

MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Czerwiec 2006

Dobry początek

▪ **Początek roku w polskiej gospodarce był zdecydowanie bardziej obiecujący niż początek występów polskiej reprezentacji na Mundialu.** Wzrost PKB w I kwartale 2006 wyniósł o 5,2% co było najlepszym wynikiem od wejścia do UE. Dużą rolę we wzroście odegrał popyt krajowy, który zgodnie z naszą prognozą zwiększył się o 4,5%; eksport netto dodał 0,7 pkt proc. do wzrostu PKB.

▪ **W II kwartale istnieje ryzyko spowolnienia ze względu na mniejszą liczbę dni roboczych, jednak wzrost PKB w całym roku powinien być bliski 5%.** Kwietniowe dane o produkcji, choć nieco gorsze od prognoz rynkowych, pokazały solidny wzrost po oczyszczeniu z sezonowości. Mocno wzrosła sprzedaż detaliczna i zatrudnienie, stopa bezrobocia spadła najsilniej od połowy 1998 r., co sugeruje, że tempo wzrostu popytu konsumpcyjnego pozostanie wysokie w kolejnych kwartałach. Optymistyczny obraz sytuacji gospodarczej potwierdziły również dane NBP nt. bilansu płatniczego, wskazując kontynuację dynamicznego przyrostu eksportu przy nieznacznie niższym, ale również szybkim wzroście importu. Inflacja w kwietniu wprawdzie okazała się wyższa niż oczekiwano, jednak wciąż nie jest źródłem silnego niepokoju, ponieważ nadal brakuje oznak silnej popytowej presji na ceny.

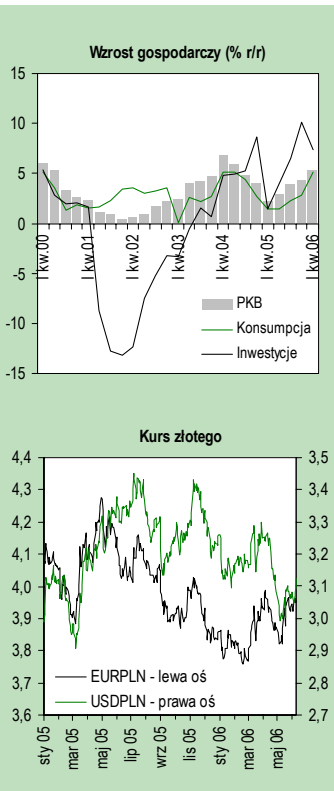
▪ **Rada Polityki Pieniężnej po raz kolejny utrzymała stopy procentowe bez zmian na poziomie 4,0%,** a jej członkowie jasno dali do zrozumienia, że obecny poziom stóp jest odpowiedni dla bieżącej i przewidywanej sytuacji gospodarczej i raczej nie będzie zmieniany przez dłuższy okres. Potwierdza to naszą ocenę sytuacji, zgodnie z którą ewentualna zmiana stóp w najbliższych miesiącach (czy kwartałach) byłaby możliwa tylko w przypadku negatywnej niespodzianki w danych makroekonomicznych.

▪ **Na rynku kredytowym coraz wyraźniej rysuje się silne ożywienie.** Wartość udzielonych kredytów zwiększyła się w ciągu pięciu ostatnich kwartałów o prawie 50 mld zł, a ich udział w PKB wzrósł o ok. 2,2 pkt. proc. Dynamika kredytów ogółem dla sektora niefinansowego podniosła się z ok. 3% r/r w grudniu 2004 roku do prawie 14% r/r na koniec I kwartału 2006, głównie za sprawą boomu na rynku kredytów dla gospodarstw domowych, których tempo wzrostu przyspieszyło w tym czasie z ok. 13% do 25% r/r. W tym miesiącu ponownie przyglądamy się sytuacji na rynku kredytów, próbując odpowiedzieć na pytanie czy ostatnie tendencje mogą budzić niepokój i jak wypadają na tle tego co dzieje się w innych krajach naszego regionu. Wnioski z tej analizy są dosyć optymistyczne. Przede wszystkim, ostatnie trendy wydają się uzasadnione silnymi fundamentami gospodarki i czynnikami o charakterze strukturalnym (niski wyjściowy poziom rozwoju rynku finansowego i kredytowego). Porównanie z innymi krajami o zbliżonym poziomie rozwoju, które w tym samym czasie przystępowały do UE pokazuje, że rozmiary ekspansji w Polsce nie odbiegają istotnie od tego co dzieje się w sąsiednich gospodarkach, co dodatkowo sugeruje, że mechanizmy które za nimi stoją mają związek z procesem nadgania opóźnień w poziomie rozwoju kraju i systemu finansowego.

Na rynku finansowym 31 maja 2005 r.:

Stopa depozytowa NBP	2,50	WIBOR 3M	4,15	USDPLN	3,0671
Stopa referencyjna NBP	4,00	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	4,03	EURPLN	3,9472
Stopa lombardowa NBP	5,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,05	EURUSD	1,2869

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 9.06.2006 r.



W tym miesiącu:

Temat miesiąca

Czy wzrost kredytów powinien cieszyć czy martwić?	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

Temat miesiąca

Czy wzrost kredytów powinien cieszyć czy martwić?

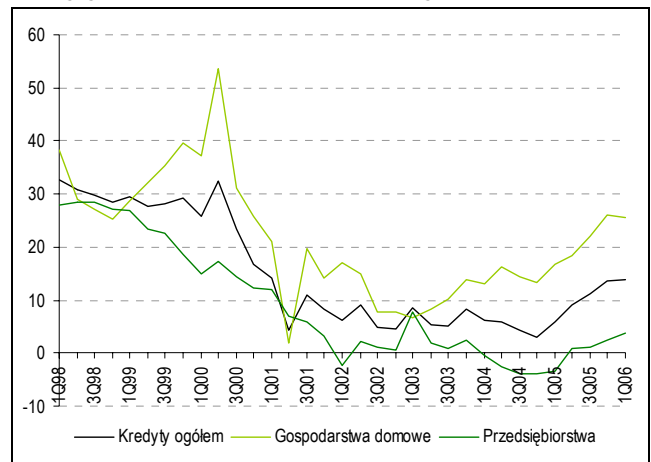
Nieco ponad rok temu sporo uwagi w miesięcznych raportach makroekonomicznych poświęciliśmy analizie tendencji zachodzących na rynku kredytów w polskim systemie bankowym. Przyczyną ówczesnego zainteresowania tą tematyką było spowolnienie dynamiki kredytu, które wystąpiło w roku 2004 pomimo wyraźnego przyspieszenia tempa rozwoju gospodarki w tamtym okresie, oraz próba odpowiedzi na pytanie czy zjawisko to ma charakter przejściowy, czy też może jest zapowiedzią trwałego osłabienia tendencji wzrostowych w całej gospodarce. Przypomnijmy, że wnioski z naszych analiz były dość optymistyczne. Przewidywaliśmy wówczas między innymi, że dynamika kredytu zacznie niebawem nabierać tempa, a rola pieniądza i kredytu będzie zwiększała się wraz z upływem czasu, w ślad za wzrostem poziomu rozwoju gospodarki, w czym duży udział będą miały m.in. kredyty i pożyczki na zakup nieruchomości.

Chociaż od opublikowania tamtych opracowań nie upłynęło jeszcze zbyt wiele czasu, w świetle danych statystycznych z ostatnich kwartałów można stwierdzić, że nasze przewidywania okazały się całkiem słuszne. Dynamika kredytów ogółem dla sektora niefinansowego podniosła się z ok. 3% r/r w grudniu 2004 roku do prawie 14% r/r na koniec I kwartału 2006. Wzrost kredytów dla gospodarstw domowych przyspieszył w tym czasie z ok. 13% do 25% r/r, a wzrost kredytów dla przedsiębiorstw poprawił się z -4% r/r do ok. +4 % r/r (patrz wykres obok). Wartość wszystkich udzielonych kredytów zwiększyła się w ciągu pięciu ostatnich kwartałów o prawie 50 mld zł, a ich udział w PKB podniósł się o ok. 2,2 pkt. proc. Zarówno „twarde” dane z systemu bankowego, jak i wyniki badań ankietowych dot. sytuacji na rynku kredytowym prowadzonych regularnie przez NBP, wskazują na to, że popyt na kredyty i pożyczki, w szczególności ze strony gospodarstw domowych, znalazł się w trendzie silnego ożywienia.

Zanim jednak to ożywienie zamieni się w prawdziwy boom kredytowy, w tym miesiącu ponownie powracamy do tematyki kredytowej, zwracając uwagę na kilka kwestii związanych z rosnącym zadłużeniem sektora prywatnego. Na ile sytuacja w Polsce odbiega od tendencji występujących w innych krajach o podobnym stopniu rozwoju? Czy stwarza to jakieś zagrożenia dla gospodarki? Jakie mogą być implikacje szybkiego wzrostu kredytów dla polityki pieniężnej banku

centralnego? Odpowiedzi na te pytania staramy się wskazać w poniższym opracowaniu.

Kredyty w polskim sektorze bankowym (% r/r)



Źródło: NBP

Kredyty znowu pod lupą

Na wstępie warto zauważyć, że wzrost zainteresowania zachowaniem kredytów w gospodarce nie jest z naszej strony wyborem przypadkowym i bierze się z ogólnej tendencji widocznej w ostatnich latach w dyskusjach nt. polityki pieniężnej na świecie. O ile w latach 80. i 90. agregaty pieniężne i bankowe stopniowo schodziły na dalszy plan w analizach banków centralnych wraz z odchodzeniem od strategii polityki pieniężnej opartych na pośrednich celach monetarnych na rzecz celów bezpośrednich, to ostatnio zainteresowanie polityki pieniężnej zmianami kredytów znowu rośnie, choć dotyczy całkiem innej perspektywy.¹ W mocy pozostają bowiem główne argumenty, dla których podaż pieniądza i kredyty straciły pozycję w centrum uwagi banków centralnych – coraz luźniejsze i zmieniające się w czasie relacje pomiędzy nimi a indeksami cen konsumpcyjnych, wynikające m.in. z rozwoju rynków i innowacji finansowych. Równocześnie jednak, w wyniku wspomnianego silnego rozwoju systemu bankowego i rynków finansowych w krajach uprzemysłowionych zmiany kredytów okazały się użyteczne w nowej roli – jako wskaźnik wyprzedzający zmian popytu, w tym konsumpcji prywatnej, oraz indykatorem tendencji na rynkach aktywów finansowych.

W ostatnich latach w analizach dotyczących polityki pieniężnej na świecie szczególnie żywo dyskutowane są zagadnienia dotyczące powiązań między stabilnością cen a stabilnością systemu finansowego w krajach o wysokim poziomie rozwoju gospodarczego. Szczególną uwagę zwraca się przy tym na cykle wahań cen aktywów finansowych, którym towarzyszą okresy ekspansji

¹ Zob. m.in. Borio C., Lowe P. (2004) "Securing sustainable price stability: should credit come back from the wilderness?" *BIS Working Paper* No. 157; "Asset price bubbles and monetary policy" *ECB Monthly Bulletin*, April 2005

kredytowej. W świecie inflacji ustabilizowanej na niskim poziomie, postępującej globalizacji, międzynarodowej konkurencji i liberalizacji przepływów kapitałowych, zaobserwowano m.in. występowanie zjawiska określanego często mianem „paradoksu wiarygodności”. Upraszczając, polega ono mniej więcej na tym, że narastająca w gospodarce nierównowaga makroekonomiczna wynikająca ze stosunkowo łagodnej polityki pieniężnej znajduje odzwierciedlenie w pierwszej kolejności we wzroście cen aktywów finansowych a nie (jak bywało kiedyś) w cenach towarów i usług konsumpcyjnych. Dzieje się tak, ponieważ w warunkach reżimu polityki pieniężnej o wysokiej wiarygodności, przy ugruntowanych oczekiwaniach niskiej inflacji i/lub silnym wzroście wydajności pracy, silna ekspansja gospodarcza może przez dłuższy czas nie ujawniać wpływu na ceny towarów i usług. Równocześnie jednak rozgrzana gospodarka pcha w górę ceny aktywów (np. na rynku akcji, nieruchomości), antycypujące dalszą nieprzerwaną i szybką ekspansję. W efekcie, przy braku sygnałów ostrzegawczych nt. narastającej wewnętrznej nierównowagi ze strony dynamiki CPI, ceny aktywów finansowych mogą poszybować w górę w skali nie uzasadnionej fundamentami gospodarki. Prowadzi to do powstawania tzw. „bańki spekulacyjnej” (ang. *asset price bubble*) w cenach aktywów finansowych. Bańki mają z kolei to do siebie, że gdy urosną nadmiernie, zdarza im się gwałtownie pękać. Kłopot w tym, że nagła korekta cen aktywów następująca po ich mocnym wzroście może być kosztowna dla gospodarki, zagrażając stabilności finansowej, jak również w konsekwencji stabilności cen towarów i usług, czyli realizacji głównego celu postawionego przed bankiem centralnym.

Prawidłowe rozpoznanie „bańki” tworzącej się na rynku aktywów może mieć duże znaczenie dla polityki gospodarczej. Jednak w praktyce nie jest to nigdy zadanie proste, ponieważ zazwyczaj nie sposób jednoznacznie ocenić, czy obserwowane w danym momencie tendencje są uzasadnione fundamentalnie i do jakiego stopnia, a od którego momentu mają charakter spekulacyjny. Jak pokazują badania międzynarodowe, to właśnie zmiany w zakresie pieniądza i kredytu należą do tych wskaźników ekonomicznych, które mogą stanowić pomoc w zakresie skutecznego wczesnego ostrzegania przed narastającymi bąblami spekulacyjnymi. Stąd właśnie wynika m.in. powracające zainteresowanie banków centralnych sytuacją na rynku kredytowym.

Warto zaznaczyć, że powyższe rozważania dotyczą przede wszystkim gospodarek o wysokim poziomie rozwoju ekonomicznego i finansowego, w których rola pieniądza i kredytu jest bardzo istotna (ich wartość

przekracza zwykle 100% PKB), a aktywa finansowe stanowią znaczącą część majątku podmiotów gospodarczych, przez co ich wahania mają silny wpływ na podejmowane decyzje ekonomiczne. Powstaje zatem pytanie, czy są to kwestie równie istotne i warte poważnego zainteresowania w takim kraju jak Polska, w którym charakterystyka gospodarki i stopień rozwoju rynku finansowego wciąż wyraźnie odbiega np. od średniej unijnej. Mamy nadzieję, że informacje przedstawione w dalszej części tego artykułu ułatwią odpowiedź na to pytanie. Póki co, można podejrzewać, że kwestia zmian na rynku kredytowym i ich znaczenie dla stabilności systemu finansowego nie pozostaje całkiem obojętna dla polskiej Rady Polityki Pieniężnej, jako że na zagadnienia związane z tą tematyką zwracał ostatnio uwagę jeden z bardziej wpływowych członków RPP Andrzej Wojtyna².

Kredytowe przyspieszenie w regionie

Jak zauważyliśmy na wstępie, ostatnie kwartały przyniosły wyraźne ożywienie na polskim rynku kredytowym. Okazuje się jednak, że szybki wzrost kredytów dla sektora niefinansowego nie jest cechą wyróżniającą wyłącznie polski sektor bankowy. Podobne zjawisko można obecnie obserwować w większości krajów będących nowymi członkami Unii Europejskiej, przy czym w niektórych przypadkach są to tendencje wiele silniejsze niż w Polsce (patrz tabela).

