniego efektu inflacyjnego, a nie pociągnie za sobą niebezpiecznych dla „rdzenia” procesów inflacyjnych skutków pośrednich.

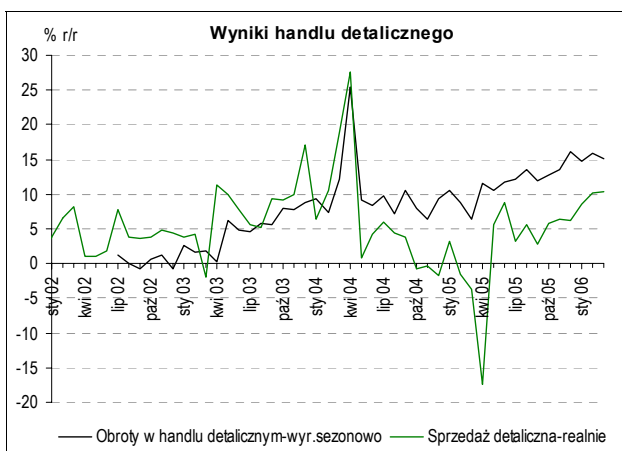
Korzystne perspektywy

Podsumowując, mimo przybierającego na sile wzrostu gospodarczego, średnioterminowe perspektywy inflacji w Polsce wydają się nadal korzystne. Doświadczenia sąsiednich krajów, które nieco wcześniej niż Polska doświadczyły mocnego przyspieszenia wzrostu gospodarczego, a także wnioski z najnowszej historii inflacyjnej naszego kraju, pokazują, że działanie różnych sił na procesy inflacyjne w krajach naszego regionu jest ostatnio korzystne. Chociaż w niedługim czasie działanie niektórych czynników może ulec odwróceniu, to najważniejsze siły działające w kierunku osłabiania presji inflacyjnej prędko nie znikną. Oczywiście, jest bardzo prawdopodobne, że w warunkach silnej ekspansji gospodarczej inflacja w najbliższych latach w Polsce przyspieszy. Oczekujemy, że nawet jeśli w tym roku inflacja zanotuje nowe rekordowo niskie poziomy, to już w przyszłym roku może się zbliżyć do poziomu celu inflacyjnego banku centralnego na poziomie 2,5%. Z punktu widzenia banku centralnego ważniejsze jest jednak pytanie czy zagrożony jest cel inflacyjny. W obliczu zmian zachodzących w odniesieniu do struktury polskiej gospodarki i sposobu jej powiązań z gospodarką światową, wydaje nam się, że ryzyko niekontrolowanego odbicia inflacyjnego mogącego zagrozić realizacji celu inflacyjnego w średnim terminie lub spowodować destabilizację polskiej gospodarki wydaje się niewielkie. Przemawia za tym również niespotykany w innych krajach naszego regionu konserwatyzm polskiego banku centralnego.

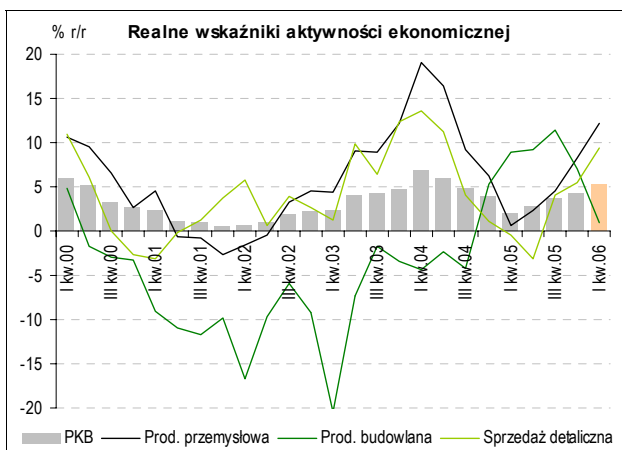
Gospodarka Polski

**Produkcja w przemyśle i budownictwie lepsze od prognoz**

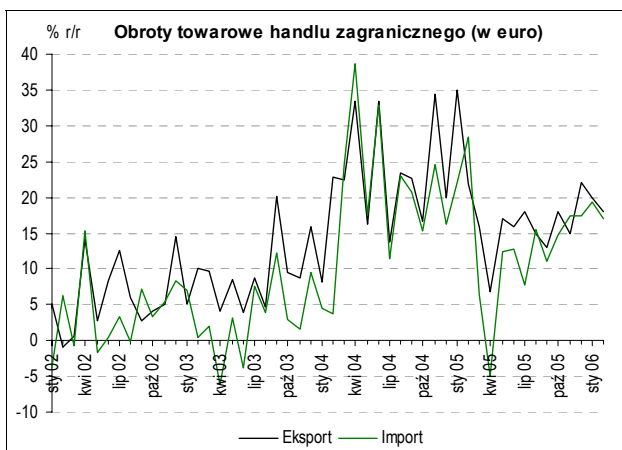
- Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w marcu o 16,4% r/r, czyli wyraźnie powyżej oczekiwań rynkowych. Wzrost skorygowany o czynniki sezonowe osiągnął 13,6% r/r. To najszybsze tempo rozwoju przemysłu od przedakcesyjnego boomu w połowie 2004 r.
- Głównym motorem wzrostu produkcji ogółem było przetwórstwo przemysłowe, w którym produkcja zwiększyła się o 18,7% r/r.
- Wzrost nastąpił w 28 spośród 29 gałęzi przemysłu, a najlepsze wyniki zanotowano tradycyjnie już w branżach zorientowanych na eksport, co sugeruje, że popyt zewnętrzny nadal silnie wspiera wzrost gospodarczy w Polsce.
- Po dwóch miesiącach stagnacji produkcja budowlano-montażowa zanotowała w marcu silny wzrost o 15,5% r/r. Potwierdza to tezę, że spowolnienie na początku roku było chwilowe i spowodowane surową zimą, a nie załamaniem pozytywnej tendencji.

**Pozytywna niespodzianka również w sprzedaży detalicznej**

- Nominalny wzrost sprzedaży detalicznej wyniósł w marcu 10,1% r/r, czyli minimalnie mniej niż w lutym, za to realna dynamika przyspieszyła do 10,4% r/r, osiągając najwyższy poziom od dwóch lat.
- Wysoki wzrost sprzedaży nastąpił pomimo późniejszych świąt Wielkiej Nocy w porównaniu z zeszłym rokiem, co spowodowało przesunięcie części popytu na żywność z marca na kwiecień (dynamika sprzedaży żywności obniżyła się w marcu do 2,7% r/r z 9,8% r/r w lutym).
- Było to możliwe, ponieważ znacznie wzrosła sprzedaż innych kategorii dóbr. Przykładowo, sprzedaż mebli i AGD zwiększyła się o blisko 20% r/r, pokazując, że w wydatkach konsumentów rośnie udział dóbr innych niż artykuły pierwszej potrzeby. Świadczy to o trwałości ożywienia popytu konsumpcyjnego.

**Pierwszy kwartał znacznie lepszy od oczekiwań**

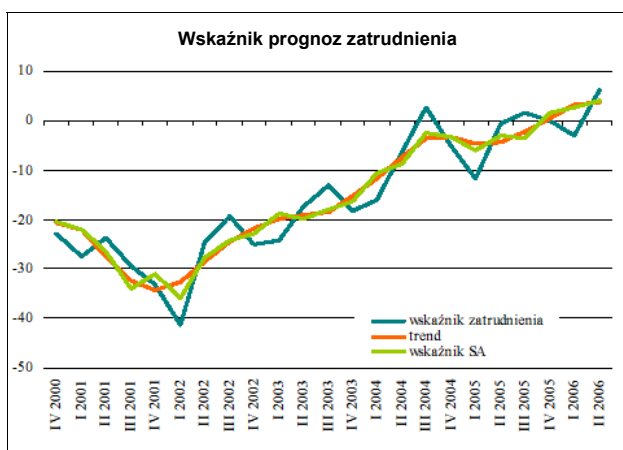
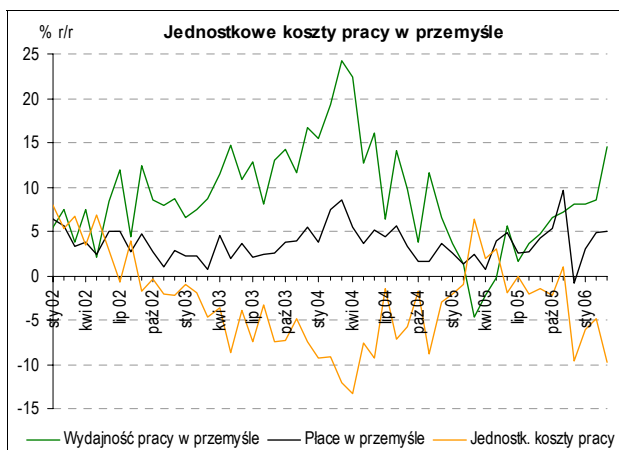
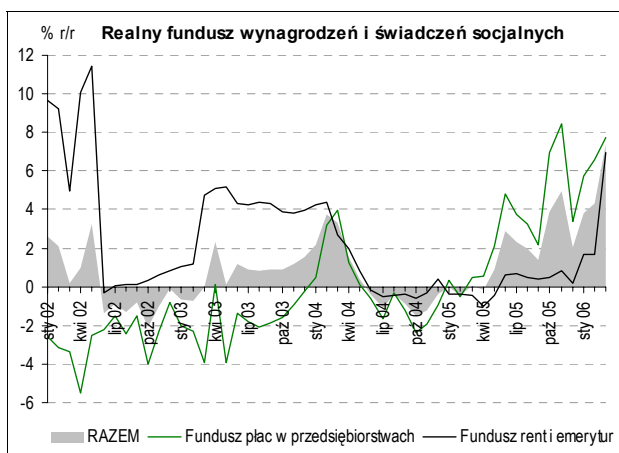
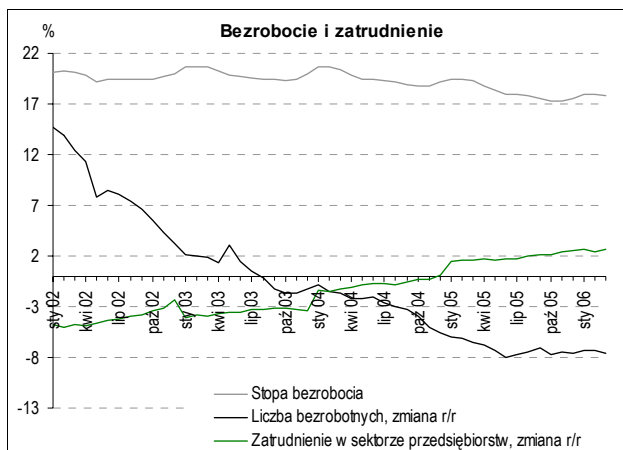
- Podsumowując wskaźniki aktywności ekonomicznej za pierwszy kwartał wygląda na to, że rok zaczął się wzrostem gospodarczym znacznie szybszym od wcześniejszych prognoz.
- W całym I kwartale br. sprzedaż detaliczna zwiększyła się realnie o 9,4% r/r, produkcja przemysłu wzrosła w tym czasie o 12,1%, a produkcja budowlano-montażowa o ok. 1% r/r.
- Na podstawie powyższych danych można szacować, że wzrost PKB w I kwartale 2006 wyniósł ok. 5,3%, a w całym roku może przekroczyć 5%. Gospodarka rozwija się zatem w tempie najwyższym od czasu przedakcesyjnej gorączki zakupów i produkcji w połowie 2004 r.
- Po stronie popytu wzrost ten kreowany jest zarówno przez popyt krajowy (wyższa konsumpcja i inwestycje), jak również wciąż bardzo dobre wyniki handlu zagranicznego.