Kredyty dla sektora prywatnego w krajach UE (% r/r)

	2003	2004	2005	2Q05	3Q05	4Q05
Cypr	4,6	5,5	4,9	5,3	5,2	4,7
Czechy	-1,7	11,5	24,4	21,5	25,4	25,9
Dania	4,8	7,7	12,2	10,6	13,3	14,0
Estonia	26,0	27,7	35,4	33,5	36,7	38,3
Litwa	43,1	55,3	40,2	37,7	44,3	54,0
Łotwa	26,2	38,4	48,0	41,6	47,8	58,8
Malta	0,6	12,2	4,7	5,3	3,5	4,6
Polska	-8,2	4,0	18,3	19,7	17,1	14,0
Słowacja	11,0	13,7	21,7	18,2	23,7	26,9
Słowenia	9,6	23,4	21,9	21,8	22,3	24,5
Szwecja	4,5	4,6	7,9	7,7	8,2	5,5
W. Brytania	10,2	11,4	10,3	10,5	10,2	10,3
Węgry	18,0	27,2	18,1	17,0	16,5	15,5
EU-10	3,5	14,3	21,2	20,5	20,9	20,6
Strefa euro	4,9	5,9	8,4	7,8	9,1	9,7

Źródło: ECB, narodowe banki centralne; Uwaga: EU-10 – dziesięć krajów, które przystąpiły do UE w maju 2004, średnia ważona wg wartości PKB za 2003 r.

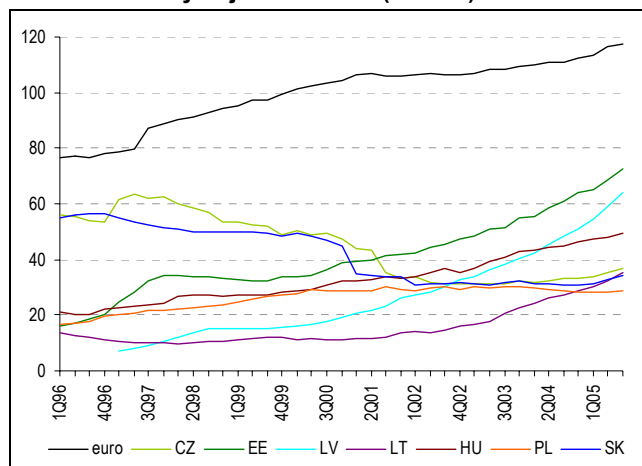
Na ogół głównym motorem tego wzrostu jest – podobnie jak w Polsce – popyt na kredyty ze strony gospodarstw domowych, w szczególności zaś gwałtowny rozwój rynku kredytów hipotecznych na zakup nieruchomości. Pod koniec 2005 r. w sześciu spośród dziesięciu nowych państw należących do UE tempo wzrostu kredytów hipotecznych przekraczało 30% r/r, podczas gdy w

² Andrzej Wojtyna „Paradoks wiarygodności”, *Rzeczpospolita* 28.04.2006

krajach nadbałtyckich, gdzie wzrost ten jest najsilniejszy, kredyty mieszkaniowe zwiększały się w tempie powyżej 70% rocznie. Znacznie bardziej umiarkowane jest jak na razie tempo wzrostu zadłużenia przedsiębiorstw, choć tutaj również można zaobserwować pewne ożywienie (wzrost w nowych krajach członkowskich średnio powyżej tempa wzrostu w strefie euro).

Jak łatwo zauważyć, nowe kraje UE charakteryzujące się w ostatnim okresie szybkim wzrostem kredytu łączy kilka istotnych cech. Po pierwsze, jest to niski wyjściowy poziom rozwoju rynku bankowego (pośrednictwa finansowego) w porównaniu z wysoko rozwiniętymi gospodarkami, co wyraźnie widać na podstawie relacji udzielonych kredytów do PKB³ (patrz wykres poniżej), jak również ogólny spadek poziomu stóp procentowych w ostatnich latach. Nie bez znaczenia pozostają też zmiany w otoczeniu rynkowym i ekonomicznym związane pośrednio i bezpośrednio z akcesją do UE: stabilizacja makroekonomiczna, regulacje prawne i liberalizacja przepisów finansowych, wzrost konkurencji na rynku usług bankowych, spadek premii za ryzyko, polityka pieniężna nakierowana na utrzymanie niskiej inflacji, jak również oczekiwania szybszego rozwoju gospodarczego i wzrostu dochodów.

Kredyty dla pozostałych rezydentów udzielone przez monetarne instytucje finansowe (% PKB)



Źródło: Eurostat, obliczenia własne

Czy szybki wzrost kredytów w nowych krajach UE, w tym w Polsce, powinien zatem budzić niepokój? Z jednej strony, jak widać nietrudno wskazać na „fundamentalne” przyczyny silnej ekspansji kredytowej w regionie, wynikające z czynników natury ekonomicznej i strukturalnej. Wydaje się, że jak do tej pory tendencje obserwowane w krajach naszego regionu nie przybrały rozmiarów, które można uznać za niebezpieczne. Jak wskazują analitycy Europejskiego Banku Centralnego, nawet w tych nowych krajach UE gdzie dynamika kredytu jest wyjątkowo wysoka, rozmiary wzrostu akcji kredytowej

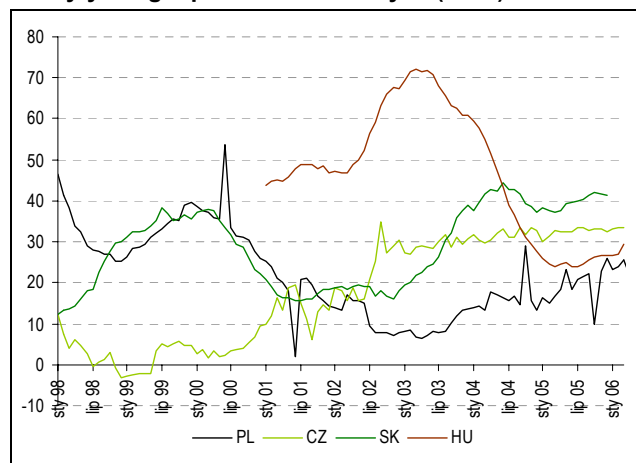
nie odbiegają od tego, czego doświadczają kraje UE, które wcześniej przechodziły przez fazę nadganiania luki rozwojowej, jak Irlandia czy Portugalia.⁴ Dodatkowym czynnikiem łagodzącym ryzyko wynikające z mocnej ekspansji kredytowej w regionie jest fakt, że jak na razie obciążenie firm i gospodarstw domowych kosztami obsługi długu w proporcji do ich dochodów jest stosunkowo niewielkie w porównaniu z krajami UE-15 czy strefy euro.

Równocześnie jednak, okres mocnego wzrostu zadłużenia w tych krajach wymaga jednak wzmożonej czujności ze strony nadzoru i władz monetarnych, chociażby dlatego, że trudno *ex ante* ocenić do jakiego stopnia obserwowane tendencje są efektem nadganiania zaległości w rozwoju rynku finansowego i kiedy pojawi się „przeżranie” tego trendu. Jak pokazuje literatura, działalność kredytowa banków ma charakter mocno procykliczny i szczególnie w czasie silnej ekspansji gospodarczej ryzyka związane z działalnością kredytową mogą być niedoceniane, co może prowadzić do głębokich korekt po okresie boomu.

Polska na tle sąsiadów

W porównaniu z innymi krajami w regionie, tempo zmian na polskim rynku kredytowym można określić jako umiarkowane (co pokazuje wcześniejsza tabela), co nie skłania do szczególnego niepokoju. Szczególnie, jeśli weźmiemy pod uwagę fakt, że w Polsce poziom nasycenia gospodarki kredytem jest wciąż jednym z najniższych w całej grupie (wykres obok), co mogłoby stanowić uzasadnienie dla znacznie szybszej ekspansji w efekcie nadganiania dystansu w stosunku do krajów bardziej rozwiniętych. Tymczasem, ani tempo wzrostu zadłużenia ogółem, ani w segmencie najszybciej rosnących kredytów dla gospodarstw domowych, nie odbiega w Polsce od tego, co możemy obserwować w krajach sąsiednich (wykres poniżej).

Kredyty dla gospodarstw domowych (% r/r)



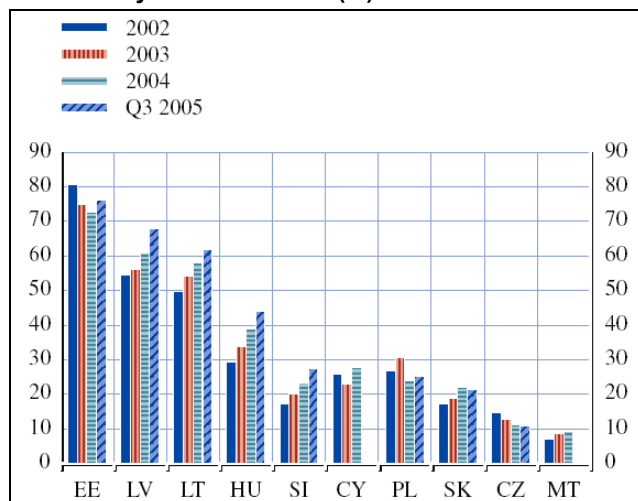
Źródło: Narodowe banki centralne

³ Wyjątek stanowią Cypr i Malta, gdzie udział kredytów w PKB odpowiada mniej więcej średniej w krajach „starej” UE.

⁴ *Financial Stability Review*, ECB, December 2005

Cechą, która zwraca uwagę w przypadku polskiego rynku kredytów jest stosunkowo wysoki udział zadłużenia w walutach obcych. Wprawdzie jeszcze wyższe (i stale rosnące) zainteresowanie kredytami występuje w krajach nadbałtyckich (Litwa, Łotwa, Estonia – patrz wykres), jednak tam jest to ściśle powiązane z obowiązywaniem reżimów sztywnych kursów walutowych, co przez co wyeliminowane zostało ryzyko kursowe. W Polsce, przy w pełni płynnym kursie walutowym, wysoki udział kredytów w obcych walutach oznacza sporą potencjalną wrażliwość systemu na znaczne wahania kursowe. Dodatkowo, o ile w większości krajów sąsiadnych zainteresowanie kredytami walutowymi dotyczy zazwyczaj sektora przedsiębiorstw niefinansowych (zwykle koncernów międzynarodowych, albo firm, które mają obroty w walutach obcych, co stanowi naturalne zabezpieczenie przed ryzykiem kursowym), to w Polsce największy udział należności walutowych występuje w przypadku kredytów dla osób prywatnych. W dużej części są to kredyty i pożyczki na zakup nieruchomości.

Udział kredytów walutowych w kredytach ogółem wśród nowych członków UE (%)

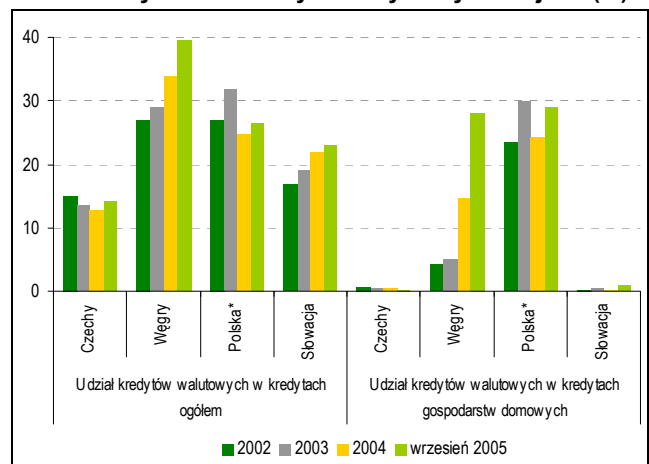


Źródło: ECB, narodowe banki centralne, za: *Financial Stability Review*, ECB, June 2006

Rynek kredytów mieszkaniowych z pewnością zasługuje na szczególną uwagę jeśli chodzi o ocenę perspektyw stabilności systemu finansowego. Nie tylko są to kredyty, wśród których udział należności walutowych jest wyjątkowo wysoki (obecnie już ok. 2/3 całego portfela), ale też charakteryzują się najszybszym wzrostem (powyżej 40% r/r), w ślad za którym idzie bardzo dynamiczny wzrost cen nieruchomości (wg różnych szacunków 10-18% rocznie w przypadku mieszkań w dużych miastach). Chociaż oczywiście warto równocześnie zaznaczyć, że proces ten wydaje się uzasadniony „fundamentalnie”: z jednej strony silnie rosnącymi potrzebami mieszkaniowymi społeczeństwa w związku z migracją do ośrodków miejskich, szybkim wzrostem dochodów, rosnącą dostępnością i spadkiem kosztów kredytów mieszkaniowych, a z drugiej strony

(jeśli chodzi o wzrost cen mieszkań) ograniczeniami rozwoju rynku po stronie podażowej. Skłania to do wniosku, że dynamika zmian w tym segmencie nie ma charakteru spekulacyjnego.

Udział kredytów walutowych w wybranych krajach (%)



* Polska – grudzień 2005

Źródło: Narodowe banki centralne, za: *Report on Financial Stability*, MNB, April 2006

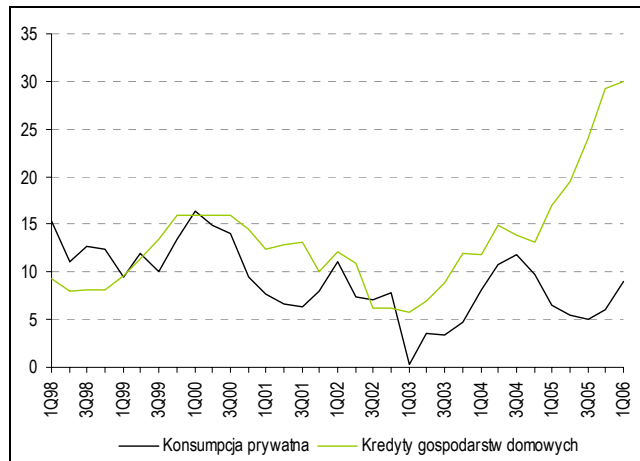
Doświadczenia innych krajów pokazują, że chociaż bąble spekulacyjne na rynku mieszkaniowym zdarzają się rzadziej niż na rynku innych aktywów finansowych, np. akcji, to jednak ich pęknięcie jest zwykle bardziej kosztowne dla gospodarki i ma poważniejsze skutki dla systemu finansowego.⁵ Wprawdzie stopień rozwoju rynku kredytów mieszkaniowych w Polsce jest nadal stosunkowo niski w porównaniu z krajami UE-15 (wartość udzielonych kredytów na zakup nieruchomości w Polsce odpowiada obecnie ok. 5% PKB, podczas gdy w całej Unii Europejskiej to ok. 40% PKB), jednak nie sposób pominąć faktu że znaczenie tej kategorii kredytów w polskim systemie bankowym znacząco wzrosło na przestrzeni ostatnich kilku lat (od ok. 5% wartości portfela kredytów na początku 2001 r. do ponad 18% obecnie), w związku z czym tendencje na rynku nieruchomości mają obecnie nieporównanie większy wpływ na sytuację systemu finansowego oraz kondycję finansową gospodarstw domowych niż jeszcze niedawno.

Z faktem tym łączy się też inne zjawisko istotne dla banku centralnego i perspektyw inflacji. O ile kredyty na cele mieszkaniowe to wciąż „zaledwie” niespełna jedna piąta wszystkich kredytów udzielonych przez banki, to jeśli spojrzymy na przyrosty, ten rodzaj zadłużenia zaczyna wyraźnie dominować – w roku 2004 wzrost kredytów mieszkaniowych stanowił ok. 90% rocznego przyrostu kredytów ogółem, a w 2005 było to ok. 50%. W związku z tym, o ile do niedawna zmiany wartości kredytów zaciąganych przez gospodarstwa domowe były mniej więcej wskazówką nt. zmian w konsumpcji

⁵ „Asset price bubbles and monetary policy” *ECB Monthly Bulletin*, April 2005

prywatnej, to w ostatnich kwartałach widoczne jest wyraźne rozerwanie tej relacji (patrz wykres). Zmiany kredytu są zatem coraz mniej istotną informacją przy ocenie perspektyw inflacji CPI, za to, jak można sądzić, w coraz większym stopniu są wyznacznikiem tego jak będą kształtować się ceny na rynku nieruchomości.

Kredyty dla gospodarstw domowych a konsumpcja prywatna (roczna zmiana, w mld zł)



Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

Miejsce na ostrożny optymizm?

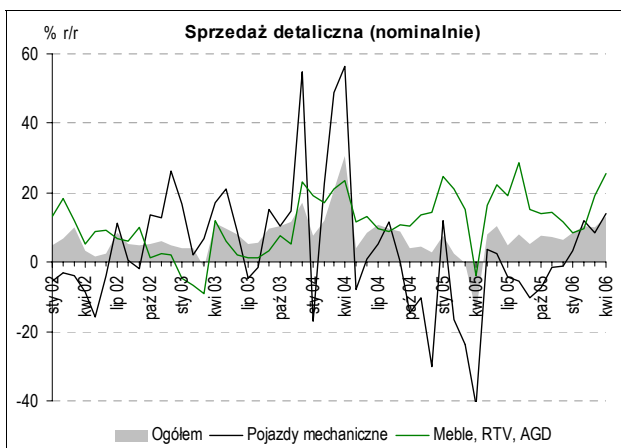
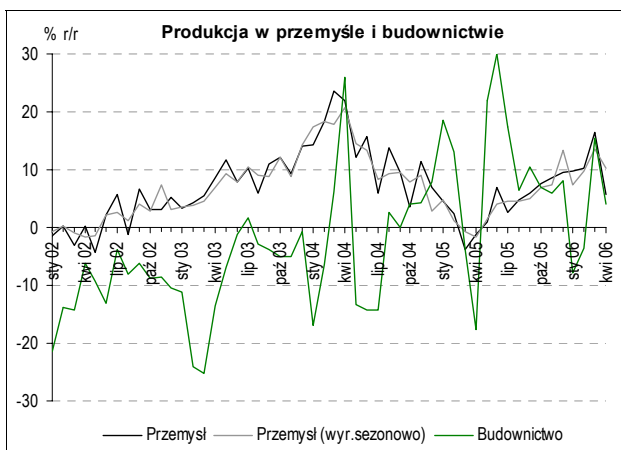
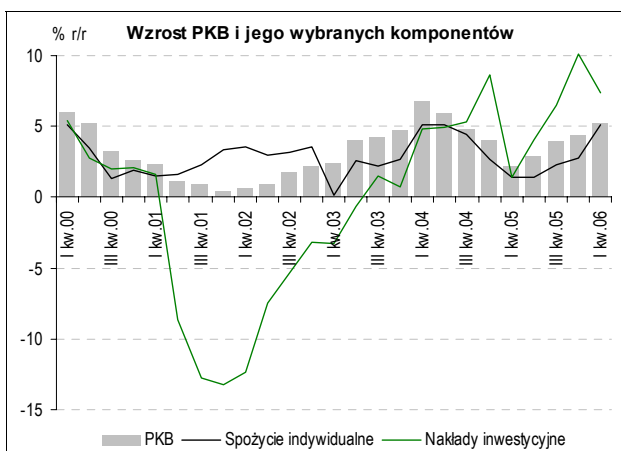
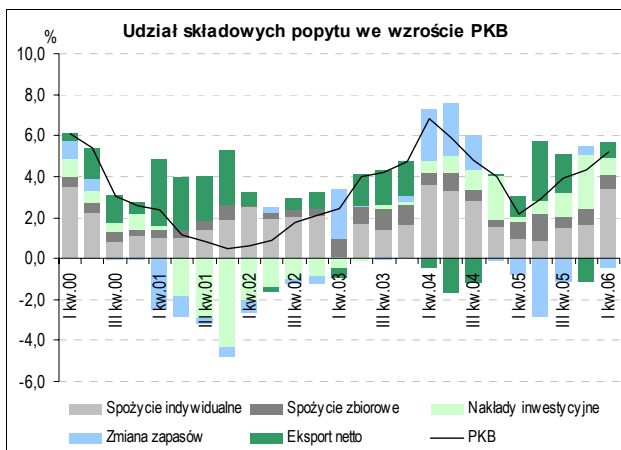
Ostatnie tendencje na rynku kredytów w Polsce nie dają na razie powodów do szczególnego niepokoju. Przede wszystkim, wydają się one uzasadnione silnymi fundamentami gospodarki i czynnikami o charakterze strukturalnym (niski wyjściowy poziom rozwoju rynku finansowego i kredytowego). Porównanie z innymi krajami o zbliżonym poziomie rozwoju, które w tym samym czasie przystępowały do Unii Europejskiej pokazuje, że rozmiary ekspansji w Polsce nie odbiegają istotnie od tego co dzieje się w sąsiednich gospodarkach, co dodatkowo sugeruje, że mechanizmy które za nimi stoją mają związek z procesem nadgania opóźnień w poziomie rozwoju kraju i systemu finansowego. Warto pamiętać, że szybki wzrost kredytów w gospodarce nie jest sam w sobie niczym złym. Przeciwnie, z badań na przykładach międzynarodowych wynika, że rozwój sektora finansowego zwykle prowadzi do przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego w długim okresie.⁶ Oczywiście pod warunkiem, że rozmiary boomu kredytowego nie wykraczają poza skalę uzasadnioną czynnikami natury ekonomicznej, co mogłoby grozić gwałtowną korektą po okresie mocnego wzrostu. Ocena tego, czy skala ekspansji kredytowej oraz wzrostów na rynku aktywów finansowych przekracza czy nie przekracza to, co jest uzasadnione fundamentami, jest oczywiście zadaniem niezwykle trudnym, by nie rzec karkołomnym. Jednak jak

na razie tempo zmian w Polsce czy u innych nowych członków UE nie budzi nadmiernych obaw, m.in. dlatego, że nie odbiega istotnie od doświadczeń krajów „starej” UE, które wcześniej przechodziły przez podobną fazę cyklu rozwoju.

Oczywiście, tendencje na rynku kredytów i aktywów finansowych warto monitorować, ponieważ mogą one wraz z upływem czasu być coraz bardziej istotnym czynnikiem przy podejmowaniu decyzji ekonomicznych przez podmioty gospodarcze, wpływając przez to również w większym stopniu na decyzje banku centralnego. Pobieżne spojrzenie na sytuację w polskiej gospodarce w ostatnich kwartałach może wskazywać na podobieństwo do scenariusza, określanego w literaturze mianem „paradoksu wiarygodności” – szybki wzrost gospodarczy i rosnące dochody do dyspozycji gospodarstw domowych nie znajdują ujścia we wzroście cen konsumpcyjnych, za to równocześnie mamy do czynienia z mocnym wzrostem cen aktywów finansowych: cen akcji na giełdzie, wartości jednostek funduszy inwestycyjnych, cen na rynku nieruchomości. Można w związku z tym zadać pytanie, czy nie jest to już obecnie jeden z argumentów, który mógłby skłaniać Radę Polityki Pieniężnej do utrzymywania wyższych niż w innych warunkach stóp procentowych, nawet pomimo bardzo niskiej inflacji. Wydaje się jednak, że jak na razie zjawiska tego nie należy wyolbrzymiać. Obecnie, nadal wyjątkowo niski udział kredytów w PKB (nie tylko w porównaniu do państw wysoko rozwiniętych, ale też innych krajów regionu), niski udział aktywów finansowych w majątku gospodarstw domowych, jak również niskie obciążenie firm i gospodarstw domowych kosztami obsługi zadłużenia powodują, że zmiany w sektorze kredytowym i na rynku aktywów, nawet dość gwałtowne, nie wywierają jeszcze na tyle mocnego wpływu na zachowanie gospodarki, jak to ma miejsce w krajach o znacznie wyższym poziomie rozwoju. Z tego powodu znaczenie tych tendencji dla polityki pieniężnej banku centralnego też nie powinno być na razie zbyt duże. Chociaż najwyraźniej tego typu rozważania nie są obce członkom polskiej Rady Polityki Pieniężnej, czego dowodem jest chociażby niedawny (wspomniany wcześniej) artykuł Andrzeja Wojtyny.

⁶ „Are credit booms in emerging markets a concern?” *World Economic Outlook*, IMF, April 2004

Gospodarka Polski

**Pierwszy kwartał najlepszy od czasów wejścia do UE**

Wzrost PKB w I kwartale wyniósł 5,2%, czyli nieznacznie mniej niż przewidywane przez nas 5,3%, a jednocześnie nieco powyżej konsensusu rynkowego (5% w ankietach agencji PAP i Reuters).

Zgodnie z naszymi szacunkami, popyt krajowy wzrósł o 4,5% r/r, a udział eksportu netto we wzroście PKB wyniósł 0,7pp.

Struktura popytu krajowego była inna niż przewidywaliśmy ze względu na wolniejszy wzrost inwestycji i negatywny wpływ zmiany zapasów. Jednocześnie wzrost konsumpcji prywatnej osiągnął aż 5,1% r/r (wobec naszej prognozy nieco ponad 4%).

W sumie, dane potwierdziły, że na początku tego roku sytuacja gospodarcza w Polsce była bardzo korzystna - nastąpiło przyspieszenie wzrostu popytu krajowego (przy poprawie sytuacji na rynku pracy oraz lepszej kondycji finansowej przedsiębiorstw), a wysoki popyt zagraniczny pomógł utrzymać pozytywny wpływ eksportu netto na wzrost gospodarczy.

Po danych za I kwartał br. zdecydowaliśmy się na pewną zmianę naszych prognoz dotyczących struktury wzrostu PKB w całym 2006 r. Wydaje się, że popyt krajowy może wzrosnąć silniej niż wcześniej zakładaliśmy (czyli o ok. 5,2% zamiast 4,8%) przy wyższym wzroście konsumpcji indywidualnej (4,5% zamiast 4%), ponieważ trwa wyraźna poprawa sytuacji na rynku pracy, a dochody gospodarstw domowych są dodatkowo zasilane przez podwyżkę świadczeń socjalnych.

Nie zmieniamy naszej prognozy wzrostu inwestycji w 2006 r. oraz wzrostu PKB w całym roku, choć udział eksportu netto może być nieco niższy niż wcześniej oczekiwaliśmy.

Nadchodzące dane makroekonomiczne będą ważną wskazówką co do szans na utrzymanie szybkiego wzrostu PKB w następnych kwartałach. W II kwartale istnieje ryzyko spowolnienia ze względu na mniejszą liczbę dni roboczych.

Początek drugiego kwartału również optymistyczny

Tak jak się spodziewaliśmy, niższa liczba dni roboczych miała silnie negatywny wpływ na dynamikę produkcji w kwietniu. Wzrost produkcji przemysłowej wyniósł 5,8% r/r wobec konsensusu rynkowego na poziomie ok. 9% r/r i znacznie poniżej wzrostu o ponad 16% r/r zanotowanego w marcu.

Nie oznacza to jednak, naszym zdaniem, osłabienia aktywności gospodarczej, ponieważ sezonowo dostosowany wzrost produkcji zwiększył się o 10,2% r/r, co było trzecim najlepszym wynikiem od czasów boomu akcesyjnego w I poł. 2004 r.

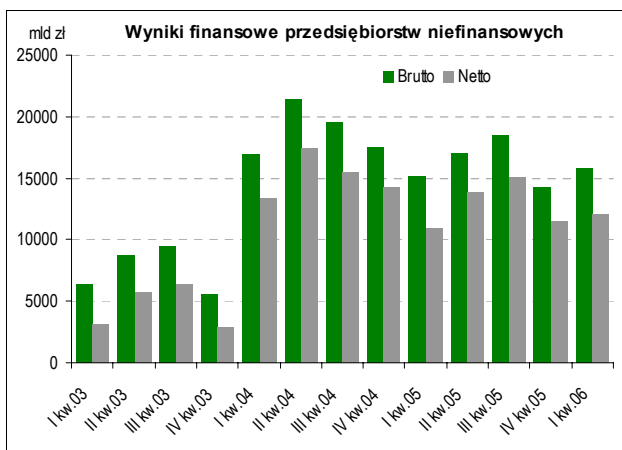
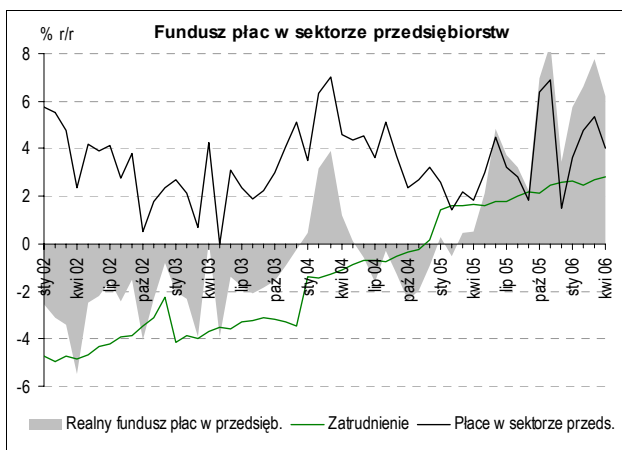
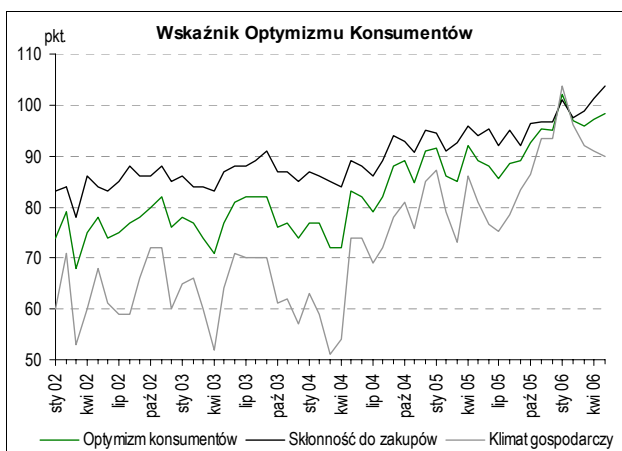
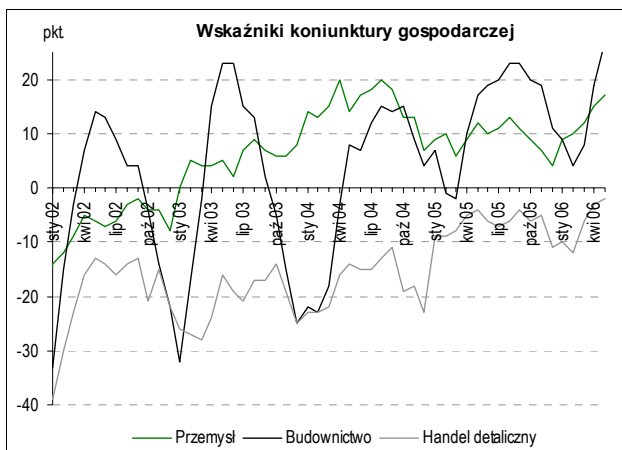
Najwyższy wzrost został zanotowany w przetwórstwie przemysłowym (6,7% r/r), co pokazuje, że ożywienie gospodarcze jest napędzane przez wysoko konkurencyjne sektory. Wzrost produkcji budowlano-montażowej spowolnił do 4,1% r/r z 15,5% w marcu, podczas gdy sezonowo dostosowana dynamika wyniosła 4,9% r/r.