**Eksport nadal popycha w górę wzrost gospodarczy**

- Deficyt obrotów bieżących w lutym wyniósł 538 mln €. Chociaż wynik był gorszy od prognoz, wynikało to głównie z pogorszenia (zapewne przejściowego) salda w transferach bieżących (tylko 49 mln € nadwyżki w lutym). Wszystkie inne elementy bilansu płatniczego zanotowały bardzo dobre wyniki.
- Utrzymał się bardzo szybki wzrost polskiego eksportu, który w lutym wyniósł 18% r/r dla danych wyrażonych w euro oraz 12,4% w przeliczeniu na złote (ta ostatnia wartość świadczy o tym, że mimo mocnego złotego wpływy eksporterów rosną). Import zwiększył się o 17,1% r/r w euro i 11,5% r/r w złotych.
- Skumulowany 12-miesięczny deficyt obrotów bieżących w styczniu i w lutym był na rekordowo niskim poziomie 1,3% PKB, wobec 1,5% PKB w grudniu 2005, co potwierdza brak istotnych zagrożeń dla nierównowagi zewnętrznej polskiej gospodarki.

Źródło: GUS, szacunki własne

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

Zatrudnienie w górę, bezrobocie w dół

- Szybszy wzrost gospodarczy coraz mocniej przekłada się na poprawę sytuacji na rynku pracy. Stopa bezrobocia wyniosła w marcu 17,8%, czyli o 1,5 pkt proc. mniej niż przed rokiem. Wg szacunków resortu pracy w kwietniu nastąpił spadek do 17,2%.
- Dzieje się tak m.in. dlatego, że firmy zwiększają popyt na pracowników. W marcu zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło 2,7% r/r, a w całym I kwartale o 2,6% r/r, co było najwyższym tempem wzrostu od początku transformacji.
- Co ciekawe, do spadku bezrobocia przyczynia się czynnie rząd... zwiększając zatrudnienie w administracji publicznej – w IV kw. 2005 zatrudnienie w administracji wzrosło o 3,6% r/r wobec wzrostu w przetwórstwie przemysłowym o 1,7% w tym samym okresie; najszybciej przybywa miejsc pracy w usługach – w handlu ponad 6% r/r, w pośrednictwie finansowym prawie 8% r/r w IV kw. 2005.

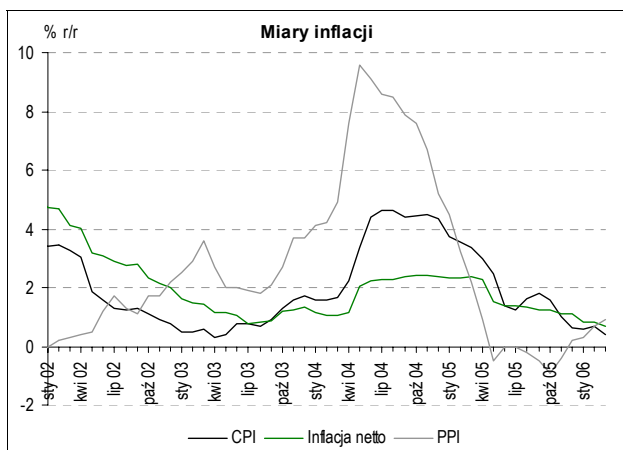
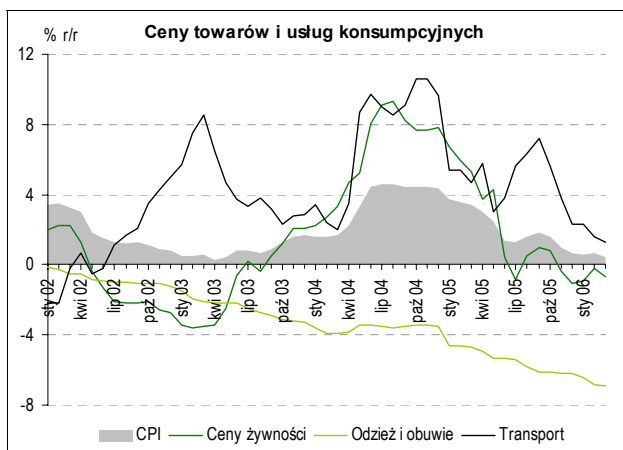
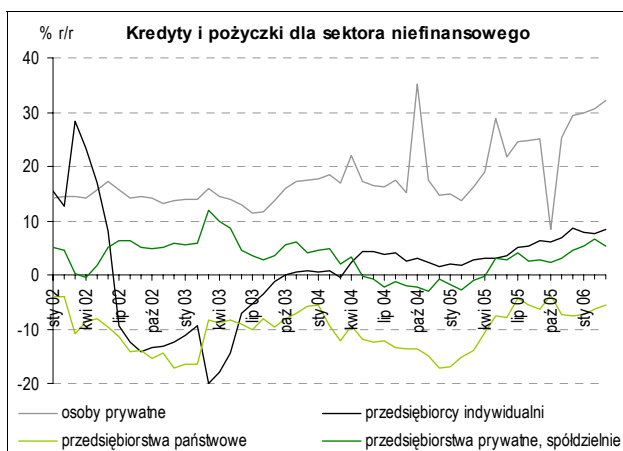
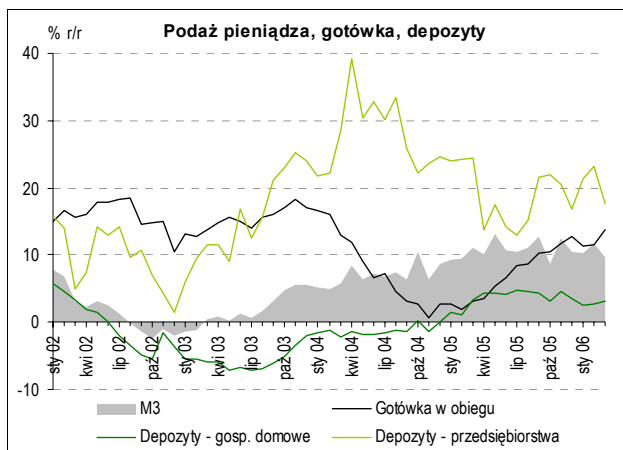
Rosną dochody gospodarstw domowych

- Utrwała się wzrost wynagrodzeń. Przeciętne płace w sektorze przedsiębiorstw zwiększyły się w marcu o 5,4% r/r, znacznie powyżej rynkowej prognozy 4,1%. W całym I kwartale płace wzrosły o 4,7% r/r, czyli nieznacznie mniej niż 4,8% w IV kw. 2005. Jednak za sprawą spadku inflacji realna wartość wynagrodzeń wzrosła o 4,3% r/r wobec 3,8% w IV kw.
- W marcu nastąpiła indeksacja rent i emerytur, w wyniku czego nastąpił ich wzrost średnio o 7,8% r/r (w całym I kw. 4,6% r/r).
- Za sprawą równoczesnego wzrostu płac i zatrudnienia, a także indeksacji świadczeń socjalnych, mocno zwiększyła się dynamika dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych. Realny fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw wzrósł w marcu o 7,8% r/r, a fundusz rent i emerytur o 6,9% r/r; w sumie fundusz wynagrodzeń w przedsiębiorstwach i świadczeń zwiększył się realnie o 7,4% r/r wobec wzrostu o 4,3% w lutym i średniej na poziomie 1,6% w 2005 r. Pozwala to oczekiwać dalszego umocnienia popytu konsumpcyjnego w 2006 roku, zapewne silniejszego niż do tej pory oczekiwaliśmy.
- O ile szybszy wzrost płac w sektorze firm, szczególnie w przemyśle, znajduje uzasadnienie w rosnącej mocno wydajności pracy (w marcu wydajność w przemyśle podskoczyła o prawie 15% r/r!), to na uwagę zasługuje fakt, że wynagrodzenia rosną również w pozostałych sektorach, w tym w sferze budżetowej, gdzie od 2004 wzrost płac jest niezmiennie szybszy niż w przedsiębiorstwach rynkowych – w IV kw. 2005 wyniósł 6,6% r/r.
- W efekcie, chociaż w przemyśle jednostkowe koszty pracy nadal się obniżają, to w skali całej gospodarki trend ten został przerwany – od II kw. ub.r. trwa wzrost jednostkowych kosztów pracy w gospodarce (w IV kw. 2005 o ok. 2,6% r/r). Jest to jeden z czynników, który w razie kontynuacji będzie sprzyjał pojawieniu się presji na ceny w kolejnych kwartałach.

Badania koniunktury sugerują trwałość ożywienia

- Kwartalny raport NBP o koniunkturze potwierdził bardzo dobrą kondycję przedsiębiorstw w I kwartale i oczekiwania dalszej poprawy w II kwartale.
- Zdaniem autorów badania wzrost PKB w II kwartale może być nawet wyższy niż w I kwartale, ponieważ firmy spodziewają się dalszego wzrostu popytu i zamówień.
- Wskaźnik prognoz zatrudnienia osiągnął najwyższy poziom w historii badania. Wiele firm zgłaszało problemy ze znalezieniem wykwalifikowanej siły roboczej. Jest to na pewno jeden z czynników przyczyniających się do tego, że coraz więcej firm planuje podwyżki wynagrodzeń.
- Najwyższy w historii badania był również wskaźnik nowych inwestycji, którym sprzyja dobra sytuacja finansowa przedsiębiorstw i wysokie zasoby rezerw gotówkowych.

Gospodarka Polski

**Rośnie popyt na kredyty bankowe**

▪ Wzrost podaży pieniądza w marcu wyniósł 9,7% r/r, mniej niż oczekiwano oraz niż w poprzednich miesiącach. Nadal jednak jest to wzrost stosunkowo szybki, przekraczający nominalną dynamikę PKB.

▪ Roczny wzrost depozytów przedsiębiorstw spowolnił z 23,2% do 17,6% r/r, natomiast tempo wzrostu depozytów gospodarstw domowych lekko przyspieszyło (z 2,7% r/r do 3,1% r/r).

▪ Całkowite oszczędności osób prywatnych rosną jednak znacznie szybciej niż sugerują statystyki pieniężne. Wzrost depozytów gospodarstw domowych jest ograniczany m.in. przez bardzo szybki napływ oszczędności do funduszy inwestycyjnych (w marcu trafiło tam ok. 2,5 mld zł nowych środków, czyli ponad drugie tyle co na rachunki bankowe osób prywatnych; w kwietniu wg szacunków kolejnie niemal 2 mld zł).

▪ Jeśli chodzi o czynniki kreacji pieniądza, w marcu utrzymała się tendencja polegająca na znacznie szybszym wzroście kredytów dla gospodarstw domowych niż dla firm.

▪ Zadłużenie osób prywatnych zwiększyło się w marcu o ponad 32% r/r, z czego prawie 2/3 przypada na kredyty mieszkaniowe (przede wszystkim walutowe).

▪ Wśród kredytów dla firm ograniczane jest jedynie zadłużenie przedsiębiorstw państwowych, natomiast popyt na kredyt ze strony sektora prywatnego rośnie.

▪ Według kwartalnego badania NBP nt. sytuacji na rynku kredytowym, w I kw. br. wzrost popytu był największy w sektorze małych i średnich firm i wynikał z rosnącego zapotrzebowania na finansowanie inwestycji, zapasów i kapitału obrotowego.

▪ Banki spodziewają się też dalszego wzrostu popytu ze strony gospodarstw domowych i łagodzą politykę kredytową w stosunku do kredytów mieszkaniowych, jak i konsumpcyjnych.

Inflacja blisko zera

▪ Stopa inflacji spadła w marcu do 0,4% r/r z 0,7% w lutym. W ciągu miesiąca ceny konsumpcyjne spadły o 0,1%, głównie za sprawą niższych cen żywności (-0,2% m/m), cen paliw (-0,5% m/m) oraz odzieży i obuwia (-0,7% m/m).

▪ Jednocześnie w pozostałych kategoriach koszyka CPI trudno jest doszukać się śladów popytowej presji na ceny, co znajduje odzwierciedlenie w tym, że inflacja bazowa również pozostaje w trendzie spadkowym.

▪ Dwie najważniejsze miary inflacji bazowej – inflacja „netto” i 15% średnia obcięta zanotowały w marcu spadek do 0,7% r/r z 0,8% r/r w lutym. Trzy miary bazowe były poniżej zera.