Wzrost sprzedaży detalicznej w kwietniu wyniósł 13,2% r/r, czyli nieznacznie mniej niż wskazywał konsensus rynkowy (14,5%). W wyrażeniu realnym wzrost wyniósł 13,6%. Zarówno nominalna, jak i realna stopa wzrostu była najwyższa od boomu akcesyjnego w I połowie 2004 r.

Na kwietniowy rezultat sprzedaży detalicznej pozytywny wpływ miał termin świąt wielkanocnych (rok temu w marcu, w tym roku w kwietniu), ale dane oznaczają, że popyt konsumpcyjny nabiera siły. Wynika to częściowo z korzystnej niespodzianki inflacyjnej, ponieważ w ostatnich miesiącach realne tempo wzrostu sprzedaży detalicznej przyspieszało szybciej niż nominalne.

W ostatnich dwóch miesiącach realna dynamika sprzedaży przekroczyła jej nominalne tempo wzrostu. Pokazuje to, że presja na ceny detaliczne jest nadal stłumiona. W kwietniu nastąpiło odbicie dynamiki sprzedaży pojazdów mechanicznych.

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, Ipsos, szacunki własne

W maju dobre nastroje przedsiębiorców i konsumentów

▪ Zgodnie z oczekiwaniami, wskaźniki koniunktury za maj nie wniosły wiele nowego do znanego wcześniej, dość optymistycznego obrazu sytuacji gospodarczej.

▪ Indeksy dla wszystkich trzech sektorów – przetwórstwa przemysłowego, budownictwa i handlu detalicznego – zanotowały w maju wzrosty. Wynikało to nie tylko z typowego sezonowego efektu, lecz również z kontynuacji stabilnego trendu wzrostowego obserwowanego w poprzednich miesiącach.

▪ Roczny wzrost indeksów obliczanych przez GUS dla trzech sektorów był niemal taki sam jak w poprzednim miesiącu (5 pkt dla przetwórstwa przemysłowego, 10 pkt dla budownictwa i 2 pkt dla handlu detalicznego). W budownictwie oraz handlu nastroje w przedsiębiorstwach były najbardziej optymistyczne od połowy 2000 roku. Dane potwierdziły, że gospodarka zyskuje na sile oraz wsparły oczekiwania odnośnie wyższego wzrostu gospodarczego w tym roku.

▪ Pozytywne oceny odnośnie perspektyw gospodarczych odnoszą się nie tylko do przedsiębiorców, ale też do konsumentów.

▪ Zostało to potwierdzone w badaniu dotyczącym nastrojów gospodarstw domowych przeprowadzonym przez Ipsos, którego wyniki pokazały, że trzy standardowo obliczane wskaźniki (optymizm konsumentów, skłonność do zakupów oraz ocena ogólnej sytuacji gospodarczej) wzrosły w maju o ponad 10% r/r.

▪ W maju wskaźnik optymizmu konsumentów wzrósł o 5 punktów do 98,4 pkt. Co prawda, z badania tego wynika że pesymiści wciąż przeważają, jednak wyraźnie widać wzrost udziału optymistów. Wydaje się, że ten trend powinien być kontynuowany zakładając utrzymanie korzystnych wskaźników ekonomicznych i nie powinna temu przeszkodzić korekta na warszawskiej giełdzie.

... co nie dziwi biorąc pod uwagę statystyki z rynku pracy

▪ Z pewnością jednym z czynników odpowiedzialnych za dość dobre nastroje konsumentów jest poprawa na rynku pracy.

▪ Dane za kwiecień pokazały, że spadkowy trend bezrobocia nie słabnie. Wręcz przeciwnie, stopa bezrobocia rejestrowanego spadła na koniec kwietnia do 17,2% z 17,8% w marcu. Oznacza to, że w ujęciu rocznym stopa bezrobocia rejestrowanego spadła o 1,6 pkt proc., czyli najsilniej od połowy 1998 r.

▪ W kwietniu przeciętne płace w sektorze przedsiębiorstw wzrosły o 4,0% r/r. Było to mniej niż w lutym i marcu, ale wciąż więcej niż przeciętny wzrost w 2005 r. (ok. 3%). Równocześnie, średnie zatrudnienie wzrosło nieco bardziej niż się spodziewano, czyli o 2,8% r/r, czego efektem był bardzo silny wzrost realnego funduszu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw - wg naszych szacunków wyniósł on w kwietniu 6,2% r/r.

... i wyniki finansowe firm za pierwszy kwartał

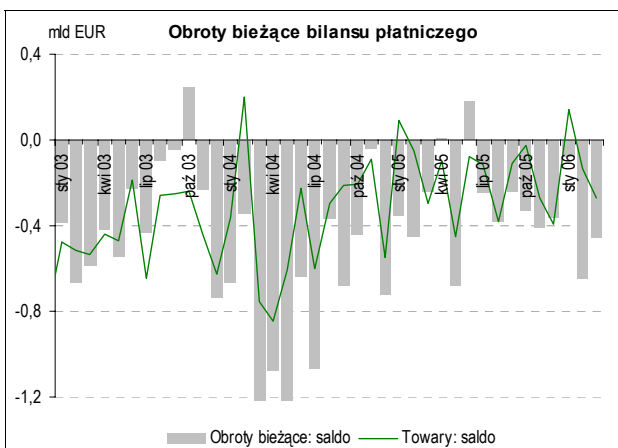
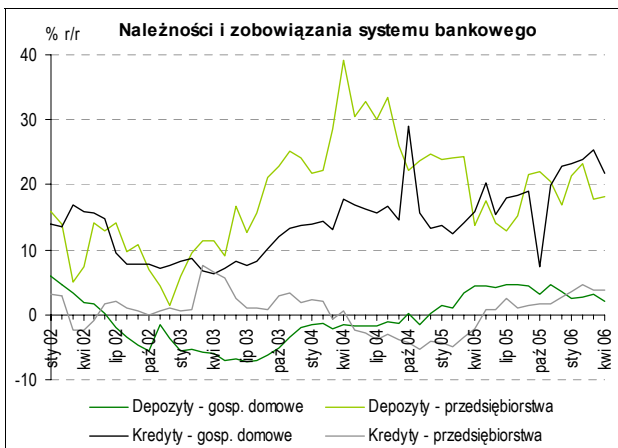
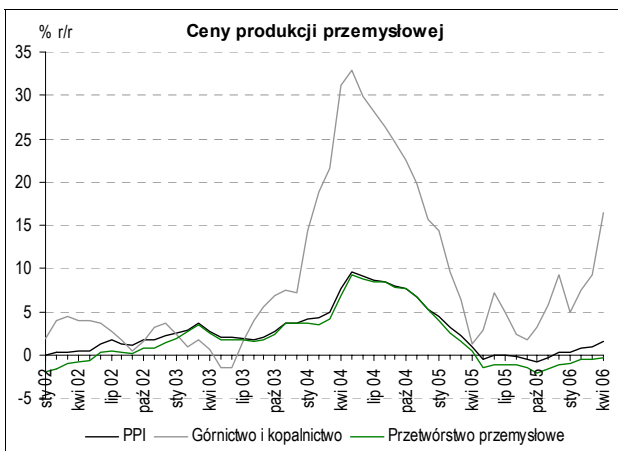
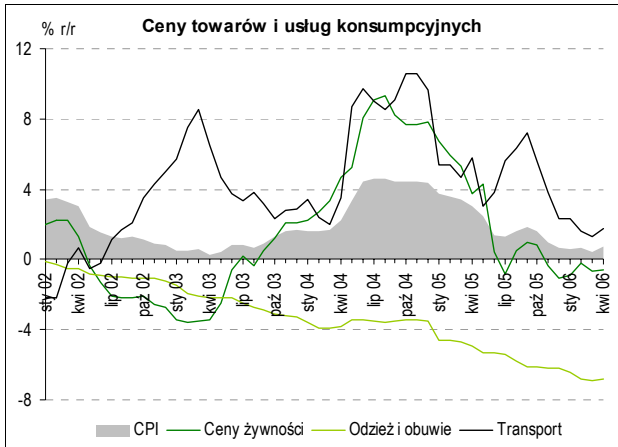
▪ Optymizm firm co do przyszłości wynika zapewne po części z dobrych wyników finansowych w tym roku

▪ Dane te za pierwszy kwartał wskazały na zysk netto w wysokości 12 mld złotych, co oznacza wzrost o 9,4% r/r.

▪ Zarówno przychody jak i koszty z działalności przedsiębiorstw wzrosły o 12% r/r, co stanowiło znaczące przyspieszenie w stosunku do poprzednich kwartałów, choć należy zauważyć, że współczynniki wskazujące na sytuację finansową firm nieco się pogorszyły (wskaźnik zyskowności netto spadł z 3,8% do 3,6%).

▪ Prawdopodobnie zyski zostały osiągnięte dzięki wyższemu obrotom, przy jednoczesnym spadku marży. Co ciekawe, pomimo umocnienia złotego eksporterzy wciąż byli grupą przedsiębiorstw wykazującą się lepszą sytuacją ekonomiczną i finansową niż średnia.

Gospodarka Polski

**CPI i PPI powyżej oczekiwań, choć wciąż niskie**

▪ Kwietniowe dane inflacyjne zaskoczyły rynek wyższym wzrostem cen konsumpcyjnych niż przewidywano. Wyniósł on 0,7% m/m i 0,7% r/r, w porównaniu z 0,4% r/r w marcu. Na wzrost ogólnego indeksu CPI największy wpływ miały podwyżki cen paliw (5,2% m/m), gazu ziemnego (14,1% m/m) i żywności (0,7% m/m), podczas gdy w grupach pozostałych towarów i usług ceny były mniej więcej stabilne.

▪ Wskaźnik inflacji PPI w kwietniu był również wyższy od oczekiwań (0,9%) i wyniósł 1,6% r/r. Był to prawie w całości rezultat znacznego wzrostu cen w górnictwie i kopalnictwie (16,4% r/r) oraz wzrostu kosztów energii (7,6% r/r), podczas gdy ceny w przetwórstwie przemysłowym zanotowały po raz kolejny spadek (o 0,3% r/r). Pokazuje to, że większość polskich producentów nadal nie ma możliwości przenoszących wyższych kosztów energii i surowców na ceny wytwarzanych dóbr, prawdopodobnie ze względu na presję konkurencyjną.

▪ Wszystkie pięć miar inflacji bazowej zanotowały w kwietniu wzrost, co było zgodne z oczekiwaniami. Najważniejszą obserwowaną miarą, czyli inflacją netto, zwiększyła się do 1% r/r z 0,7% w marcu. Inne miary wzrosły słabiej niż inflacja netto, dwie z nich o mniej niż 0,1 pkt. proc.

▪ Fundamentalna presja inflacyjna jest nadal słaba, a ostatni wzrost różnych wskaźników zmian cen to efekt znacznego zwiększenia kosztów energii i cen surowców. Oczywiście należy zastanowić się, czy nie przeniesie się to na ceny innych dóbr i usług. Na razie nie ma jednak oznak takiego zjawiska.

▪ Pomimo negatywnych niespodzianek, wciąż wydaje się, że roczna dynamika CPI nie będzie wiele wyższa niż 1% przez większą część tego roku, a w listopadzie-grudniu wzrośnie do ok. 1,5%, po czym będzie powracać do celu w umiarkowanym tempie.

Lekkie spowolnienie dynamiki M3 i kredytów

▪ Wzrost podaży pieniądza spowolnił w kwietniu do 9,6% r/r z 9,8% miesiąc wcześniej, co było mniej więcej zgodne z naszą prognozą. Wzrost depozytów ogółem wyniósł 8,6% (w marcu 9,1%) podczas gdy wzrost gotówki w obiegu przyspieszył do 15% r/r wobec 13,7 w poprzednim miesiącu.

▪ Jeśli chodzi o wzrost kredytów, sektor gospodarstw domowych wykazał w kwietniu pewne spowolnienie do 21,7% r/r z 25,4%, a przedsiębiorstwa zadłużyły się o 3,7% bardziej niż rok wcześniej (w marcu o 3,9%). Niemniej jednak, dane o podaży pieniądza nie dają powodów do obaw odnośnie sytuacji gospodarczej.

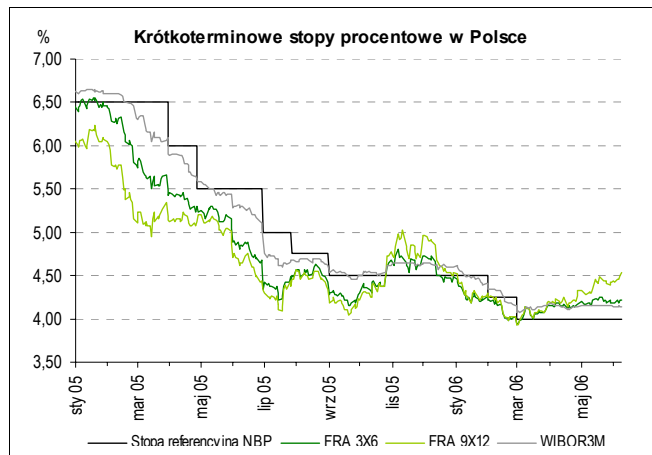
▪ Całkowity wzrost kredytów był jednym z najwyższych w ostatnich pięciu latach, a wzrost podaży pieniądza ogółem był również stosunkowo wysoki. W kolejnych miesiącach możliwe jest dalsze przyspieszenie aktywności kredytowej.

Ponownie wyższy deficyt obrotów bieżących

▪ Drugi miesiąc z rzędu deficyt obrotów bieżących był wyższy niż przewidywaliśmy, wynosząc w marcu 458 mln €. Rozbieżność wynikała przede wszystkim z wyższego deficytu obrotów towarowych (272 mln €) i niższej nadwyżki w transferach bieżących. Co więcej, deficyt obrotów bieżących za luty został skorygowany w górę z 538 mln € do 643 mln €.

▪ Niemniej jednak faktem jest, że chociaż wynik był gorszy od oczekiwań, poziom deficytu w wymianie międzynarodowej w relacji do PKB jest wciąż bardzo niski w Polsce - po pierwszym kwartale wyniósł ok. 1,5% PKB, co jest jednym z najniższych poziomów od połowy lat 90. Co więcej, dane pokazały bardzo mocną poprawę wzrostu eksportu i importu, odpowiednio o 23% r/r i 21,6% r/r (w przeliczeniu na euro). Odzwierciedla to trwające przyspieszenie wzrostu aktywności gospodarczej.