▪ Ceny produkcji w marcu zwiększyły się o 0,9% r/r, czyli bardziej niż oczekiwano. Niemniej, dane o PPI nadal nie wydają się pokazywać oznak istotnej presji inflacyjnej, przynajmniej ze strony innych czynników niż ceny ropy i pozostałych surowców.

▪ O ile ceny w górnictwie i kopalnictwie wzrosły o 9,1% r/r, co w przetwórstwie nastąpił spadek cen o 0,5% r/r. Oznacza to, że jak na razie rozpędzająca się gospodarka nie wywiera znacznej presji na wzrost cen u producentów lub po prostu nie jest ona wystarczająco silna, aby zrównoważyć efekt zaostrej konkurencji i silnego złotego.

▪ W kwietniu spodziewamy się stabilizacji inflacji CPI na poziomie 0,4% r/r, ale rynek oczekuje wzrostu do 0,6%, m.in. w wyniku podwyżek cen paliw i gazu. Nadal jednak wydaje się, że przez większą część roku inflacja pozostanie poniżej 1% i dopiero w grudniu zbliży się do dolnej granicy celu NBP (1,5%).

▪ Czynnikiem ryzyka są ceny ropy i innych surowców, co może w końcu, przy coraz silniejszym popycie, zacząć przekładać się na ceny innych towarów i usług; jak na razie efekt ten jest łagodzony przez silny kurs złotego wobec dolara.

Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

Pod lupą: Bank centralny

Fragmenty komunikatu Rady Polityki Pieniężnej z 26 kwietnia 2006

Rada podtrzymuje ocenę, że inflacja - głównie na skutek oddziaływania czynników o charakterze krótkookresowym - będzie w perspektywie II, a być może III kw. 2006 r. z dużym prawdopodobieństwem utrzymywać się poniżej celu inflacyjnego. Gdyby rozwój sytuacji w gospodarce był zgodny z kwietniową projekcją inflacji NBP, obecny poziom stopy referencyjnej banku centralnego sprzyjałby stopniowemu powrotowi inflacji do celu w horyzoncie projekcji i utrzymywaniu się tempa wzrostu gospodarczego na poziomie zbliżonym do tempa potencjalnego, które wynika ze strukturalnych cech polskiej gospodarki.

Stosunkowo długie utrzymywanie się inflacji oraz inflacji bazowej poniżej wcześniej prognozowanego poziomu może świadczyć o tym, że oddziaływanie czynników, które mogą spowolnić założone w projekcji tempo powrotu inflacji do celu, jest silniejsze niż wcześniej przypuszczano. Czynniki mogące przyspieszyć powrót inflacji do celu mogłyby okazać się wyższe niż założone w projekcji tempo wzrostu płac, jeśli nie towarzyszyłby mu dostatecznie szybki wzrost wydajności, dalszy wzrost cen ropy naftowej oraz pogorszenie się sytuacji w finansach publicznych w stosunku do założonej w Programie Konwergencji.

Projekcje inflacji NBP (% r/r)

	Maj 2005	Sierpień 2005	Styczeń 2006	Kwiecień 2006
IV kw. 2006	1,2-3,8	1,0-3,1	0,5-2,3	0,5-2,0
IV kw. 2007	0,7-4,3	1,2-4,1	1,1-3,6	1,3-3,4
IV kw. 2008	-	-	0,8-3,9	1,2-3,9

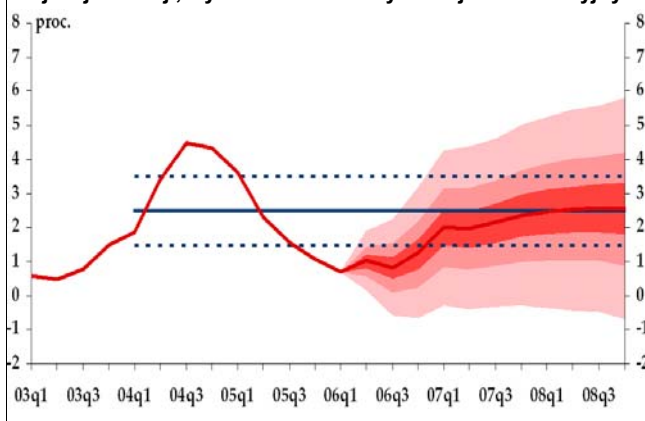
Projekcje wzrostu PKB (%)

	Sierpień 2005	Styczeń 2006	Kwiecień 2006
2006	3,9-5,3	3,8-5,1	3,9-5,0
2007	3,8-5,6	3,4-5,2	3,4-5,8
2008	-	3,6-5,5	3,5-6,2

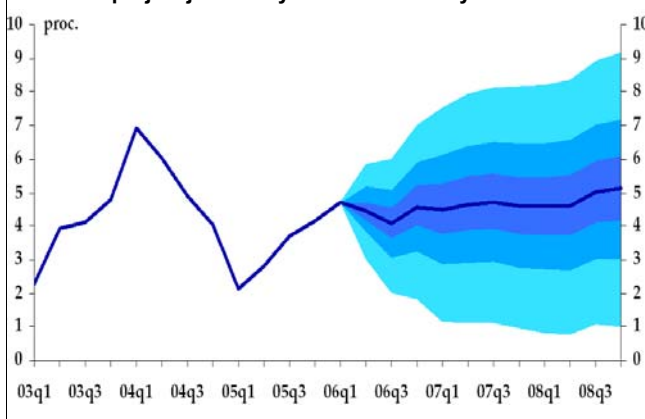
Źródło: NBP, Raport o inflacji - kwiecień 2006

Uwaga: Projekcje wskazują w jakim przedziale, z 50-procentowym prawdopodobieństwem, ukształtuje się inflacja i roczne tempo wzrostu PKB.

Projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji i cel inflacyjny



Centralna projekcja oraz wykres wachlarzowy PKB



Źródło: NBP

Stopy na właściwym poziomie

- Zgodnie z oczekiwaniami, RPP utrzymała w kwietniu stopy procentowe bez zmian (stopa referencyjna na poziomie 4,0%).
- W komunikacie uzasadniającym decyzję Rada wymieniła szereg danych oraz informacji, które pojawiły się od poprzedniego posiedzenia i pokazały, że o ile bieżąca inflacja pozostaje bardzo niska i presja inflacyjna nie jest znacząca, zanotowano równocześnie mocne przyspieszenie wzrostu gospodarczego, jak również silne ożywienie na rynku pracy i wzrostowe tendencje w cenach surowców.
- O ile można zauważyć, że członkowie Rady mają różne poglądy jeśli chodzi o siłę oddziaływania poszczególnych czynników na wzrost cen (bądź jego brak), to zarówno ich wcześniejsze wypowiedzi jak i komunikat po posiedzeniu sugerują, że według większości w Radzie dzisiejszy poziom stóp procentowych wydaje się właściwy biorąc pod uwagę perspektywę gospodarczą.
- Naszym zdaniem, komunikat Rady sugerował, że ścieżka inflacji wynikająca z nowej projekcji odzwierciedla najbardziej prawdopodobny scenariusz. Nie zmieniamy więc naszego wniosku, że stopy procentowe pozostaną bez zmian (co najmniej) do końca tego roku.
- Czynniki najpilniej śledzone przez Radę to ożywienie na rynku pracy, wpływ procesów globalizacyjnych i kształtowania się światowych cen surowców na perspektywę wzrostu gospodarczego i inflacji, perspektywę poprawy stanu finansów publicznych oraz krótko- i średniookresowy wpływ przystąpienia Polski do UE na kurs złotego i inflację.
- Kluczowe dla Rady pytania to czy obserwowany wzrost liczby pracujących będzie trwały oraz jaka jest i będzie rola czynników popytowych oraz podażyowych we wzroście liczby pracujących?

Lepsze perspektywy wzrostu, niepewne inflacji

- Jak wiadomo, ważnym argumentem w dyskusji o stopach procentowych w kwietniu był nowy *Raport o inflacji*, zawierający aktualne projekcje inflacji i PKB.
- Nowa projekcja przewiduje szybszy wzrost gospodarczy w horyzoncie prognozy, szczególnie w latach 2007-08, w porównaniu do projekcji ze stycznia. Jeśli chodzi o inflację, ścieżka CPI na ten rok jest niższa niż poprzednio oczekiwana, podczas gdy w roku 2008 jest ona nieco powyżej poziomu przewidywanego wcześniej.
- Choć według autorów projekcji inflacja może być nawet wyższa niż przedstawia projekcja ze względu na liczne czynniki ryzyka, wydaje się, że taka opinia nie powinna wpływać na rynki finansowe tak długo jak nie zostanie ona podzielona przez większość członków Rady Polityki Pieniężnej.
- Szybsze domykanie się luki popytowej w porównaniu ze styczniowym raportem generuje silniejszą presję na inflację.
- Zauważmy jednak, że według Raportu w modelu zmieniły się niektóre kluczowe zależności pomiędzy zmiennymi ekonomicznymi. Słabnąca reakcja inflacji na zmiany stóp procentowych (i tak była niewielka) i kursu walutowego, a także niższe znaczenie krajowych czynników ekonomicznych, może sugerować, że dalsze rozluźnienie polityki pieniężnej jest możliwe bez wywierania silnie negatywnego wpływu na inflację, lub też że nawet szybsze od przewidywanego tempo wzrostu PKB nie musi powodować nadmiernego wzrostu inflacji.
- Dodatkowo, według Rady średnioterminowa ścieżka realnego kursu złotego uwzględniona w projekcji inflacji może niewystarczająco brać pod uwagę takie czynniki, jak rosnący popyt na polski eksport po akcesji Polski do UE i napływie funduszy z Unii.

Pod lupą: Bank centralny

Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

Leszek Balcerowicz, prezes NBP, przewodniczący RPP konferencja prasowa, PAP, 26 kwietnia

[Pyt: jaki będzie wpływ netto czynników ryzyka na inflację?] Rada powiedziała tyle co chciała powiedzieć na bieżącym posiedzeniu. (...) Pogląd nie jest ujednoczony w Radzie. Zdaniem twórców modelu inflacja może się odchylić w górę do projekcji kwietniowej.

Andrzej Wojtyna, członek RPP konferencja prasowa, PAP, 26 kwietnia

Zaletą kolegialności podejmowania decyzji jest to, że członkowie RPP mają różne opinie i mogą sobie wyrobić zdanie na podstawie różnych czynników. Relatywna rola czynników działających na inflację jest różna dla poszczególnych członków.

Andrzej Sławiński, członek RPP PAP, 19 kwietnia

Poza przejściowym zagrożeniem związanym z cenami ropy nie widzę dzisiaj zagrożeń inflacyjnych. W przypadku ropy same czynniki fundamentalne nie wywołałyby tak silnego wzrostu cen, jaki obecnie obserwujemy. Głównym powodem jest napięta sytuacja międzynarodowa wywołana sytuacją w Iranie. Wzrost cen ropy nie jest tak dużym zagrożeniem dla inflacji, jakim był w okresie dwóch pierwszych szoków naftowych, w wielu krajach utrzymują się już od dłuższego czasu znaczne różnice pomiędzy inflacją bieżącą i bazową.

Na razie poziom stóp procentowych sprzyja utrzymywaniu się tempa wzrostu gospodarczego na poziomie zbliżonym do potencjalnego.