Pod lupą: Bank centralny

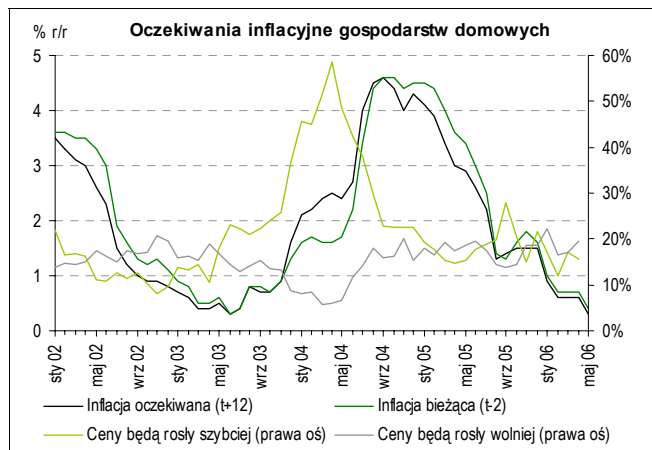


Fragmenty komunikatu Rady Polityki Pieniężnej z 31 maja 2006

Bilans czynników ryzyka dla przyszłej inflacji nie zmienił się istotnie od ostatniego posiedzenia Rady, jakkolwiek pojawia się czynnik ryzyka związany z naciskami płacowymi w sferze budżetowej.

Niski poziom wszystkich wskaźników inflacji bazowej wskazuje na utrzymywanie się niskiej presji inflacyjnej. W maju nie zmieniły się znacząco oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych, które pozostały na niskim poziomie.

W ostatnim okresie nasiliły się zapowiedzi wzrostu płac i sygnały narastania żądań płacowych w części sektora publicznego. Zrealizowanie tych żądań może prowadzić do zwiększenia nacisków na wzrost płac w pozostałej części sektora publicznego i w ten sposób wzrostu dynamiki wynagrodzeń w całej gospodarce. Zrealizowanie zwiększonych podwyżek musiałoby jednocześnie prowadzić do wzrostu napięć w finansach publicznych i w ten sposób utrudniałoby ograniczenie ich deficytu. 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.



Wyniki ankiety agencji Reuters

Bank	Grudzień'06	Maj'07	Termin podwyżki
Bank Zachodni WBK	4,0	4,0	-
Handlowy Citibank	4,0	4,25	kwiecień 2007
Millennium	4,0	4,0	-
BGŻ	4,0	4,0	-
BRE Bank	4,0	4,25	kwiecień-maj 2007
Bank BPH	4,0	4,0	-
DZ Bank CEE	4,0	4,0	-
Raiffeisen	4,0	4,0	-
Danske Bank	4,0	4,0	-
Getin Bank	4,0	4,25	marzec 2007
Pekao	4,0	4,5	I kwartał 2007
PKO BP	4,0	4,0	-
Societe Generale	4,0	4,5	styczeń 2007
West LB	4,0	4,0	-

Źródło: NBP, Reuters

W sprawie stóp bez zmian

▪ Zgodnie z oczekiwaniami, RPP nie zmieniła w maju stóp procentowych. Uzasadnienie decyzji zawarte w komunikacie opublikowanym po posiedzeniu również nie przyniosło niespodzianek. Kluczowe zdanie komunikatu brzmi: „bilans czynników ryzyka dla przyszłej inflacji nie zmienił się istotnie od ostatniego posiedzenia Rady, jakkolwiek pojawia się czynnik ryzyka związany z naciskami płacowymi w sferze budżetowej”.

▪ Nowy „jastrzębi” argument w postaci ryzyka wzrostu płac w „budżetówce” jest bardzo warunkowy, gdyż po pierwsze nie jest pewne, że żądania płacowe zostaną zrealizowane, a po drugie nie jest oczywiste, czy przełożyłoby się to na wyższy wzrost płac w całej gospodarce (podczas konferencji prasowej prezes NBP stwierdził co prawda, że taka sytuacja „musiałaby doprowadzić” do wzrostu płac w gospodarce, jednak komunikat mówi, że „może prowadzić”).

▪ Tak czy inaczej, w naszej ocenie istnieją argumenty, które sprawiają, że stopy procentowe nie zostaną ponownie obniżone, choć argumenty te nie są na tyle istotne aby oczekiwać podwyżki stóp, nawet w przyszłym roku, zakładając scenariusz stopniowego powrotu inflacji do celu.

▪ Argumenty te to po pierwsze, przyspieszenie popytu krajowego za sprawą szybszego wzrostu konsumpcji prywatnej i po drugie, sytuacja na globalnych rynkach finansowych, czyli podwyżki stóp w wielu krajach na świecie oraz zwiększona awersja do ryzyka na rynkach finansowych, co może być istotnym czynnikiem wpływającym na kurs złotego w najbliższych miesiącach.

▪ Podsumowując, podtrzymujemy naszą wcześniejszą opinię, że oficjalne stopy procentowe w Polsce pozostaną bez zmian do końca tego roku, a prawdopodobnie również w 2007 r.

Oczekiwania inflacyjne nadal niskie

▪ Trudno obecnie spodziewać się obniżki stóp, biorąc pod uwagę mocne przyspieszenie wzrostu konsumpcji (oraz zmieniające się otoczenie międzynarodowe), ale należy mieć świadomość, że jak dotąd coraz silniejsza ekspansja polskiej gospodarki nie spowodowała istotnych napięć inflacyjnych.

▪ Pozytywnym czynnikiem z punktu widzenia RPP jest utrzymywanie się na niskim poziomie oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych. Biorąc pod uwagę specyfikę badań NBP, pomagają w tym na pewno utrzymywanie się na niskim poziomie używanego w obliczeniach wskaźnika bieżącej inflacji, CPI opóźnionego o 2 miesiące.

▪ Wzrost bieżącej inflacji spowoduje zapewne wzrost oczekiwań inflacyjnych, ale powinien on być umiarkowany podobnie jak wzrost samej inflacji bieżącej.

Pierwsze podwyżki bardzo daleko na horyzoncie

▪ Wśród analityków nie ma już prawie nikogo, kto wierzyłby w dalsze obniżki stóp procentowych.

▪ Wśród banków, które odpowiedziały na ankietę agencji Reuters pod koniec maja nie ma ani jednego, który oczekiwałby ponownej obniżki kosztu pieniądza w tym lub w przyszłym roku.

▪ Jednocześnie wyniki ankiety pokazały pełną zgodność rynku co do tego, że cykl podwyżek stóp procentowych w Polsce prędko się nie zacznie. 7 z 12 ankietowanych spodziewa się, że stopy pozostaną bez zmian do maja 2007 r., podczas gdy 5 analityków oczekuje pierwszej podwyżki stóp (o 25-50 pb) w pierwszych miesiącach przyszłego roku. W kontraktach FRA uczestnicy rynku wyceniają podwyżkę o 25 pb przed końcem tego roku z prawdopodobieństwem mniejszym niż 50%.

Pod lupą: Bank centralny

Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

Komentarz

Dariusz Filar, członek RPP

konferencja prasowa RPP, 31 maja

Sytuacja na globalnych rynkach finansowych jest wrażliwa. Polska gospodarka z niskim deficytem na rachunku obrotów bieżących, niską inflacją i dobrym wzrostem należy do krajów o dobrych fundamentach gospodarczych i czynniki te stanowią pewien margines bezpieczeństwa. Jednak nie ma podstaw do oczekiwania takich procesów aprecjacyjnych jakie miały miejsce nie tak dawno temu.

Utrzymujemy naszą prognozę średniego kursu EURPLN powyżej poziomu 4,0 w III kwartale br., choć zgadzamy się z Dariuszem Filarem, który zwrócił uwagę, na znacznie lepsze fundamenty polskiej gospodarki (niska inflacja, niski deficyt obrotów bieżących) w porównaniu z innymi krajami rozwijającymi się, co powinno ograniczyć skalę możliwego osłabienia złotego. Z drugiej strony, Filar powiedział, że zmiana otoczenia makroekonomicznego na świecie powoduje, że nie ma podstaw do oczekiwania takich procesów aprecjacyjnych jakie miały miejsce w niedalekiej przeszłości.

Dariusz Filar, członek RPP

Reuters, 22 maja

Tak długo, jak kolejne projekcje będą wskazywać na to, że obraz ścieżki inflacyjnej nie ulega zasadniczej zmianie, będzie to oznaczało, że obecne parametry polityki pieniężnej są właściwe dla osiągnięcia celu.

Wypowiedzi członków Rady Polityki Pieniężnej z ostatniego miesiąca były bardzo zgodne. Pierwszym tego przykładem są wypowiedzi Dariusza Filara i Andrzeja Sławińskiego, opublikowane tego samego dnia przez agencję Reuters. Mimo że Filar i Sławiński zazwyczaj różnili się w przeszłości w ocenie perspektyw inflacji i pożądanych działań ze strony banku centralnego (co znajdowało odzwierciedlenie w odmiennym sposobie głosowania przez nich w sprawie stóp procentowych), obecnie ich poglądy są zbliżone. Obaj uważają, że pomimo pewnych czynników ryzyka średnioterminowe perspektywy inflacji pozostają korzystne, a stopy procentowe powinny pozostać bez zmian. Rzadko spotykana zgodność członków RPP utwierdza uczestników rynku w przekonaniu, że stopa referencyjna pozostanie bez zmian przez długi okres.

Andrzej Sławiński, członek RPP

Reuters, 22 maja

Dopiero, gdyby bieg zdarzeń w gospodarce zaczął się odchyłać w sposób istotny od wyników projekcji, pojawiłyby się powody, by zacząć zastanawiać się nad ewentualnym dostrojeniem stóp procentowych do zmienionej sytuacji w gospodarce.

W ciągu jednego majowego dnia PAP opublikował wywiady z dwoma członkami Rady Polityki Pieniężnej. Jeden z uważanym przez rynek za umiarkowanego „jastrzębia” Marianem Noga, a drugi ze Stanisławem Owsakiem, którego poglądy postrzegane są przez rynek jako bardziej „gołębie” niż Nogi. Co ciekawe, mimo zwyczajowej rozbieżności w poglądach, tym razem wypowiedzi obu profesorów były zgodne. Zarówno Noga, jak i Owsiak wyraźnie dali do zrozumienia, że obecny poziom stóp procentowych jest adekwatny do sytuacji ekonomicznej i nie należy się spodziewać szybkich zmian w parametrach polityki pieniężnej. Powtórzyli, że nie widzą powodów do zmiany stóp procentowych w 2006 roku, ponieważ inflacja będzie stopniowo powracała do celu na poziomie 2,5% z ok. 1,5% na zakończenie tego roku. Co ważne, nawet dość „jastrzębi” zazwyczaj Noga stwierdził, że stopy powinny pozostać bez zmian również w 2007 roku, ponieważ nie będzie potrzeby dokonywania zmian, ponieważ wysokie bezrobocie i szybki wzrost wydajności pracy powinny ich zdaniem łagodzić negatywny efekt coraz bardziej widocznego ożywienia popytu na pracę.

Marian Noga, członek RPP

PAP, 18 maja

Nie widzę podstaw do zmiany poziomu stóp ani w 2006, ani w 2007 r., choć nie jesteśmy w stanie przewidzieć wszystkich szoków. (...) Jakiegolwiek nerwowe ruchy, czy obecnie z obniżką stóp czy też np. zapowiedzi podwyżek stóp tylko mogą popsuć wiarygodność RPP. (...) W przyszłym roku systematycznie inflacja będzie zbliżać się do 2,5%, ale nie przekroczy 2,5%. Jeżeli inflacja przekroczyłaby poziom 2,5% to wtedy nie wykluczyłbym nawet podwyżek, ale nie przewiduję, że staniemy przed takim problemem do końca 2007 r. (...) O tym, że inflacja wrośnie może zdecydować efekt bazy, wzmagające się żądania płacowe, które przełożą się na presję inflacyjną, wygasną też przyczyny jednorazowe na rynku żywności. (...) Mamy raport MFW, który mówi, że kanał niskich cen importu na świecie się wyczerpuje i z tej strony, przy założeniu dalszego wzrostu PKB, może pojawić się także zagrożenie dla inflacji, choć raczej niewielkie. (...) Jeżeli PKB by szybko rósł, w tempie powyżej 5 proc, to mogłoby to rodzić zagrożenie szybkiego wzrostu jednostkowych kosztów pracy, co z kolei mogłoby doprowadzić do wystąpienia presji inflacyjnej.

Zestawienie wypowiedzi Nogi i Owsaka, podobnie jak przedstawione wyżej wypowiedzi Filara i Sławińskiego, pokazuje, że w Radzie panuje wyjątkowa jednogłość co do braku konieczności dalszych obniżek stóp. Nie pozostawia to wątpliwości, że cykl łagodzenia polityki pieniężnej w Polsce już się zakończył. Z drugiej strony, oprócz Haliny Wasilewskiej-Trenkner (której wypowiedzi przedstawione są poniżej) w zasadzie nikt w Radzie – nawet etatowi „jastrzębie” - nie zapowiada rychłych podwyżek stóp.

Stanisław Owsiak, członek RPP

PAP, 18 maja

Poziom 2,5% powinniśmy osiągnąć na przełomie 2007/2008 r. Dlatego można się spodziewać, że w 2006 r. stopy pozostaną stabilne i nie sądzę, żeby RPP stanęła przed dylematem podwyżek stóp w 2007 r. Jest wątpliwe, aby Rada w tym składzie hamowała rozwój gospodarki, jak to bywało w przeszłości.

Halina Wasilewska-Trenkner, członkini RPP

PAP, 16 maja

[Zapytana, czy nie wyklucza konieczności zacieśnienia polityki pieniężnej jeszcze w 2006 roku, np. w III lub IV kwartale] Istnieje możliwość, że inflacja może osiągnąć poziom celu NBP w drugiej połowie 2007 roku, w takim wypadku, gdyby pojawiło się takie zagrożenie, musieliśmybyśmy działać z odpowiednim wyprzedzeniem.

Członkini RPP Halina Wasilewska-Trenkner po raz kolejny wyraziła opinię, że silna ekspansja gospodarki i szybszy powrót inflacji do celu mogą skłonić RPP do zaostrzenia polityki pieniężnej, być może już w III lub IV kwartale br. Była to jej trzecia wypowiedź w podobnym tonie w ciągu kilku tygodni, więc nie stanowiło to zaskoczenia dla rynku. Przede wszystkim jednak nie wydaje się, aby poglądy Wasilewskiej-Trenkner były podzielane przez większość członków Rady.

Andrzej Wojtyna, członek RPP

PAP, 17 maja

Ta niższa inflacja, czy nawet deflacja niekoniecznie musi być przesłanką do obniżki stóp procentowych. (...) Skoro bank centralny nie powinien reagować na krótkoterminowe szoki podaży po stronie inflacyjnej, to po stronie deflacyjnej także powinien działać dopiero w wypadku ryzyka wystąpienia niekorzystnych efektów drugiej rundy (...) Nie powinno się za wcześnie wystrzelać amunicji, bo co by się stało, gdyby spadło tempo wzrostu PKB i wraz z nim presja inflacyjna?

Zdaniem Andrzeja Wojtyny, analogicznie jak w przypadku szoków proinflacyjnych, polityka pieniężna nie powinna reagować automatycznie na podażyowe szoki deflacyjne, a dostosowanie stóp byłoby konieczne dopiero w przypadku ryzyka wystąpienia efektów drugiej rundy. Silna deklaracja Wojtyny, że stopy powinny w tym roku pozostać bez zmian jest ważną wskazówką, że tylko nieoczekiwane, wyraźne spowolnienie wzrostu gospodarczego mogłoby skłonić RPP do ponownego cięcia stóp. Jest to spójne z naszymi przewidywaniami.

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 (już w 2006 r.), zamrożonych przez poprzedni rząd w 2002 r. Stopniowe wprowadzenie ulg prorodzinnych.

Zmiany upraszczające przepisy związane z podatkiem VAT i bardziej korzystny sposób rozliczania amortyzacji.

... oraz planowane sposoby sfinansowania tych działań

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

1,5 mld zł z tytułu uporządkowania systemu podatkowego.

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

Rząd zaakceptował plany reformy podatkowej

6 czerwca rząd zatwierdził w końcu pakiet zmian podatkowych zaproponowany kilka miesięcy temu przez minister finansów. Po konsultacjach międzyresortowych pakiet zmian nie uległ istotnym zmianom. Planowane zmiany mają w założeniach dać neutralny efekt dla budżetu, co wynika z faktu, że redukcja pewnych obciążeń podatkowych zostanie skompensowana podwyżkami stawek w innych obszarach.

Co prawda z jednej strony nieznacznie obniży się efektywne opodatkowanie dochodów z pracy, ale wzrosną niektóre stawki podatków pośrednich. W sumie nawet minister Zyta Gilowska przyznała, że pakietu zmian nie nazwałaby reformą podatków.

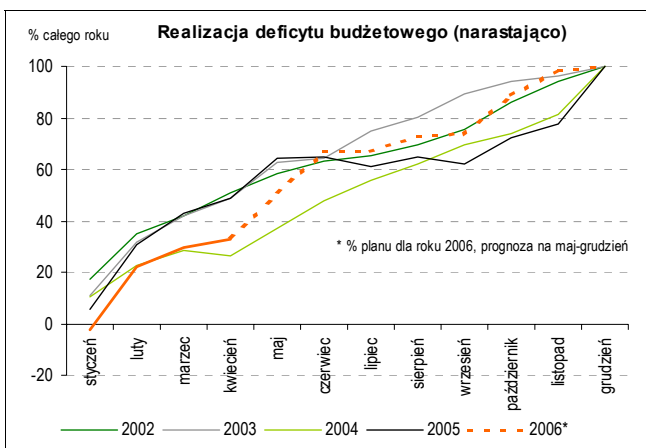
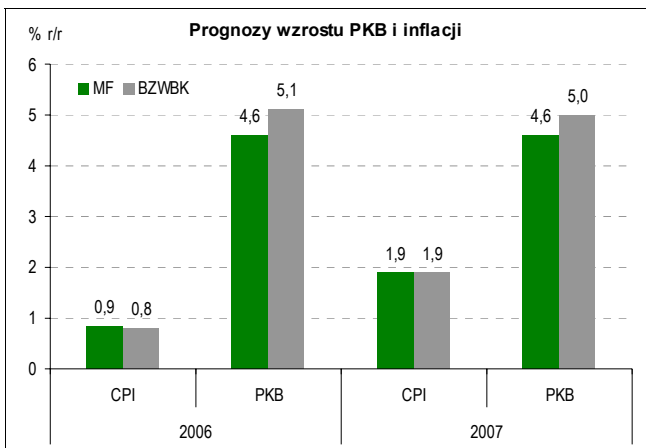
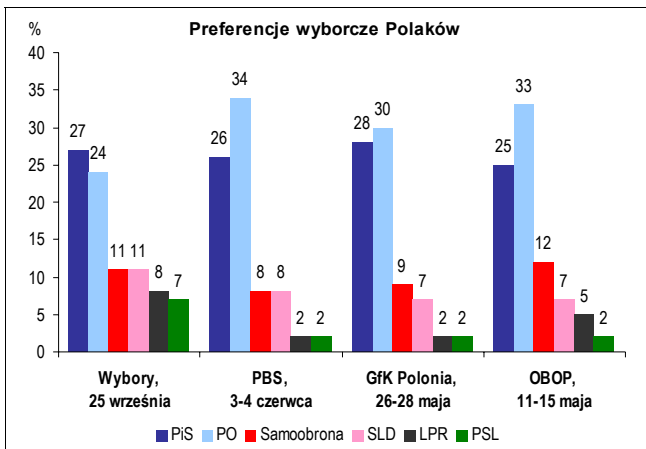
Trudno się dziwić takiej ocenie skoro resort finansów wycofał się z części planowanych wcześniej zmian, których zakres i tak określano jako ograniczony.

Popularność koalicji maleje

Wyniki sondaży opinii publicznej pokazują, że partie należące do koalicji rządowej nieznacznie tracą poparcie społeczne.

Utrzymanie się takiej tendencji może niekorzystnie oddziaływać na kształt polityki gospodarczej. Tracąc poparcie społeczne, partie wchodzące w skład koalicji mogą być mniej skłonne do realizowania trudnych reform. Przeworsowanie przez Sejm potrzebnych zmian ustawowych może być trudne.

Malejąca popularność koalicji zwiększa również ryzyko, że zagrożona zostanie jej spójność. Koalicjanci PiS mogą bowiem w pewnym momencie uznać, że najlepszym sposobem na zwiększenie poparcia społecznego dla siebie jest atak na partnerów z rządu. Zjawisko takie może się nasilić przed jesiennymi wyborami samorządowymi, czyli w końcowych okresie prac rządu nad budżetem na 2007 r.



W czerwcu poznamy założenia makro do budżetu 2007

Pod koniec czerwca Ministerstwo Finansów ma oficjalnie przedstawić założenia makroekonomiczne do budżetu 2007.

Wiceminister finansów wspominał niedawno o możliwości obniżenia prognozowanej na przyszły rok średniorocznej inflacji. O ile dotychczas ministerstwo szacowało jej poziom na 1,9%, to obecnie uważa, że za sprawą niższych cen żywności i paliw może ona być niższa. Nasza prognoza średniorocznej inflacji w 2007 r. wynosi 1,9% i wydaje się nam, że rzeczywiście istnieje ryzyko, że będzie to mniej.

Jednocześnie ministerstwo nie zamierza na razie podwyższać prognozy PKB na przyszły rok. Postrzegamy to jako pozytywny sygnał, że ministerstwo stara się, aby założenia makroekonomiczne były ostrożne (tzn. nie zawyżające sztucznie dochodów, aby potem zwiększać wydatki).

Realizacja tegorocznego budżetu bez zagrożeń

Deficyt budżetu po kwietniu wyniósł 32,8% planu, czyli wyraźnie mniej niż w analogicznym okresie poprzednich lat (średnia za 2001-2005 wynosi 46,2%). Dobre wyniki były możliwe dzięki wzrostowi dochodów (14,7% r/r w kwietniu, 13,7% r/r w okresie styczeń-kwiecień). O ile wpływy z podatków pośrednich spowolniły wzrost z 10,6% r/r do 6,4% r/r, to podatki bezpośrednie wzrosły mocniej (PIT 76% r/r, CIT 20% r/r), podobnie jak dochody jednostek budżetowych (23% r/r).

Przyspieszył również wzrost wydatków (do 10% r/r w kwietniu z 5,7% r/r miesiąc wcześniej), m.in. za sprawą wyższych kosztów obsługi długu zagranicznego.

W sumie, szybszy niż zakładano wzrost PKB pomaga w realizacji tegorocznych ambitnych planów budżetowych, a ryzyko niedoboru wpływów podatkowych nie jest znaczące.

Pod lupą: Rząd i polityka

Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

Lech Kaczyński, prezydent RP

Reuters, PAP, 8 czerwca

Przedstawię rządowi opinię, że zmiany w podatkach pogorszą sytuację twórców i naukowców. To rozwiązanie (zlikwidowanie 50-proc. kosztów uzyskania przychodów dla twórców) wydaje mi się na tyle, w sposób oczywisty nie dostosowane do (...) naszej rzeczywistości, że czułem się po raz pierwszy w obowiązku interwencji. Myślę, że wszystko skończy się dobrze w trybie perswazyjnym na jutrzejszym posiedzeniu rady gabinetowej, bo w przeciwnym razie będę musiał sięgnąć po środki konstytucyjne.

PAP, 9 czerwca

Pani premier Gilowska szeroko przedstawiała uzasadnienie swojego poglądu, i tu różnica poglądów między nami pozostaje. W dalszym ciągu podtrzymuję opinię, że można ten problem rozwiązać bez zastosowania weta prezydenckiego i ruchów o charakterze personalnym.

Komunikat Ministerstwa Finansów

www.mofnet.gov.pl, 1 czerwca

Ministerstwo Finansów szacuje, że wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych w maju br. (m-c poprzedni = 100) ukształtował się w wysokości 100,5.

Oznacza to, iż roczna dynamika cen konsumpcyjnych w tym miesiącu może wynieść 100,9.

Stanisław Kluz, wiceminister finansów

Reuters, 29 maja

Szacujemy, że w maju produkcja przemysłowa wyniesie około 10 procent, co potwierdza kontynuację dynamicznego wzrostu produkcji w tym roku po jej incydentalnym obniżeniu w kwietniu. Te dane pozwalają nam na utrzymanie prognozy wzrost gospodarczego w 2006 roku na poziomie 4,6 procent.

Elżbieta Suchocka-Roguska, wiceminister finansów

PAP, 29 maja

Zakładamy, że deficyt po maju będzie między 49,5 proc. a 51 proc. planu na cały rok. To mniej, niż wcześniej zakładaliśmy. Wygląda na to, że stanie się tak dzięki niższym wydatkom. Dochody są realizowane zgodnie z wcześniejszym harmonogramem.

Jarosław Pietras, wiceminister finansów

PAP, Reuters, 7 czerwca

Dopiero teraz tworzymy budżet na przyszły rok; nie w pełni zaakceptowane przez rząd są jeszcze założenia makroekonomiczne, wczoraj rząd przyjął pakiet podatkowy. W tym roku deficyt budżetowy będzie taki jak w ubiegłym (2,5 proc. PKB - PAP), a nawet jeśli będzie wyższy, to naszym zdaniem nie przekroczy 2,8 proc. Czyli nadal mieścimy się w pułapie. Dlatego zdumiewająca jest sytuacja, że przez dwa kolejne lata Polska wypełnia kryteria i znajduje się w procedurze nadmiernego deficytu.

Litwa powinna wejść do strefy euro. Państwa strefy euro nie powinny być takie restrykcyjne wobec Litwy, bo wiele z nich nie spełnia kryteriów z Maastricht. Wydaje nam się, że istnieje poważny problem interpretacyjny dotyczący kryterium inflacyjnego, ponieważ traktat mówi o 'stabilności cenowej', a nie o najniższych stopach inflacji.

Komentarz

Nad propozycjami zmian podatkowych zatwierdzonymi właśnie na początku czerwca przez rząd zbierają się już pierwsze czarne chmury. Po pierwsze, ze sprzeciwem spotkała się propozycja obniżenia kosztów uzyskania przychodów dla twórców i naukowców i jeśli rząd nie zmieni zdania w tej kwestii, to grozi jej weto prezydenta. Dodatkowo, według informacji Zakładu Ubezpieczeń Społecznych planowane przez rząd obniżenie składki chorobowej z 2,45% do 1,8% połączone z przeniesieniem jego ciężaru z pracownika na pracodawcę nie będzie mogło zostać wprowadzone w życie od 1 stycznia 2007 r. ze względów technicznych, ponieważ do tego czasu nie uda się zmienić systemu informatycznego ZUS. Niemniej, żadna ze wspomnianych powyżej kwestii nie ma zasadniczego znaczenia dla finansowego efektu netto całego pakietu zmian.

Zaledwie kilka dni po przyjęciu przez rząd pakietu zmian podatkowych pojawiły się pogłoski o rezygnacji minister Gilowskiej ze stanowiska, ale zostały szybko zdementowane. Niemniej, należy liczyć się z ryzykiem, że w toku dalszych prac nad zmianami w finansach publicznych i budżetem na 2007 r. Gilowska straci cierpliwość.

W dniu dziecka Ministerstwo Finansów sprawiło uczestnikom rynku niespodziankę, prezentując szacunek inflacji w maju. Niespodzianka wynikała z faktu, że szacunek resortu finansów jest dość pesymistyczny. Miesiąc temu średnia prognoz rynkowych inflacji zarówno na kwiecień, jak i na maj wynosiła 0,6% r/r. To już drugi miesiąc z rządu kiedy resort finansów prezentuje wyższą prognozę inflacji od konsensusu rynkowego i raczej nie należy ignorować tych szacunków, biorąc pod uwagę, że poprzednia prognoza sprawdziła się dość dokładnie. Wydaje się, że ryzyko deflacji w okresie letnim obecnie się oddala. Z drugiej strony, tempo wzrostu inflacji jest nadal umiarkowane i nie jest spodziewany powrót CPI do celu na poziomie 2,5% wcześniej niż za kilka kwartałów, co potwierdza nasz scenariusz, w którym główne stopy procentowe pozostaną bez zmian przez dłuższy czas.