Halina Wasilewska-Trenkner, członkini RPP PAP, 28 kwietnia

Obecny poziom stopy procentowej jest właściwy, bo widać, że na tym poziomie gospodarka bardzo szybko się rozwija i ta stopa nie hamuje gospodarki. Natomiast zagrożenie inflacyjne wprawdzie wciąż istnieje, ale odsunęło się w przyszłość, więc można patrzeć na to trochę spokojniej. Jesteśmy na takim poziomie stopy procentowej, że musimy być bardzo ostrożni, żeby nie naruszyć dobrej sytuacji w gospodarce jakąś pochopną decyzją. I to zarówno w postaci obniżki jak i podwyżki stóp. Jeśli nie będzie większych zaburzeń, to do końca 2006 roku stopa NBP powinna pozostać stabilna. Nie powinniśmy bowiem podejmować decyzji, które zmieniłyby warunki dla rozpedzonej gospodarki. Na razie przyjęliśmy postawę najlepszą z możliwych, czyli zachowawczą. Obniżka stóp o 25 pkt byłaby już krokiem zbyt ryzykownym w obecnej sytuacji. Z perspektywy tego, co się dzieje w świecie (wzrost cen surowców, prognozowane szybsze niż w poprzednich latach tempo wzrostu gospodarczego) w nadchodzących latach moglibyśmy raczej rozważać podniesienie stopy procentowej, a nie jej obniżenie.

Andrzej Wojtyna, członek RPP Reuters, 19 kwietnia

Zgadzam się z wypowiedziami moich kolegów, że stopy są mniej więcej na właściwym poziomie, ale to nie znaczy, że te wypowiedzi mają charakter absolutny. Może w najbliższych miesiącach się okazać, że czynniki strukturalne faktycznie oddziałują silniej na ograniczanie presji inflacyjnej niż to wynika z modelu. Wtedy oczywiście zmieniłaby się przewidywana ścieżka inflacji i nie wykluczam, że pojawi się miejsce na dostosowania poziomu stóp, nawet w tym roku. Nie wykluczam, że może nastąpić deflacja cen konsumpcyjnych w niektórych miesiącach tego roku. W każdym razie ta presja inflacyjna jest nadal słaba, a powrót do celu, jeśli nie wystąpią jakieś szoki inflacyjne, może być trochę powolniejszy niż wcześniej myśleliśmy. Inflacja powróci do celu w 2008 roku, ale niewielkie szoki, na przykład żywnościowe czy paliwowe, mogą to zmienić.

Jak widzimy w ciągu ostatniego roku, mogą występować dość istotne zmiany w obie strony w kursie walutowym. W decyzjach RPP musimy rolę czynnika kursowego traktować dość neutralnie, jako bieżący wskaźnik - nie kierować się nim przesadnie przy ocenie perspektywy inflacji ze względu na jego dużą zmienność.

W ocenie działań nowej koalicji istotną sprawą będzie to, czy nie dojdzie do zmiany na stanowisku ministra finansów, kluczową sprawą będą także prace nad przyszłorocznym budżetem. Z większości tych spraw, które nas najbardziej niepokoiły Samoobrona na tym etapie się wycofała.

Komentarz

Różnica w poglądach członków Rady, jeśli chodzi o czynniki ryzyka wpływające na przyszłą inflację, była wyraźnie widoczna na konferencji. O ile punkt widzenia prezesa NBP można utożsamić z poglądami autorów projekcji (lub odwrotnie) przedstawionymi w rozdziale IV nowego *Raportu o inflacji* (zmniejszenie wagi argumentów przyczyniających się do obniżenia inflacji, a podkreślenie tych mogących inflację podwyższyć), to nie jest on najwyraźniej podzielany przez wszystkich członków Rady. Świadczą o tym wypowiedzi członków Rady oraz wyniki głosowań na posiedzeniach w pierwszym kwartale również przedstawione w *Raporcie*. Dlatego też, aby trafnie ocenić prawdopodobieństwo kolejnych ruchów w polityce pieniężnej nie należy, naszym zdaniem, brać pod uwagę opinii przewodniczącego Rady, tylko tych którzy tworzą większość (np. profesorów Sławińskiego i Wojtyny – szczegóły poniżej).

Oprócz przejściowego szoku związanego z cenami ropy (przejściowego, ponieważ wynikającego bardziej z niepokoju wokół Iranu niż z czynników fundamentalnych) Sławiński nie dostrzega istotnych zagrożeń dla perspektywy inflacji. Jego zdaniem obecny poziom stóp procentowych sprzyja wzrostowi gospodarczemu na poziomie bliskim potencjalnemu. Niemniej, wydaje się, że dane o nieoczekiwaniu niskiej inflacji w marcu wywarły pewne wrażenie na Sławińskim. Powiedział on, że przyczyny tej sytuacji wymagają dalszych analiz. Na chwilę obecną Sławiński stwierdził, że trwale niska inflacja w Polsce wynika nie tylko z czynników jednorazowych, ale również z czynników strukturalnych, takich jak globalizacja, która ma wpływ na gospodarki wielu krajów i funkcjonowanie rynków pracy.

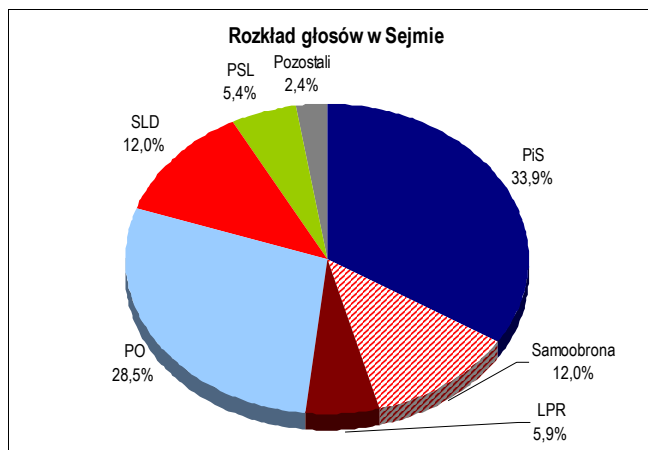
Wypowiedzi Haliny Wasilewskiej-Trenkner potwierdzają nasz pogląd, że stopy procentowe pozostaną bez zmian (przynajmniej) do końca roku. Choć wśród członków Rady (szczególnie tych którzy głosowali ostatnio przeciw obniżkom, tak jak Halina Wasilewska-Trenkner w lutym) pojawiają się już nieśmiałe sugestie o możliwości podwyżek stóp, wydaje nam się, że scenariusz alternatywny powinien raczej zakładać możliwość delikatnej obniżki stóp procentowych w ciągu tego roku, jeśli okaże się, na przykład, że stopa inflacja spadnie poniżej zera, a tempo wzrostu gospodarczego nieco wyhamuje. Oczywiście należy zauważyć, że perspektywa podwyżki stóp przedstawiona przez członkinię Rady jest bardzo odległa, a dziś taka decyzja byłaby, według niej, równie „pochopna” jak obniżka. Halina Wasilewska-Trenkner dodała, że projekcja inflacji pokazuje, że mamy przed sobą długi okres niskiej inflacji i nic nie wskazuje, żebyśmy natknęli się w 2007 i 2008 roku na jakąś eksplozję dynamiki cen. Wydaje się to potwierdzać, że dla większości członków Rady scenariusz przedstawiony przez projekcję jest najbardziej prawdopodobny. Oczywiście, jak zwykle, istnieją potencjalne źródła zagrożeń dla inflacji (sytuacja globalna, szybki wzrost PKB w Polsce), jednak nie wydają się one na trwałe zagrażać celowi inflacyjnemu NBP.

Poglądy Andrzeja Wojtyny wydają się być bardzo istotne z punktu widzenia perspektywy kształtowania się stóp procentowych. Dlatego też jego opinie, że czynniki strukturalne mogą ograniczać presję inflacyjną silniej niż zakładają obecnie wykorzystywane modele i ścieżka przyszłej inflacji może ulec poprawie, stanowią pewną podstawę do dopuszczania możliwości obniżki stóp procentowych. Pamiętajmy, że bilans opinii w Radzie może zmienić się pod wpływem napływających nowych danych statystycznych. W *Raporcie* czytamy bowiem, że „stosunkowo długie utrzymywanie się inflacji oraz inflacji bazowej poniżej wcześniej prognozowanego poziomu może świadczyć o tym, że oddziaływanie czynników, które mogą spowolnić założone w projekcji tempo powrotu inflacji do celu, jest silniejsze niż wcześniej przypuszczano”.

Profesor Wojtyna zasugerował również, że podejmując decyzje o stopach procentowych Rada nie powinna kierować się krótkoterminowymi wahaniami kursów walutowych. Pamiętać jednak należy, że według *Raportu* „wyniki badań NBP pokazują, że średnioterminowa ścieżka realnego kursu złotego uwzględniona w projekcji inflacji może niewystarczająco brać pod uwagę takie czynniki, jak rosnący popyt na polski eksport po akcesji Polski do UE i napływie funduszy z Unii”.

Jeśli chodzi o istotność czynników politycznych, to profesor Wojtyna zwrócił uwagę na pewną autonomię gospodarki od polityki, wyrażając jednocześnie obawę, że o spowolnienie poważniejszych reform oraz o kształt programu gospodarczego nowej koalicji.

Pod lupą: Rząd i polityka



Większościowa koalicja, rozszady w rządzie

- Prawo i Sprawiedliwości udało się stworzyć koalicję większościową w parlamencie. Samoobrona i LPR otrzymały pięć nominacji ministerialnych (rolnictwa, edukacji, pracy i polityki społecznej, budownictwa, gospodarki morskiej).
- Reakcja rynku na zmiany w Radzie Ministrów była ograniczona, szczególnie że populisci wyraźnie złagodzili swoje radykalne postulaty z chwilą wejścia do koalicji (szczególnie na następnej stronie).
- Szybki wzrost gospodarczy pozwoli zapewne na zaproponowanie deficytu budżetowego na poziomie ok. 30 mld złotych, nawet jeśli miałyby wiązać się to z pewnym zwiększeniem wydatków socjalnych. Trudno mieć jednak nadzieję, że szybszy wzrost zostanie wykorzystany do pożądanego, znacznego obniżenia deficytu.

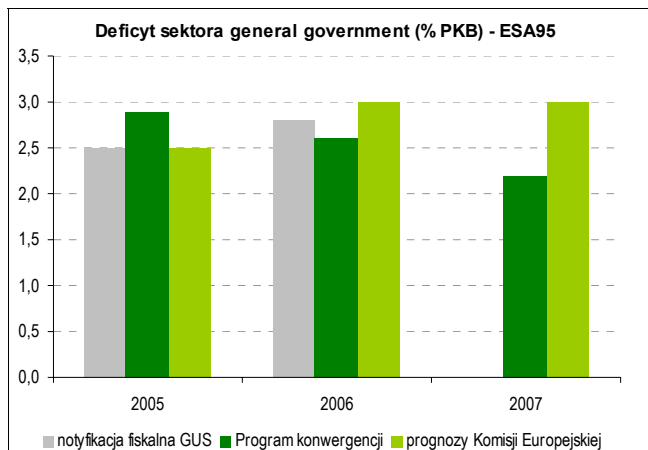
Rating/ perspektywa dla zadłużenia długoterminowego

Kraj	W walutach obcych		
	S&P	Fitch	Moody's
Czechy	A- / Pozytywna	A / Stabilna	A1 / Pozytywna
Węgry	A- / Negatywna	BBB+ / Stabilna	A1 / Negatywna
Polska	BBB+ / Stabilna	BBB+ / Pozytywna	A2 / Stabilna

Kraj	W walucie krajowej		
	S&P	Fitch	Moody's
Czechy	A / Pozytywna	A+ / Stabilna	A1 / Pozytywna
Węgry	A- / Negatywna	A- / Stabilna	A1 / Negatywna
Polska	A- / Stabilna	A / Stabilna	A2 / Stabilna

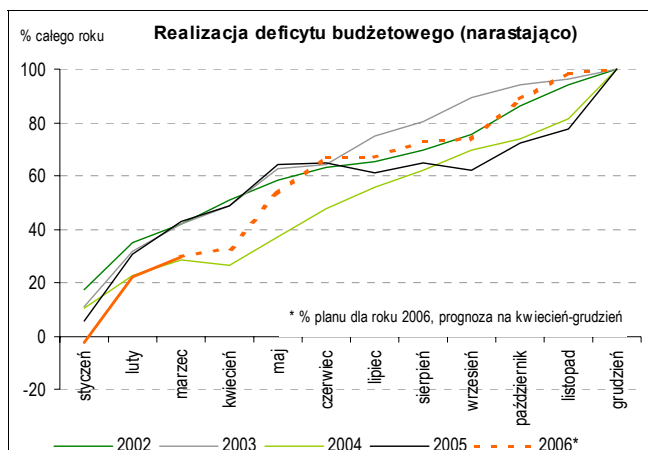
S&P widzi ryzyka jako pierwszy (jak zwykle)

- Agencja ratingowa Standard & Poor's zmieniła perspektywę ratingu dla Polski z pozytywnej na stabilną. Równocześnie potwierdzone zostały ratingi dla naszego kraju.
- Rewizja została uzasadniona tym, że „trwająca niepewność polityczna, niejasne perspektywy reform strukturalnych i konsolidacji fiskalnej oraz pogarszającą się perspektywę wejścia do strefy euro” skompensowały pozytywne perspektywy makroekonomiczne. Perspektywa zależy więc głównie od planów gospodarczych rządu (i ich realizacji).
- O ile „stabilna” perspektywa wydaje się uzasadniona ze względu na to, że niepewność dotycząca sytuacji politycznej i polityki makroekonomicznej rządu jest faktycznie duża, to nie można zapominać, że na tle innych krajów regionu, gdzie ratingi są lepsze (np. Węgry), Polska wypada dość korzystnie.