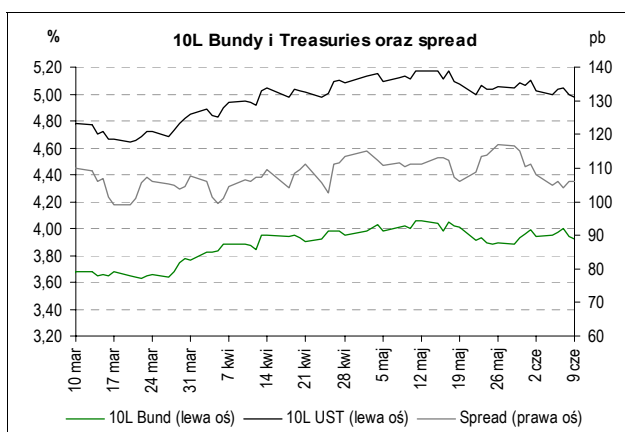
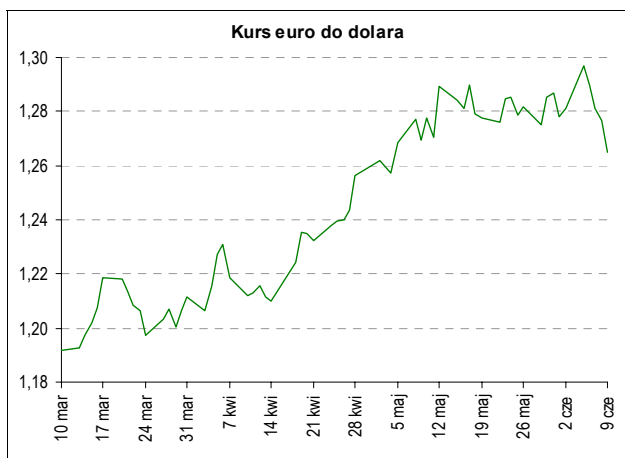
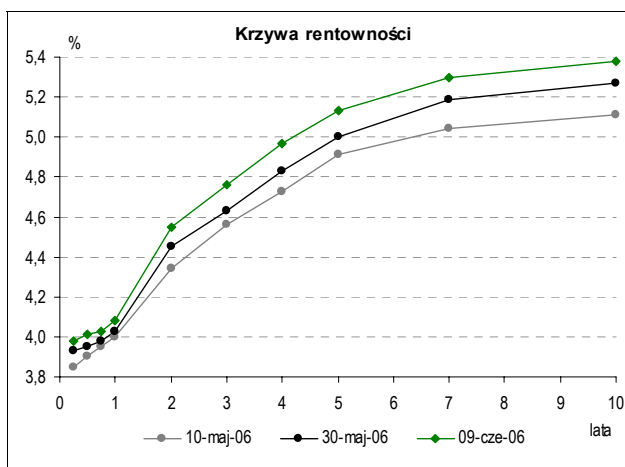
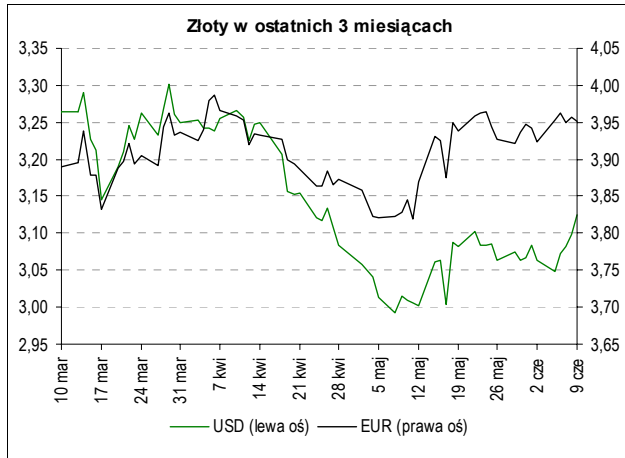
Zgodnie z tym co piszemy parę stron wcześniej, kwietniowy wzrost produkcji przemysłowej (5,8% r/r) nie był słaby, ponieważ był rezultatem mniejszej liczby dni roboczych (dwa mniej niż rok wcześniej). W maju nastąpi odwrotny efekt i wydaje się nam, że prognoza MF może się okazać zbyt pesymistyczna. O ile ministerstwo utrzymuje od jakiegoś czasu swoją prognozę wzrostu PKB w tym roku na poziomie 4,6%, my podnieśliśmy ją ostatnio do ponad 5%. To chyba również przejaw konserwatywnego podejścia resortu finansów.

Ostatnie przewidywania MF nt. wykonania tegorocznego deficytu budżetowego są lepsze niż te prezentowane kilka tygodni wcześniej (gdy ministerstwo oczekiwało deficytu po maju na poziomie 53% planu). Niższy deficyt został osiągnięty dzięki wyższemu wzrostowi dochodów (co potwierdza dobrą sytuację gospodarczą) oraz poprzez utrzymanie pod kontrolą wydatków (przynajmniej w odniesieniu do budżetu centralnego).

Już wkrótce powinniśmy poznać propozycje rządu dotyczące budżetu na rok 2007. Zgodnie z prawem, do połowy czerwca rząd powinien przedstawić założenia budżetowe na następny rok do konsultacji w Komisji Trójstronnej. Mimo, że do tego terminu pozostało zaledwie kilka dni, przedstawiciele resortu finansów przyznają, że wciąż nie ma ostatecznej koncepcji m.in. w kwestii podstawowych parametrów makroekonomicznych i nawet na spotkaniu z przedstawicielami Komisji Europejskiej wiceminister finansów nie był w stanie przedstawić żadnych konkretnych nt. planów fiskalnych na kolejny rok. Zgodnie z wcześniejszymi zapewnieniami deficyt budżetu nie przekroczy 30 mld zł. Pozostaje pytanie czy może uda się go obniżyć bardziej.

Kontrowersje w sprawie interpretacji zapisów traktatu z Maastricht są być może nawet uzasadnione merytorycznie, jednak stanowczość KE w sprawie ich interpretacji dowodzi, że nie możemy liczyć na taryfę ulgową przy ocenie kryteriów konwergencji. To zresztą nie jest obecnie problemem nr 1 w Polsce, bo wg słów premiera rząd nie zamierza rozważać strategii wstąpienia do euro przed rokiem 2009.

Monitor rynku



Źródło: Reuters, BZ WBK

Maj pod znakiem wyprzedaży na rynkach wschodzących

- Rynki finansowe są od dłuższego czasu pod wpływem wysokiej globalnej awersji do ryzyka, co związane jest m.in. niepewnością co do dalszych ruchów w polityce pieniężnej w USA. Odwrót od ryzykownych aktywów spowodował wyprzedaż z rynków wschodzących, do czego dodatkowo przyczyniło się pogorszenie sytuacji ekonomicznej (inflacja) i politycznej w Turcji. Złoty osłabił się, choć w dużo mniejszym stopniu niż inne waluty gospodarek rozwijających się, gdyż był wspierany przez silne fundamenty.
- W nadchodzącym miesiącu złoty pozostanie pod wpływem zagranicy, do momentu decyzji w sprawie stóp w USA, a kluczowy będzie także komunikat Fed, który może wpłynąć na nastawienie do rynków wschodzących. Wypowiedzi EBC i kolejny komunikat może mieć również spore znaczenie dla walut regionu. Negatywne mogą być też sygnały z polityki, choć w najbliższym czasie nie spodziewamy się rezygnacji Zyty Gilowskiej.

Awersja do ryzyka i CPI osłabiają dług

- Wzrost awersji do ryzyka związany z globalnymi obawami inflacyjnymi, niewiadomą w postaci kolejnych ruchów Fed został spotęgowany przez negatywne dane makroekonomiczne z Turcji, co spowodowało sporą wyprzedaż na rynkach wschodzących, w tym również polskich obligacji i wystromienie krzywej. Negatywnym czynnikiem dla długu były też wyższe od oczekiwań dane inflacyjne.
- Zgodnie z wypowiedziami członków RPP stopy procentowe są na odpowiednim poziomie i nawet deflacja w pojedynczych miesiącach nie przyczyniłaby się do ewentualnych obniżek. Jest to zgodne z naszym scenariuszem, że Rada pozostawi stopy bez zmian do końca roku. Przeciwno obniżce będą działały prawdopodobne podwyżki w USA i strefie euro oraz inflacja utrzymująca się na niskim poziomie. Sądzymy również, że stopy nie zmienią się także w roku 2007.

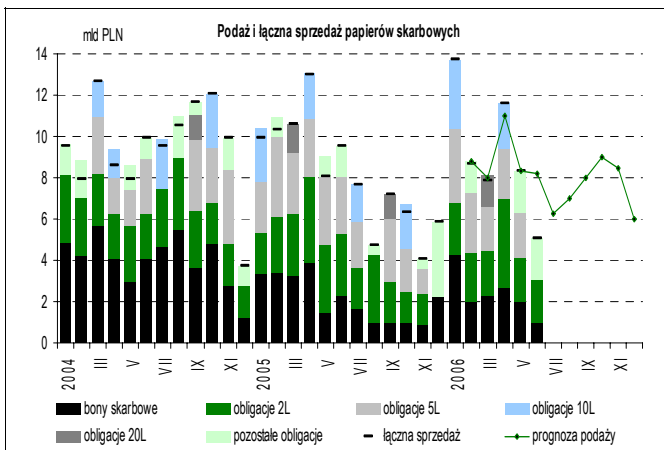
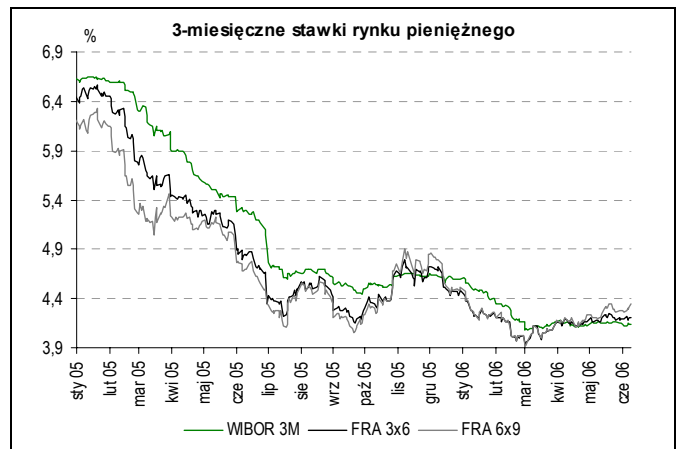
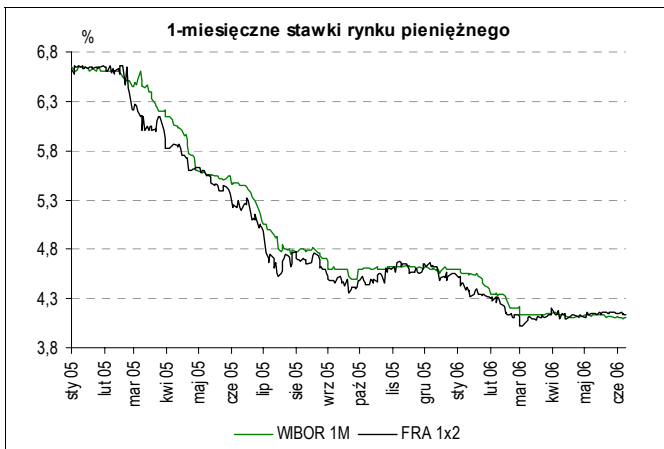
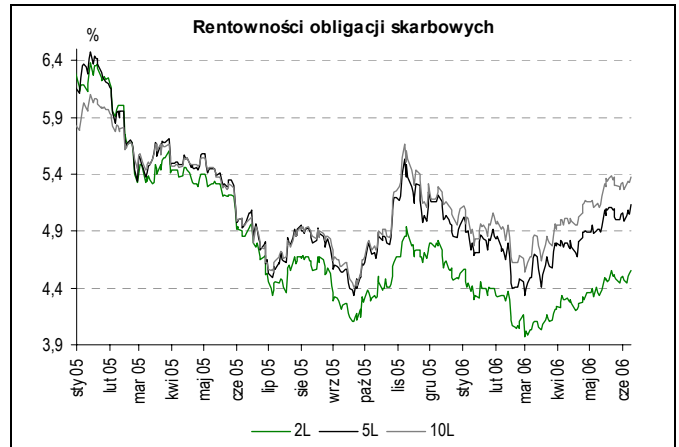
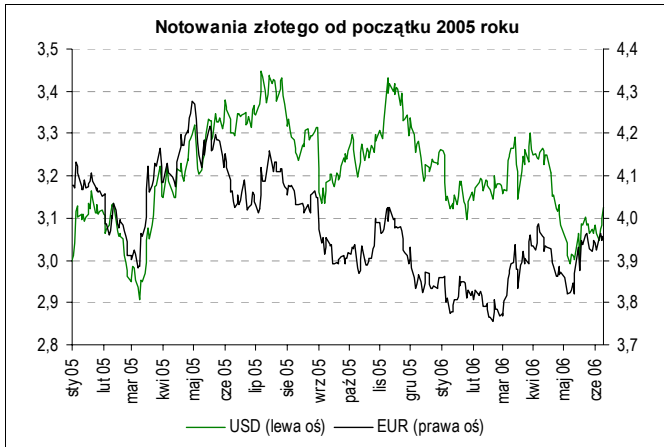
Spadek EURUSD z najwyższych poziomów od ponad roku

- Po publikacji wyższej od oczekiwań bazowej inflacji CPI w USA oraz wypowiedziach członków Fed, przede wszystkim Bena Bernanke, wzrosły oczekiwania na kolejne podwyżki stóp w USA, co wspierało dolara. Dobre dane ze strefy euro działały na rzecz wspólnej waluty, co spowodowało ustabilizowanie się kursu w przedziale 1,27-1,295, choć po nieco gołęmb komunikacie EBC kurs EURUSD spadł do ok. 1,26.
- Sądzymy, że na czerwcowym posiedzeniu Komitet Rezerwy Federalnej podwyższy stopy procentowe do 5,25%, co w krótkim terminie może wspierać dolara, choć nie powinno znacząco poprawić perspektyw waluty amerykańskiej w długim okresie w obliczu przyspieszenia aktywności gospodarczej w strefie euro i strukturalnej nierównowagi oraz możliwego spowolnienia w USA. W czwartym kwartale kurs EURUSD może wzrosnąć i oscylować wokół poziomu 1.30.

Awersja do ryzyka - umocnienie bezpiecznych Treasuries

- Po wzroście globalnej awersji do ryzyka inwestorzy zagraniczni zaczęli alokować środki w bezpieczne inwestycje w tym m.in. amerykańskie Treasuries, co przy danych z USA pokazujących spowolnienie gospodarcze doprowadziło do znacznego umocnienia. Korektę spowodował komunikat oraz wypowiedzi członków Fed, choć wyprzedaż na rynkach akcji przyczyniła się do kolejnego umocnienia. Rentowności 10-letnich Bundów również spadły do 3,92%, m.in. po mało jastrzębim komunikacie EBC.
- Sądzymy, że EBC wraz z przyspieszeniem gospodarczym w strefie euro będzie w dalszym ciągu podnosił stopę procentową o 25 pb co trzy miesiące. Biorąc pod uwagę publikowane dane w Stanach Zjednoczonych sądzymy, że Fed podwyższy stopy procentowe o 25 pb na czerwcowym posiedzeniu i pozostaną one na poziomie 5,25% do końca roku.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	OFERTA / SPRZEDAŻ		
	26-tyg.	52-tyg.	Suma
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
22.05.2006	-	1 000 / 1 000	1 000 - 1 000
razem maj	-	2 000 / 2 000	2 000 / 2 000
05.06.2006	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
19.06.2006	-	1 000 - 1 300	1 000 - 1 300
razem czerwiec*	-	2 000 - 2 300	2 000 - 2 300

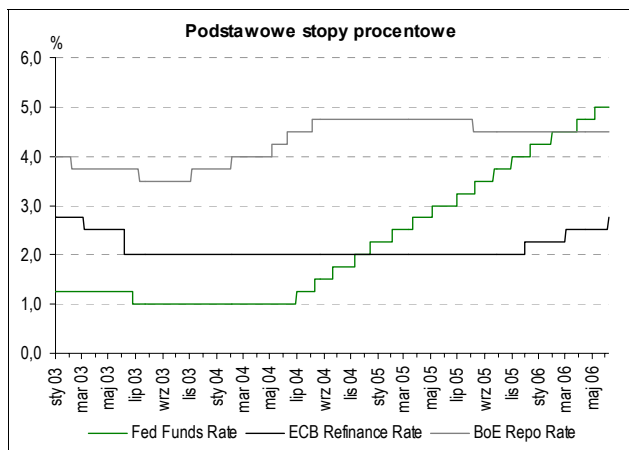
* na podstawie informacji Ministerstwa Finansów

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	PS0511	2 000	2 000
czerwiec	07.06	OK0808	2 100	2 100	14.06	WZ0911 IZ0816	1 500-2 500 500	-	21.06	PS0511	1800 - 2800	-
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	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

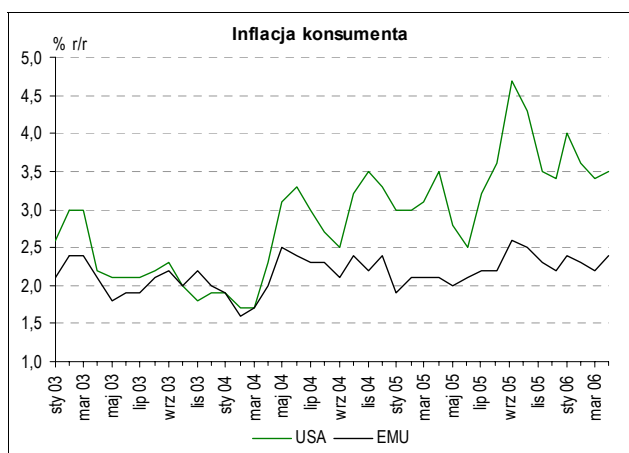
* razem z przetargiem uzupełniającym

Przegląd międzynarodowy

**Prawdopodobna kolejna podwyżka w USA**

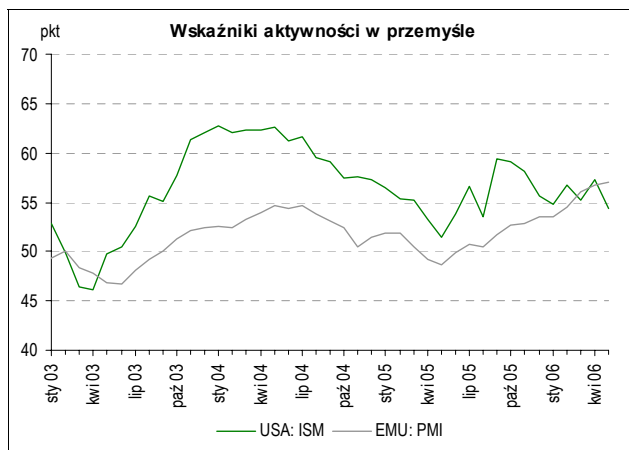
- Od majowej podwyżki stóp oczekiwania, co do docelowego poziomu stopy Fed Funds w USA zmieniały się z dużą częstotliwością wraz z publikacją kolejnych danych. Jednak ostatnie wypowiedzi Bena Bernanke sugerują, że pomimo spowolnienia gospodarczego (dane z rynku pracy, nieruchomości) cykl podwyżek nie dobiegł końca z uwagi na zwiększone obawy inflacyjne (wysoka inflacja bazowa CPI, bazowy PCE).