Rewizja szacunków deficytu za 2005 rok, prognoz na 2006

- GUS poinformował, że według notyfikacji fiskalnej, która została wysłana do Komisji Europejskiej, deficyt fiskalny Polski (w ujęciu *general government*) osiągnął w minionym roku 2,5% PKB, a dług publiczny 42,5% PKB.
- Podane wyniki są lepsze niż wcześniejsze szacunki, ponieważ w styczniowej aktualizacji Programu Konwergencji zakładano, że deficyt fiskalny w 2005 r. osiągnął 2,9% PKB (dług szacowany był na tym samym poziomie).
- GUS podał również, że według bieżących prognoz Ministerstwa Finansów deficyt fiskalny w 2006 r. wyniesie 2,8% PKB, czyli więcej niż 2,6% PKB zakładane w Programie Konwergencji. Komisja Europejska jest jeszcze mniej optymistyczna, choć w jej przypadku uzasadnione to jest mało optymistycznymi prognozami wzrostu PKB (ok. 4,5%).



... a realizacja budżetu 2006 idzie według planu

- Deficyt budżetu po pierwszym kwartale 2006 wyniósł 29,4% planu na cały rok, czyli prawie 9 mld zł.
- W I kw. wpływy z podatków pośrednich zwiększyły się o 12,4% r/r wobec wzrostu 10,6% r/r zaplanowanego na cały rok. Wpływy z PIT po marcu zwiększyły się o 10,9% r/r wobec rocznego planu 6,9% r/r. Wzrost przychodów z CIT był niższy niż zaplanowano na cały rok (13,6% wobec 27,8% r/r), ale jest to też najmniej znacząca pozycja wśród wpływów podatkowych.
- W I kw. nie przeprowadzono operacji wymiany walut na rynku.
- Ścieżka przewidywanej realizacji budżetu w pozostałej części roku zakłada dobry wynik w kwietniu (deficyt nieco ponad 30% planu), później przyspieszenie do prawie 67% planu w połowie roku, i następnie stopniowy wzrost deficytu do października-listopada, gdy spodziewany jest kolejny skokowy przyrost.

Źródło: GUS, Komisja Europejska, Ministerstwo Finansów, ośrodki badawcze

Pod lupą: Rząd i polityka

Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

Kazimierz Marcinkiewicz, premier RP

Parkiet, 8 maja

Mamy już 5-proc. wzrost PKB. Mamy szybki wzrost produkcji przemysłowej. Mamy bardzo niską inflację. Co więcej: wzrost gospodarczy oparty jest nie tylko na jednym filarze, ale już na trzech: konsumpcji, eksporcie, a także na wzroście inwestycji – i to nie tylko tych zewnętrznych, ale również krajowych. Jeżeli więc są jacyś przedsiębiorcy, którzy mówią, że są niezadowoleni z rządu, a jednocześnie inwestują pieniądze w Polsce, to znaczy to, że mówią coś innego niż robią. (...) Wszystkie nasze działania są skierowane na wzmocnienie elementów wzrostu: konsumpcji, eksportu i inwestycji. To doprowadzi do wzrostu zatrudnienia i wzmocni wzrost gospodarczy. (...) Być może jeszcze będziemy zmuszeni obniżyć deficyt. Dlatego też będziemy musieli z niektórych wcześniejszych zapowiedzi dotyczących obniżki podatków chwilowo się wycofać. (...) Liczymy, że od przyszłego roku budżet zaoszczędzi na tym [oszczędności w administracji] 1-2 mld zł netto. W tym roku może to być już kilkaset milionów złotych.

Zyta Gilowska, wicepremier, minister finansów

Reuters, Forbes, 27 kwietnia

Chyba jestem nietypowa, bo nie widzę siebie w roli prezesa NBP. Prezesura NBP wydaje mi się nuząca, sześciolatnia kadencja to smat czasu. Jestem profesorem nauk ekonomicznych i będę miała co robić, gdy stąd odejdę. (...) Chyba powinnam zostać [w rządzie], gwarancji nie dają. To zależy od biegu wydarzeń. (...) Dobrze byłoby zastosować nowe prawo finansów publicznych do budżetu na rok 2007. Należałoby więc wytrwać w tym miejscu do jego uchwalenia. Czy to realne, nie wiem.

Reuters, 5 maja

Polityka gospodarcza rządu musi być odpowiedzialna. Dobra polityka fiskalna musi być priorytetem rządu. [Pyt: czy zostanie pani w rządzie?] Odp: Jeżeli taka będzie polityka rządu.

Jacek Krzyślak, szef departamentu analiz MF

Reuters, 5 maja

Według naszych szacunków, inflacja kwiecień do marca wyniosła 0,6 procent. Również rok do roku osiągnęła ona w kwietniu 0,6 procent z powodu wzrostu cen paliw, gazu i warzyw i owoców. Na podobnym poziomie inflacja rok do roku pozostanie w maju.

Jarosław Kaczyński, prezes PiS

Newsweek Polska, 8 maja

[Pyt: co jest dla pana non possumus w polityce gospodarczej?] Nie zgodzimy się na uderzenie w rezerwy walutowe i na zaostrzenie stosunków z Unią Europejską. I będziemy się trzymać kotwicy budżetowej. Wprawdzie lewicowy rząd Węgier doprowadził deficyt budżetowy do 8% [PKB] – wydając na rozwój, na przykład na autostrady. Komisja europejska sarkauła, ale nic nie zrobiła. Gdyby jednak to samo zrobił premier Orban, pewnie dostałby po łapach.

Andrzej Lepper, szef Samoobrony

Reuters, 5 maja

Na tym etapie nie ma możliwości wprowadzenia naszych koncepcji podatku obrotowego i minimum socjalnego. Umowa koalicyjna zawiera także kotwicę budżetową w wysokości 30 miliardów złotych, której nie będziemy naruszać. Chcemy (jednak) także negocjować kwoty rolne, co rozpoczął już minister Jurgiel. Chcemy mieć wpływ na dystrybucję środków unijnych.

Marek Kotlinowski, wiceszef Ligi Polskich Rodzin

Reuters, 5 maja

Chcemy postawić pytanie, czy rezerwy walutowe, które wynoszą około 45 miliardów dolarów są właściwie wykorzystywane. Nie stawiamy tej sprawy w formie ultimatywnej, ale jako twarde pytanie. Wymogi związane z przystąpieniem do strefy euro wpływają dyscyplinująco na gospodarkę, na inflację oraz dług. (...) Mamy swoją doktrynę ekonomiczną, ale zdajemy sobie sprawę, że w tym obszarze nie będziemy dominować, chociaż kilka kwestii chcemy postawić jako kwestie otwarte, jak na przykład jednorazowego zasiłku senioralnego, którą można byłoby poruszyć w przypadku przyszłorocznego budżetu.

Komentarz

Premier Marcinkiewicz jako jeden z pierwszych przewidział tak szybkie ożywienie gospodarcze. Jak widać urzędowy optymizm czasami przynosi pewne rezultaty. Co prawda jak do tej pory działań rządu na polu gospodarczym nie było zbyt wiele (ustawa o zamówieniach publicznych), ale też najwyraźniej koniunkturze nie zaszkodził. Pozytywnym jest fakt, że następuje przyspieszenie popytu krajowego, co w rzeczywistości oznacza, że konsumenci i przedsiębiorcy nie obawiają się o gospodarczą przyszłość (oczekiwania jak wiadomo odgrywają bardzo ważną rolę w ekonomii). Interesuje nas jednak przede wszystkim, co rząd zrobi z tak dobrą koniunkturą. Sugestie premiera o możliwości dalszego zmniejszenia deficytu postrzegamy pozytywnie.

W wywiadzie dla *Parkietu* premier Marcinkiewicz stwierdził również, że w tym roku ministrowi skarbu uda się jeszcze wprowadzić na giełdę Ruch oraz jedną z firm energetycznych. Takie dwie firmy to raczej za mało aby zrealizować ambitny plan przychodów z prywatyzacji. Tym bardziej, że po powstaniu koalicji rządzącej chęć do szybszej prywatyzacji raczej zmaleje niż się wzmocni.

Z punktu widzenia rynków finansowych, pozycja Zyty Gilowskiej w rządzie jest kluczowa dla zapewnienia, że realizowany program gospodarczy nie będzie pod wpływem partii populistycznych. Dopóki więc to minister Gilowska będzie przygotowywała budżet na rok przyszły, dopóty rynki powinny pozostać względnie stabilne. Jednak stwierdzenie minister, że „należałoby więc wytrwać w tym miejscu do jego uchwalenia” może sugerować, że przyszłoroczny budżet (oraz nowa ustawa o finansach publicznych) może być jej ostatnią misją. Jeśli miałby być to zły budżet to mogłaby odejść nawet wcześniej.

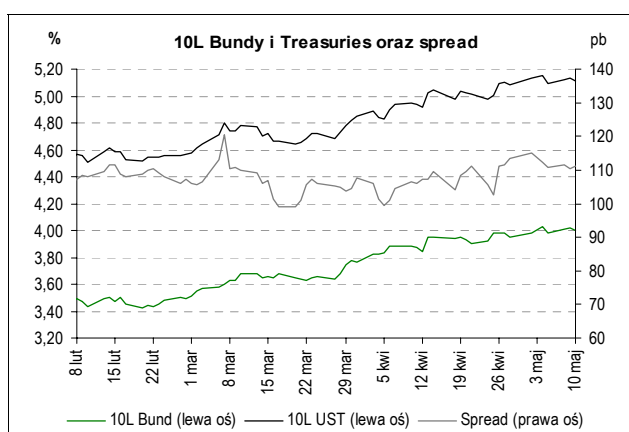
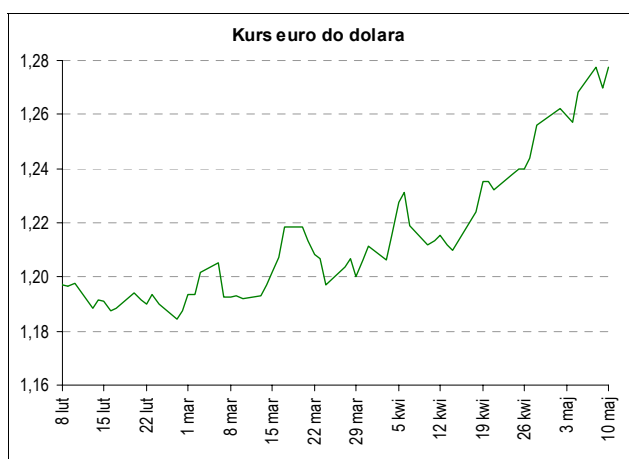
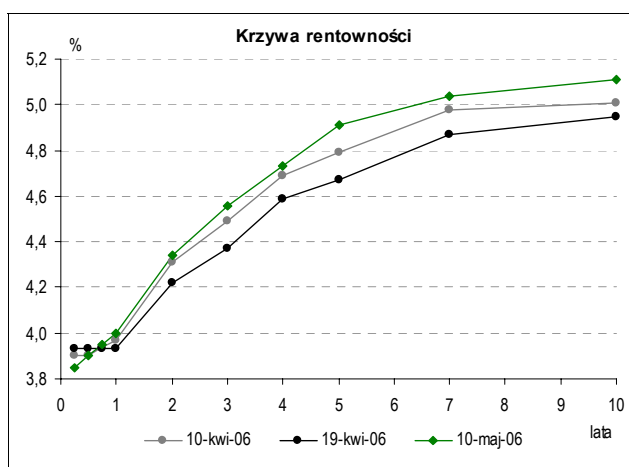
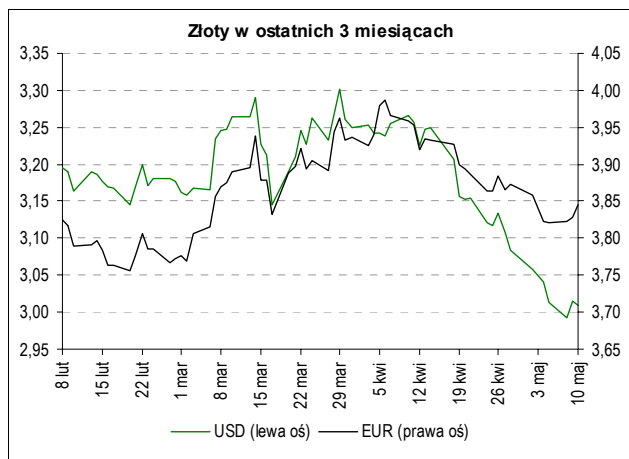
Kolejnym zajęciem, zakładając że obecne się zakończy, nie będzie raczej prezesura NBP, gdyż jak wyraźnie widać z wywiadu udzielonego miesięcznikowi *Forbes*, taka funkcja jej nie interesuje. Pani minister twierdzi, że jako profesor ekonomii będzie miała co robić, więc zapewne nie chodzi jej również o funkcję prezydenta Warszawy (tytuł profesora pasuje jednak bardziej do prezesa NBP).

Kwietniowa inflacja będzie bardzo ważna dla rynku. Podwyższenie prognozy przez ministerstwo nie może pozostać niezauważone, gdyż w poprzednim miesiącu to właśnie ich prognoza się sprawdziła. Według naszych prognoz, które również zakładają wzrost cen żywności, paliw i gazu (ale najwyraźniej w mniejszej skali) inflacja pozostała w kwietniu (i w maju również) mniej więcej na poziomie marcowym.

Na odpowiedź na pytanie „jaka będzie polityka gospodarcza nowego rządu?” będziemy musieli jeszcze trochę poczekać, prawdopodobnie do momentu gdy znany będzie budżet na przyszły rok. Podczas jego prac nie ominą nas zapewne liczne tarcia, jednak finalny kształt powinien być jednak po prostu budżetem kontynuacji, czyli bez znaczących reform, ale i bez niekontrolowanego wzrostu wydatków. Oprócz zapewnień premiera i minister finansów o rozsądnej polityce gospodarczej, usłyszeliśmy ostatnio również głos prezesa PiS. Otóż nie dopuszcza on możliwości zwiększenia deficytu budżetowego, między innymi ze względu na obawy przed sankcjami ze strony Unii Europejskiej, która to według jego opinii mogłaby wywrzeć podchodzący do rządów prawicowych niż lewicowych (przykład Węgier). Ponadto, z wypowiedzi Jarosława Kaczyńskiego można wnioskować, że populiści nie mają szans na sięgnięcie po rezerwy walutowe. Podobne wnioski zresztą można wyciągnąć słuchając przedstawicieli Samoobrony i Ligi Polskich Rodzin. Najbardziej kosztowne bądź kontrowersyjne (czasami absurdalne ekonomicznie) pomysły zostały najwyraźniej odłożone na bok (miejmy nadzieję, że na długo). Ciekawe, że nawet wiceszef LPR twierdzi, że warunki wstąpienia do strefy euro działają dyscyplinująco na gospodarkę. Choć oczywiście nie należy liczyć, naszym zdaniem, na to, że nastąpi przyspieszenie jeśli chodzi o wejście Polski do strefy euro. Ponadto, LPR domagał się obniżenia podatków.

W przytoczonych wypowiedziach przedstawicieli trzech partii rządzących nie pojawia się zagrożenie zmiany ustawy o NBP. Jak wiadomo ten problem był jednym z elementów tzw. paktu stabilizacyjnego i sądzimy, że wciąż jest aktualny stanowiąc pewne ryzyko dla rynków. Pozostaje duża niewiadomą w jakiej formie ta zmiana miałaby zostać przeprowadzona, ale jeśli utrzymanie wzrostu gospodarczego / niskiego bezrobocia miałyby być dla NBP zadaniem równie ważnym jak utrzymanie niskiej inflacji, to mogłoby to wpłynąć negatywnie na rynki (pomijając już fakt wykonalności takiego zapisu).

Monitor rynku



Źródło: Reuters, BZ WBK

Lepsze nastawienie do rynków wschodzących

▪ Od publikacji kwietniowego raportu złoty wyraźnie się umocnił, co było spowodowane głównie zwiększonymi oczekiwaniami na szybsze zakończenie cyklu podwyżek stóp procentowych w USA. W rezultacie nastąpił spadek zainteresowania inwestorów walutą amerykańską na rzecz euro oraz napływ kapitału na rynki wschodzące. Wpływ zawarcia koalicji PiS z partiami radykalnymi był i raczej pozostanie niewielki. Ostatecznie złoty umocnił się o ok. 3% wobec euro oraz aż ok. 8% w stosunku do dolara.

▪ W obliczu niepewności odnośnie sytuacji na rynku globalnym (dalsze decyzje odnośnie stóp procentowych w USA oraz kierunek ruchu kursu EURUSD) sądzimy, że złoty może w najbliższym okresie oscylować w niezbyt szerokim przedziale. W dalszej części roku (III kw.) oczekujemy, że złoty osłabi się m.in. w związku ze możliwymi spekulacjami odnośnie odejścia minister finansów w końcowym okresie prac nad budżetem 2007.

Wystromienie krzywej

▪ W ciągu ostatniego miesiąca polski dług nieco osłabił się na krótszym końcu krzywej, a większy spadek cen obligacji nastąpił na dłuższym końcu, co doprowadziło do wystromienia krzywej rentowności. Początkowo wsparciem dla krótkiego końca był bardzo niski CPI oraz wypowiedzi niektórych członków RPP, o możliwej obniżce stóp jeszcze w tym roku, jednak dane o produkcji a także sytuacja na rynkach bazowych powodowały osłabienie.

▪ Pomimo niskiej inflacji bardzo dobre dane wskazujące na przyspieszający wzrost gospodarczy działają przeciwko obniżkom stóp. W bazowym scenariuszu zakładamy brak cięć do końca roku. Jeśli kurs złotego będzie się dalej umacniał, a CPI będzie bliski zera RPP może pokusić się o obniżkę w dalszej części roku, choć przeciwko tej decyzji mogą działać podwyżki stóp w strefie euro i ewentualnie w USA oraz niewiadoma w postaci projektu budżetu na rok 2007.

Zmiana oczekiwań odnośnie stóp umacnia euro

▪ Od publikacji poprzedniego raportu wspólna waluta umocniła się do dolara o ok. 5,5% osiągając najwyższy poziom od roku głównie w reakcji na wzrost oczekiwań odnośnie wcześniejszego wstrzymania podwyżek stóp w USA. Euro zyskało po publikacji danych w strefie euro (Ifo) oraz informacji o zwiększaniu przez niektóre banki centralne udziału euro w rezerwach walutowych. Słabe dane o zatrudnieniu w USA oraz komunikat EBC sugerujący podwyżki stóp również działały przeciw dolarowi.

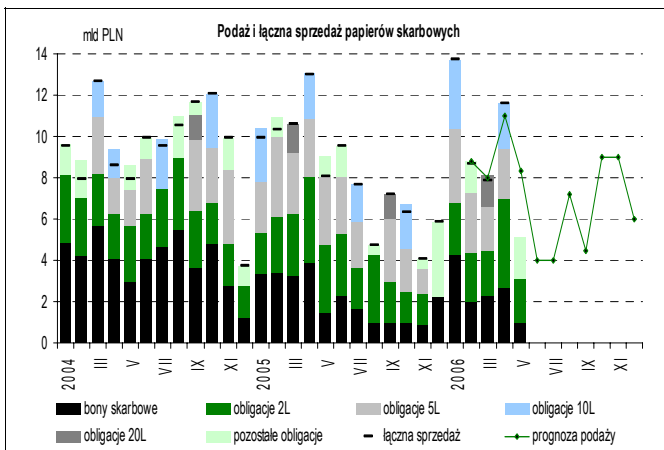
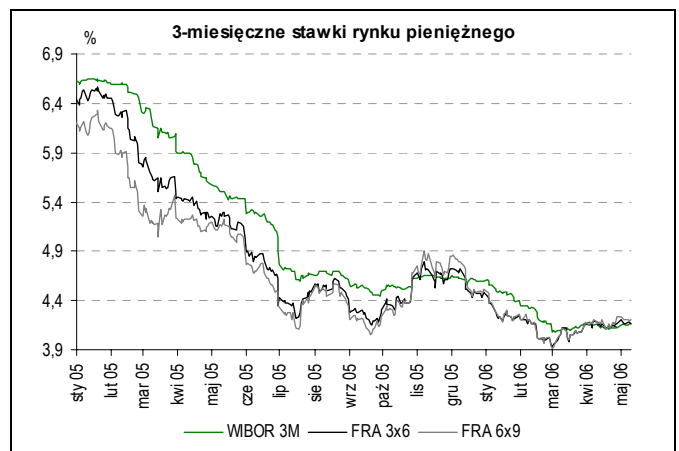
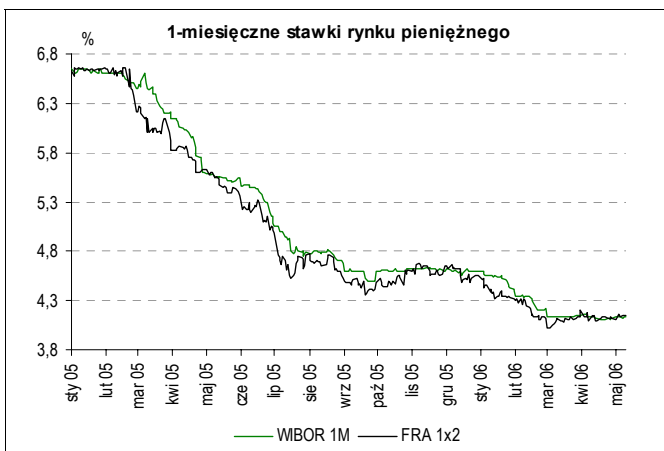
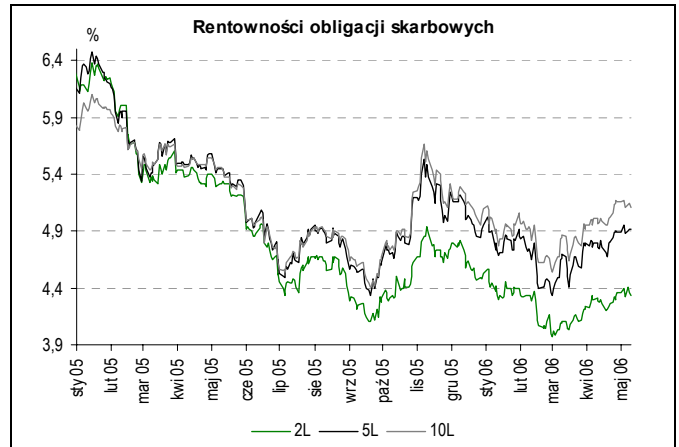
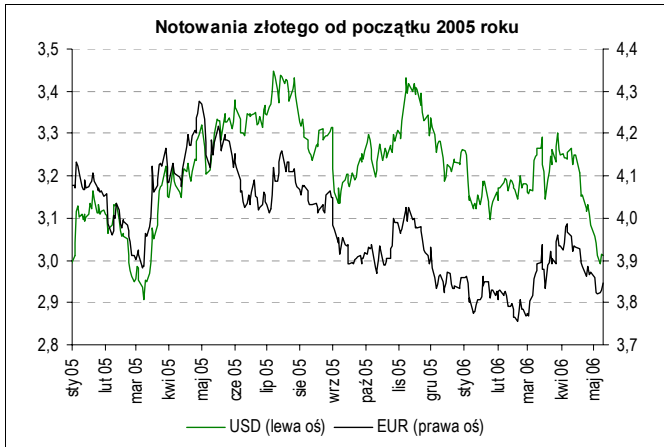
▪ W perspektywie wstrzymania zacieśniania polityki pieniężnej w USA, przyspieszenia aktywności gospodarczej w strefie euro oraz podwyżek stóp w Japonii dodatnia różnica stóp procentowych w USA może mieć coraz mniejsze znaczenie. Na dolara mogą negatywnie oddziaływać strukturalna nierównowaga w postaci bliźniaczych deficytów oraz kolejne dane makro w USA a dane ze strefy euro mogą wspierać wspólną walutę.

Oslabienie na rynkach bazowych – ciąg dalszy

▪ Ceny Treasuries spadły do najniższego poziomu od 4 lat, a 10-letnie rentowności wzrosły z 4,98% do 5,11% (najwyżej 5,16%) a Bundów z 3,9 do 4,0%, m.in. z powodu wyższego od oczekiwań bazowego CPI w USA, najwyższego od 15 lat wskaźnika Ifo, wysokich wskaźników aktywności i wypowiedziach EBC sugerujących kolejne podwyżki w strefie euro. Słabe dane o zatrudnieniu w USA spowodowały lekką korektę.

▪ Jeśli sytuacja gospodarcza w strefie euro będzie się nadal poprawiać, co znajdzie odzwierciedlenie w danych, europejskie rynki obligacji mogą być nadal pod presją. Jeszcze ważniejsze niż dotychczas będą dane publikowane w Stanach Zjednoczonych, gdyż po ostatnim komunikacie będą miały kluczowe znaczenie dla ewentualnego wstrzymania się od kolejnych podwyżek stóp.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	OFERTA / SPRZEDAŻ		Suma
	26-tyg.	52-tyg.	
06.03.2006	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
20.03.2006	-	1 300 / 1 300	1 300 / 1 300
razem marzec	-	2 300 / 2 300	2 300 / 2 300
03.04.2006	700 / 700	1 000 / 1 000	1 700 / 1 700
24.04.2006	300 / 300	1 000 / 1 000	1 300 / 1 300
razem kwiecień	1 000 / 1 000	2 000 / 2 000	3 000 / 3 000
08.05.2006	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
22.04.2006	-	1 000 - 1 300	1 000 - 1 300
razem maj*	-	2 000 - 2 300	2 000 - 2 300

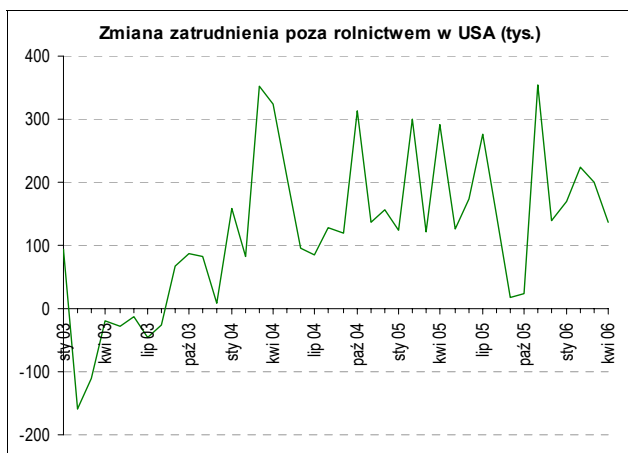
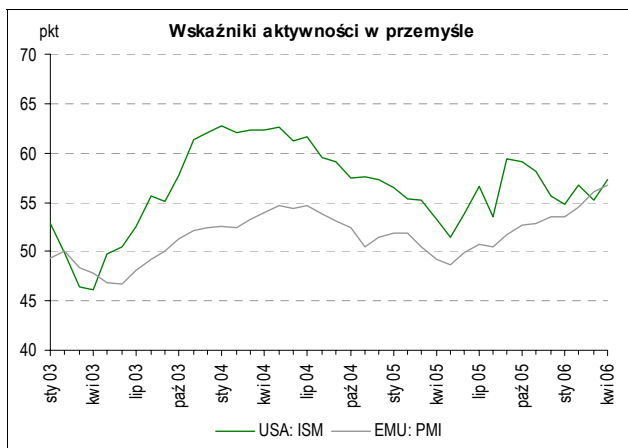
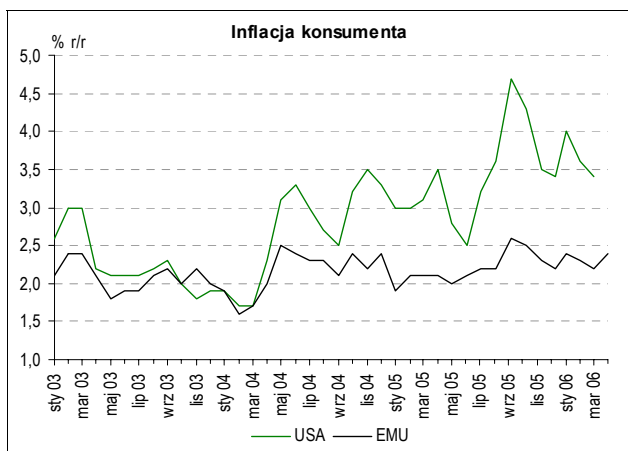
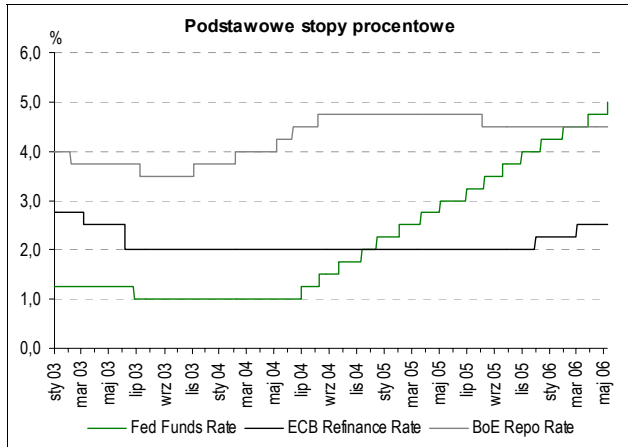
* na podstawie informacji Ministerstwa Finansów

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
lut	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*	DS1015	2 160	2 160	19.04*	PS0511	2 400	2 400
maj	04.05*	OK0808	2 160	2 160	10.05	WZ0911 IZ0816	500 1 500	500 1 500	17.05	5L	1 800 - 2 800	-
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

Przegląd międzynarodowy



Źródło: Reuters, ECB, Federal Reserve

Jastrzębi Trichet; możliwe wstrzymanie podwyżek w USA

▪ Fed podwyższył stopy procentowe w USA o 25 pb po raz szesnasty z rzędu, do poziomu 5,0% i utrzymał w komunikacie stwierdzenie, że dalsze zacieśnianie polityki pieniężnej wciąż może się okazać niezbędne, chociaż zaznaczył również, że „stopień i moment tego zacieśnienia będzie mocno uzależniony od rozwoju perspektyw ekonomicznych”, przez co pozostawił sobie drzwi otwarte dla wstrzymania podwyżek, gdyby kolejne dane pokazały wyraźne spowolnienie aktywności gospodarczej.

▪ Na majowym posiedzeniu zgodnie z oczekiwaniami EBC pozostawił stopy procentowe bez zmian, a komentarze Jean-Claude'a Tricheta były bardziej „jastrzębie” od oczekiwań. Uczestnicy rynku nie mogą całkowicie wykluczyć podwyżki stóp o 50 pkt bazowych w czerwcu, choć bardziej prawdopodobne wydają się podwyżki w tempie 25 pkt bazowych na kwartał.

Bazowy CPI wyższy od oczekiwań, a PPI niższy

▪ Marcowy wskaźnik CPI w USA wzrósł o 0,4%, co było zgodne z oczekiwaniami rynku i było spowodowane w dużej mierze przez wzrost cen energii o 1,3%, natomiast w ujęciu rocznym inflacja spadła z 3,6% do 3,4%. Bazowy wskaźnik cen konsumentów wzrósł w marcu o 0,3% m/m oraz 2,1% r/r, co oznaczało najwyższy wzrost w ciągu ostatniego roku. Ceny producenta wzrosły o 0,5%, a bazowy wskaźnik wzrósł nieznacznie o 0,1% m/m oraz 1,7% r/r i był poniżej prognoz analityków na poziomie 0,2% m/m oraz 0,3% m/m w lutym.

▪ Marcowa inflacja w strefie euro spadła do 2,2% r/r z 2,3% r/r w lutym. Z kolei wstępne szacunki Eurostatu za kwiecień pokazały wzrost HICP do 2,4% r/r, co było powyżej oczekiwań rynkowych, a było częściowo wynikiem wyższych cen ropy.

Wskaźnik aktywności strefy euro w trendzie rosnącym

▪ Wskaźnika ISM dla sektora przetwórczego był wyższy od oczekiwań i wzrósł do 57,3 wobec oczekiwanych 55,0. Wskaźnik ISM poza sektorem wytwórczym w USA okazał się znacznie wyższy od prognoz, wzrastając w kwietniu do 63 pkt. z 60,5 w marcu. Wskaźnik zatrudnienia zwiększył się do 56,5 z poziomu 54,6 w marcu, podczas gdy indeks zapłaconych cen podskoczył do 70,5 z 60,5 w marcu. Dane sugerują, że na początku drugiego kwartału tempo wzrostu gospodarczego amerykańskiej gospodarki przyspieszyło i wzrosła presja na ceny

▪ Wskaźnik PMI w strefie euro zwiększył się w kwietniu do 56,7 z poziomu 56,1 w marcu, co było zgodne z oczekiwaniami. Wskaźnik koniunktury dla sektora usług PMI wzrósł w kwietniu do 58,3 z 58,2, co było nieznacznie poniżej oczekiwań rynku na poziomie 58,5.

▪ Kolejny szacunek PKB w I kw. dla gospodarki amerykańskiej był poniżej oczekiwań (4,9%) i wyniósł 4,8%. Deflator PKB wzrósł o 3,3% w porównaniu z 3,5% w IV kw. 2005. Eksport i import wzrosły odpowiednio o 12,1% i 13%, a wydatki konsumpcyjne o 5,5% (0,9% w IV kw.), najszybciej od III kw. 2003.

Kwietniowe dane z rynku pracy rozczarowały

▪ Liczba zatrudnionych poza rolnictwem w kwietniu wyniosła 138 tys. i była znacznie poniżej rynkowego konsensusu na poziomie 200 tys. Ponadto dane za marzec zostały zrewidowane w dół do 200 tys., a stopa bezrobocia pozostała na poziomie 4,7%.

▪ W pierwszym kwartale jednostkowe koszty pracy w gospodarce amerykańskiej wzrosły o 2,5%, co było znacznie powyżej oczekiwań rynkowych i zwiększyło obawy o presję inflacyjną. Jednocześnie, wzrost produktywności wyniósł 3,2%, co było mniej więcej zgodne z oczekiwaniami.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
8 maja <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i>	9 USA: Zapasy hurtowe (III)	10 <i>POL: Aukcja obligacji 7-letnich zmiennokuponowych i 12-letnich indeksowanych CPI</i> USA: Spotkanie Fed – decyzja USA: Budżet Fed (IV)	11 EMU: Wstępny PKB (I kw.) USA: Sprzedaż detaliczna (IV)	12 <i>POL: Podaż pieniądza (IV)</i> USA: Ceny w handlu zagranicznym (IV) USA: Bilans handlowy (III) USA: Wstępny Michigan (V)
15 <i>POL: Ceny konsumenta (IV)</i> USA: Napływ kapitału netto (III)	16 GER: Indeks ZEW (V) USA: Liczba wydanych pozwoleń na budowę (IV) USA: Liczba nowych budów (IV) USA: PPI (IV) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (IV) USA: Produkcja przemysłu (IV)	17 <i>POL: Aukcja obligacji 5-letnich</i> <i>POL: Płace i zatrudnienie (IV)</i> <i>POL: Bilans płatniczy (III)</i> EMU: Produkcja przemysłu (V) EMU: Finalny HICP (IV) USA: CPI (IV)	18 USA: Indeks Philadelphia Fed (V)	19 <i>POL: Ceny produkcji (IV)</i> <i>POL: Produkcja przemysłowa i budowlana (IV)</i> JP: Spotkanie BOJ - decyzja EMU: Bilans handlowy (III)
22 <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i>	23 <i>POL: Inflacja bazowa (IV)</i> <i>POL: Wskaźniki koniunktury (IV)</i>	24 <i>POL: Sprzedaż detaliczna (IV)</i> <i>POL: Bezrobocie (IV)</i> GER: Indeks IFO (V) USA: Zamówienia na dobra trwałe (IV) USA: Sprzedaż nowych domów (IV)	25 USA: Wstępny PKB (I kw.) USA: Deflator PKB (I kw.) USA: Sprzedaż domów (IV)	26 USA: Finalny Michigan (V)
29 USA, GB: Dzień wolny	30 <i>POL: Spotkanie RPP</i> EMU: Podaż pieniądza M3 (IV) USA: Zaufanie konsumentów (V)	31 <i>POL: PKB (I kw.)</i> <i>POL: Spotkanie RPP – decyzja</i> EMU: Nastroje konsumentów (V) EMU: Nastroje gospodarcze (V) EMU: Wstępny HICP (V) USA: Chicago PMI (V)	1 czerwca EMU: PMI sektor wytwórczy (V) EMU: Zrewidowany PKB (I kw.) EMU: Stopa bezrobocia (IV) USA: Zrewidowane jednostkowe koszty pracy (I kw.) USA: Zrewidowana produktywność pracy (I kw.) USA: ISM sektor wytwórczy (V)	2 EMU: PPI (IV) USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (V) USA: Bezrobocie (V) USA: Zamówienia w przemyśle (IV)
5 <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i> GER: Dzień wolny USA: ISM sektor usług (V)	6 EMU: PMI sektor usług (V)	7 <i>POL: Aukcja obligacji 2-letnich</i> EMU: Sprzedaż detaliczna (IV)	8 GB: Spotkanie BoE – decyzja (V) EMU: Spotkanie EBC – decyzja (V) USA: Zapasy hurtowe (IV)	9 USA: Ceny w handlu zagranicznym (V) USA: Bilans handlowy (IV)

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 ^a	15 ^b	14	15	14	14	14	14	16	15	14
Inflacja bazowa	24		23 ^b	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	24	-	-	-	-	-	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	16	15	15	18	17	16	17	16	15	16	16	15
Bezrobocie	24	23	23	26	24	-	-	-	-	-	-	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31	-	-	30	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	13 ^c	13	14	12	17	14	13	11	-	-	-	-
Podaż pieniądza	13	14	14	14	12	14	14	14	-	-	-	-
Bilans NBP	6	7	7	7	5	7	7	7	-	-	-	-
Wskaźniki koniunktury	23	23	23	24	23	23	24	23	25	23	23	22

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

Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		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	maj 06
Produkcja przemysłowa	% r/r	-1,1	0,9	6,9	2,6	4,8	5,9	7,6	8,5	9,6	9,8	10,2	16,4	3,9	14,7
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	-14,4	8,0	10,5	5,0	7,9	5,4	7,5	7,3	6,3	8,6	10,2	10,1	14,4	13,6
Stopa bezrobocia	%	18,8	18,3	18,0	17,9	17,8	17,6	17,3	17,3	17,6	18,0	18,0	17,8	17,2	16,9
Place brutto ^{b c}	% r/r	1,8	3,0	4,5	3,2	2,8	1,8	6,4	6,9	1,5	3,6	4,8	5,4	5,8	5,8
Zatrudnienie ^b	% r/r	1,7	1,6	1,7	1,8	2,0	2,2	2,1	2,5	2,6	2,6	2,4	2,7	2,6	2,6
Eksport (w euro) ^d	% r/r	6,9	17,0	15,9	18,0	14,9	12,9	18,0	14,8	22,0	19,9	18,0	18,5	9,8	12,3
Import (w euro) ^d	% r/r	-5,0	12,4	12,8	7,8	15,5	11,0	14,6	17,5	17,4	19,3	17,1	15,3	8,2	9,8
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-94	-454	-80	-113	-378	-107	-28	-270	-395	139	-8	-145	0	-350
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	6	-678	181	-247	-381	-237	-326	-408	-359	-76	-538	-165	140	-500
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-2,8	-2,6	-2,2	-1,8	-1,8	-1,5	-1,5	-1,6	-1,5	-1,3	-1,3	-1,3	-1,2	-1,2
Deficyt budżetowy (narastająco)	mlrd PLN	-13,9	-18,3	-18,5	-17,5	-18,5	-17,8	-20,6	-22,2	-28,6	0,7	-6,7	-9,0	-10,0	-16,3
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu ^e	48,6	64,0	64,8	61,1	64,7	62,3	72,1	77,7	100,0	-2,3	21,9	29,4	32,7	53,4
Inflacja (CPI)	% r/r	3,0	2,5	1,4	1,3	1,6	1,8	1,6	1,0	0,7	0,6	0,7	0,4	0,4	0,3
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	0,9	-0,5	0,0	0,0	-0,2	-0,5	-0,9	-0,4	0,2	0,3	0,7	0,9	0,9	1,2
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	10,0	13,2	10,8	10,4	11,1	12,7	8,7	12,6	10,4	10,4	11,7	9,7	9,7	8,3
Depozyty	% r/r	8,7	11,9	9,2	9,4	10,1	11,6	6,3	11,1	9,4	10,2	10,8	9,0	9,4	7,9
Kredyty	% r/r	5,3	9,4	7,4	8,8	9,0	9,6	4,4	10,2	11,8	12,3	13,5	13,5	13,4	13,2
USD/PLN	PLN	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	3,04
EUR/PLN	PLN	4,16	4,18	4,06	4,10	4,05	3,92	3,92	3,97	3,85	3,82	3,79	3,88	3,92	3,86
Stopa interwencyjna ^a	%	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	4,00
Stopa lombardowa ^a	%	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	5,50
WIBOR 3M	%	5,78	5,48	5,22	4,66	4,67	4,57	4,50	4,64	4,62	4,49	4,26	4,12	4,14	4,15
Rentowność bonów 52-tyg.	%	5,36	5,19	5,09	4,30	4,33	4,15	4,19	4,35	4,38	4,22	3,97	3,87	3,95	4,00
Rentowność obligacji 2L	%	5,39	5,27	5,14	4,50	4,60	4,22	4,42	4,75	4,64	4,40	4,20	4,10	4,28	4,35
Rentowność obligacji 5L	%	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	4,92
Rentowność obligacji 10L	%	5,49	5,36	5,24	4,72	4,87	4,57	4,90	5,36	5,14	4,94	4,78	4,78	5,02	5,12

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

^a wartość na koniec okresu; ^b w sektorze przedsiębiorstw; ^c nominalnie; ^d dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji; ^e 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	1 024,3	226,2	235,7	237,2	268,5	239,5	249,1	250,5	285,1
PKB	% r/r	3,8	5,3	3,3	5,2	2,1	2,8	3,7	4,2	5,3	5,2	5,0	5,3
Popyt krajowy	% r/r	2,7	5,9	1,9	4,8	1,1	-0,5	1,6	5,0	4,6	4,6	4,7	5,1
Spożycie indywidualne	% r/r	1,9	4,0	2,3	4,0	1,7	1,6	2,7	3,1	4,1	4,1	4,0	3,8
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-0,1	6,3	6,2	9,2	1,2	3,8	5,7	9,8	10,5	9,0	9,0	9,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	8,4	12,3	4,0	9,2	0,7	2,3	4,5	8,3	12,1	8,6	8,7	7,4
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	3,6	7,1	1,5	11,1	-0,4	-3,2	4,1	5,4	9,4	11,8	12,0	11,1
Stopa bezrobocia ^a	%	20,0	19,1	17,6	16,5	19,3	18,0	17,6	17,6	17,8	16,6	16,3	16,5
Place realne brutto ^c	% r/r	2,0	0,8	1,2	4,5	-1,3	0,8	1,1	3,8	4,0	4,9	5,9	3,1
Zatrudnienie ^c	% r/r	-3,5	-0,8	1,9	2,6	1,5	1,7	2,0	2,4	2,6	2,6	2,7	2,5
Eksport (w euro) ^b	% r/r	9,1	22,3	17,1	9,6	23,2	12,9	15,0	18,0	18,8	9,1	7,5	4,4
Import (w euro) ^b	% r/r	3,3	19,5	12,6	10,5	17,6	6,0	11,2	16,5	17,2	8,7	9,0	7,9
Bilans handlowy ^b	mln EUR	-5 077	-4 552	-2 182	-3 064	-259	-633	-599	-691	-14	-600	-950	-1 500
Rachunek bieżący ^b	mln EUR	-4 108	-8 542	-3 503	-4 239	-1 043	-500	-861	-1 099	-779	-710	-1 080	-1 670
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-2,1	-4,2	-1,5	-1,6	-3,4	-2,2	-1,5	-1,5	-1,3	-1,4	-1,4	-1,6
Deficyt budżetowy ^a	mld PLN	-37,0	-41,5	-28,6	-30,5	-12,3	-18,5	-17,8	-28,6	-9,0	-20,4	-22,6	-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	0,8
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	1,7	4,4	0,7	1,4	3,4	1,4	1,8	0,7	0,4	0,7	0,4	1,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,6	7,0	0,7	1,4	3,3	0,1	-0,2	-0,4	0,9	1,0	1,4	2,2
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	5,6	8,7	10,4	11,3	11,0	10,8	12,7	10,4	9,7	9,9	8,6	11,3
Zobowiązania ^a	% r/r	3,7	8,1	9,4	11,0	10,4	9,2	11,6	9,4	9,0	10,4	8,5	11,0
Należności ^a	% 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	3,18	3,07	3,28	3,30	3,29	3,19	3,13	3,21	3,19
EUR/PLN	PLN	4,40	4,53	4,02	3,94	4,03	4,13	4,02	3,91	3,83	3,91	4,02	3,99
Stopa interwencyjna ^a	%	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 ^a	%	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	4,20	6,44	5,49	4,63	4,59	4,29	4,15	4,18	4,20
Rentowność bonów 52-tyg.	%	5,33	6,50	4,92	4,06	5,91	5,21	4,26	4,31	4,02	4,00	4,05	4,15
Rentowność obligacji 2L	%	5,38	6,89	5,04	4,30	5,83	5,27	4,44	4,60	4,23	4,33	4,35	4,30
Rentowność obligacji 5L	%	5,61	7,02	5,25	4,91	5,89	5,38	4,68	5,04	4,67	4,87	5,00	5,10
Rentowność obligacji 10L	%	5,77	6,84	5,24	5,05	5,76	5,37	4,72	5,13	4,83	5,08	5,10	5,20

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

^a wartość na koniec okresu; ^b dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji; ^c 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 10.05.2006 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

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

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Gdańsk

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

Kraków

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

Poznań

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

Warszawa

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

Wrocław

ul. Rynek 9/11
50-950 Wrocław
tel. 071 370 25 87
fax 071 370 26 22

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