- Na posiedzeniu w czerwcu Europejski Bank Centralny zgodnie z oczekiwaniami podwyższył główną stopę procentową w strefie euro o 25 pb do 2,75%. Prezes EBC Jean Claude Trichet nie użył kluczowego słowa "czujność" w stosunku do inflacji i powiedział, że stopy pozostają na niskim poziomie, a bank centralny będzie monitorował rozwój sytuacji ekonomicznej.

**Bazowy CPI znów powyżej prognoz**

- W kwietniu CPI w USA wzrósł o 0,6% m/m, co było głównie konsekwencją zwiększonych cen energii (3,9% m/m) oraz benzyny (8,8% m/m). Bazowy wskaźnik CPI wzrósł o 0,3% m/m i był powyżej rynkowego konsensusu (0,2% m/m) z powodu rosnących cen wynajmu (0,3% m/m). W ujęciu rocznym indeksy główny i bazowy zmieniły się odpowiednio z 3,4% w marcu do 3,5% i z 2,3% do 2,1%. PPI wzrósł o 0,9%, jednak wskaźnik bazowy, po wyłączeniu kosztów żywności i energii, wzrósł o 0,1%, nieco poniżej prognoz na poziomie 0,2%.

- Zgodnie z szacunkami Eurostatu za kwiecień inflacja HICP wzrosła do 2,4% r/r w porównaniu do 2,2% r/r zanotowanych w marcu. Natomiast bazowy wskaźnik wzrósł do 1,5%. Według wstępnych danych za maj wskaźnik inflacji HICP wzrósł o 2,5% r/r.

**Coraz wyższa aktywności w strefie euro**

- Indeks ISM aktywności w sektorze przetwórczym w USA spadł z 57,3 do 54,4, a indeks cen zapłaconych wzrósł do 77,0 z 71,5 w poprzednim miesiącu. Indeks ISM dla sektora usług w USA spadł z 63,0 w kwietniu do 60,1.

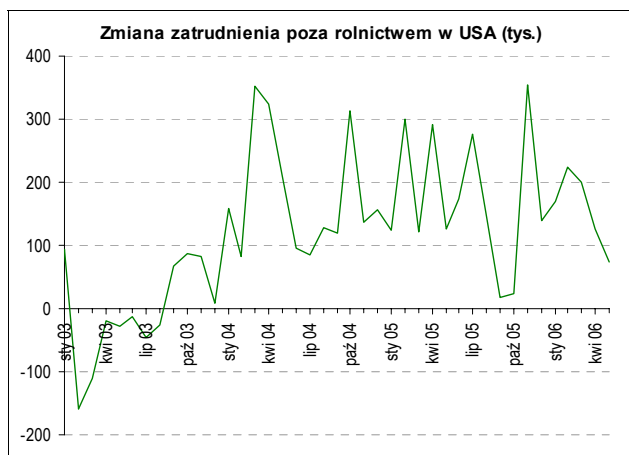
- Indeks PMI dla sektora przetwórczego w strefie euro wzrósł w maju do 57,0, najwyższego poziomu od sierpnia 2000. Indeks produkcji wzrósł do 59,5 z 59,3 miesiąc wcześniej. Indeks PMI dla sektora usług wzrósł z 58,3 w kwietniu do 58,7 i był to najwyższy wzrost aktywności od września 2000. Indeks zatrudnienia wzrósł z 54,6 do 55,0 (najwyższy od stycznia 2001), podczas gdy komponent cen wzrósł z 53,3 do 54,5, najwyższy od listopada 2000

- Amerykański PKB wzrósł w I kw. o 5,3% po rewizji w górę z 4,8%, poniżej konsensusu rynkowego (5,7%). Bacznie obserwowana przez Fed miara inflacji, czyli bazowy wskaźnik cen wydatków konsumpcyjnych pozostał bez zmian w porównaniu z poprzednim szacunkiem (2%). Deflator PKB również się nie zmienił i wyniósł 3,3%.

Coraz słabsze dane z rynku pracy

- W Stanach Zjednoczonych w maju zatrudnienie poza rolnictwem wzrosło o 75 tys., czyli znacznie słabiej niż oczekiwano (175 tys.). Ponadto, dane za poprzedni miesiąc zostały zrewidowane w dół z 138 tys. do 126 tys. Stopa bezrobocia spadła z 4,7% do 4,6%, czyli najniższego poziomu od lipca 2001.

- Jednostkowe koszty pracy w USA wzrosły w I kw. o 1,6% r/r po rewizji z 2,5%, co było poniżej rynkowego konsensusu na poziomie 1,9%. Produktivność pracy wzrosła o 3,7%. W maju wzrost ten był na poziomie o 0,1% m/m, w porównaniu do wzrostu o 0,6% w kwietniu.



Źródło: Reuters, ECB, Federal Reserve

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
12 czerwca USA: Budżet Fed (IV)	13 GER: Indeks ZEW (VI) USA: PPI (V) USA: Sprzedaż detaliczna (V)	14 POL: Aukcja obligacji 7-letnich zmiennokuponowych i 12-letnich indeksowanych CPI POL: Ceny konsumenta (V) POL: Bilans płatniczy (IV) POL: Podaż pieniądza (V) USA: CPI (V)	15 POL: Boże ciało – dzień wolny EMU: Finalny HICP (V) USA: Napływ kapitału netto (IV) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (V) USA: Produkcja przemysłu (V) USA: Philadelphia Fed index (VI)	16 EMU: Produkcja przemysłu (IV) USA: Wstępny Michigan (VI)
19 POL: Przetarg bonów skarbowych POL: Place i zatrudnienie (V)	20 POL: Ceny produkcji (V) POL: Produkcja przemysłowa i budowlana (V) USA: Liczba wydanych pozwoleń na budowę (IV) USA: Liczba nowych budów (IV)	21 POL: Aukcja obligacji 5-letnich	22	23 POL: Inflacja bazowa (V) POL: Wskaźniki koniunktury (V) POL: Sprzedaż detaliczna (V) POL: Bezrobocie (V) USA: Zamówienia na dobra trwałe (V)
26 USA: Sprzedaż nowych domów (V)	27 POL: Spotkanie RPP GER: Indeks IFO (VI) USA: Zaufanie konsumentów (VI) USA: Sprzedaż domów (V)	28 POL: Spotkanie RPP – decyzja	29 POL: Aukcja zamiany EMU: Podaż pieniądza M3 (V) USA: Bazowy wskaźnik PCE (I kw.) USA: Finalny PKB (I kw.) USA: Deflator PKB (I kw.) USA: Spotkanie Fed – decyzja (VI)	30 POL: Bilans płatniczy (I kw.) EMU: Wstępny HICP (VI) EMU: Wskaźnik nastrojów (VI) EMU: Nastroje konsumentów (VI) EMU: Nastroje gospodarcze (VI) USA: Bazowy wskaźnik PCE (V) USA: Finalny Michigan (VI) USA: Chicago PMI (VI)
3 lipca EMU: PMI sektor wytwórczy (VI) USA: ISM sektor wytwórczy (VI)	4 EMU: PPI (V) USA: Święto państwowe – Dzień niepodległości – dzień wolny	5 POL: Aukcja obligacji 2-letnich EMU: PMI sektor usług (VI) EMU: Sprzedaż detaliczna (V) USA: Zamówienia w przemyśle (V)	6 GB: Spotkanie BoE - EMU: Spotkanie EBC – decyzja (VII)	7 USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (VI) USA: Bezrobocie (VI) USA: ISM sektor usług (VI)
10 POL: Przetarg bonów skarbowych USA: Zapasy hurtowe (V)	11	12 POL: Aukcja obligacji 10-letnich EMU: Zrewidowany PKB (I kw.) USA: Deficyt handlowy (V)	13 USA: Budżet Fed (VI)	14 USA: Ceny w handlu zagranicznym (VI) USA: Bilans handlowy (V) USA: Sprzedaż detaliczna (VI) USA: Wstępny Michigan (VII)

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	23	-	-	-	-	-	-
Place brutto, zatrudnienie	16	15	15	18	17	19	17	16	15	16	16	15
Bezrobocie	24	23	23	26	24	23	-	-	-	-	-	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31	-	-	30	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	13 ^c	13	14	12	17	14	13	11	12	-	-	-
Podaż pieniądza	13	14	14	14	12	14	14	14	14	-	-	-
Bilans NBP	6	7	7	7	5	7	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

		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	cze 06
Produkcja przemysłowa	% r/r	0,9	6,9	2,6	4,8	5,9	7,6	8,5	9,6	9,8	10,2	16,4	5,8	16,6	6,0
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	8,0	10,5	5,0	7,9	5,4	7,5	7,3	6,3	8,6	10,2	10,1	13,2	13,0	8,5
Stopa bezrobocia	%	18,3	18,0	17,9	17,8	17,6	17,3	17,3	17,6	18,0	18,0	17,8	17,2	16,5	16,3
Place brutto ^{b c}	% r/r	3,0	4,5	3,2	2,8	1,8	6,4	6,9	1,5	3,6	4,8	5,4	4,0	4,5	3,9
Zatrudnienie ^b	% r/r	1,6	1,7	1,8	2,0	2,2	2,1	2,5	2,6	2,6	2,4	2,7	2,8	2,8	2,7
Eksport (w euro) ^d	% r/r	17,0	15,9	18,0	14,9	12,9	18,0	14,8	22,0	19,9	19,1	23,0	22,3	24,2	19,7
Import (w euro) ^d	% r/r	12,4	12,8	7,8	15,5	11,0	14,6	17,5	17,4	19,3	20,3	21,6	22,9	24,0	21,2
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-454	-80	-113	-378	-107	-28	-270	-395	139	-137	-272	-150	-550	-200
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-678	181	-247	-381	-237	-326	-408	-359	-76	-643	-458	-50	-740	-300
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-2,5	-2,1	-1,8	-1,7	-1,5	-1,5	-1,6	-1,4	-1,3	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5	-1,6
Deficyt budżetowy (narastająco)	mlrd PLN	-18,3	-18,5	-17,5	-18,5	-17,8	-20,6	-22,2	-28,6	0,7	-6,7	-9,0	-10,0	-15,4	-20,4
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu ^e	64,0	64,8	61,1	64,7	62,3	72,1	77,7	100,0	-2,3	21,9	29,4	32,8	50,4	66,8
Inflacja (CPI)	% r/r	2,5	1,4	1,3	1,6	1,8	1,6	1,0	0,7	0,6	0,7	0,4	0,7	0,8	1,0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-0,5	0,0	0,0	-0,2	-0,5	-0,9	-0,4	0,2	0,3	0,7	0,9	1,6	2,0	1,8
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	13,2	10,8	10,4	11,1	12,7	8,7	12,6	10,4	10,4	11,7	9,8	9,6	8,2	9,9
Depozyty	% r/r	11,9	9,2	9,4	10,1	11,6	6,3	11,1	9,4	10,2	10,8	9,1	8,6	7,8	10,3
Kredyty	% r/r	9,4	7,4	8,8	9,0	9,6	4,4	10,2	11,8	12,3	13,5	13,6	12,1	11,9	13,9
USD/PLN	PLN	3,29	3,34	3,40	3,29	3,20	3,26	3,37	3,25	3,16	3,18	3,23	3,20	3,05	3,09
EUR/PLN	PLN	4,18	4,06	4,10	4,05	3,92	3,92	3,97	3,85	3,82	3,79	3,88	3,92	3,90	3,95
Stopa interwencyjna ^a	%	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	4,00
Stopa lombardowa ^a	%	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	5,50
WIBOR 3M	%	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	4,15
Rentowność bonów 52-tyg.	%	5,19	5,09	4,30	4,33	4,15	4,19	4,35	4,38	4,22	3,97	3,87	3,95	4,02	4,07
Rentowność obligacji 2L	%	5,27	5,14	4,50	4,60	4,22	4,42	4,75	4,64	4,40	4,20	4,10	4,28	4,44	4,57
Rentowność obligacji 5L	%	5,38	5,25	4,70	4,84	4,51	4,85	5,23	5,04	4,82	4,60	4,59	4,80	5,00	5,15
Rentowność obligacji 10L	%	5,36	5,24	4,72	4,87	4,57	4,90	5,36	5,14	4,94	4,78	4,78	5,02	5,26	5,37

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	923,2	980,9	1 037,5	228,7	238,2	241,0	273,0	240,3	252,7	254,6	289,8
PKB	% r/r	3,8	5,3	3,4	5,1	2,2	2,9	3,9	4,3	5,2	5,2	4,8	5,1
Popyt krajowy	% r/r	2,7	5,9	2,2	5,2	1,1	0,0	1,9	5,4	4,5	5,6	5,2	5,4
Spożycie indywidualne	% r/r	1,9	4,0	2,0	4,6	1,4	1,4	2,3	2,8	5,1	4,8	4,5	4,1
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-0,1	6,3	6,6	9,4	1,4	4,0	6,5	10,1	7,4	9,0	10,0	10,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	8,4	12,3	4,0	9,1	0,7	2,3	4,5	8,3	12,1	9,4	7,3	7,5
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	3,6	7,1	1,5	10,4	-0,4	-3,2	4,1	5,4	9,4	11,0	11,1	10,2
Stopa bezrobocia ^a	%	20,0	19,1	17,6	16,1	19,3	18,0	17,6	17,6	17,8	16,3	16,0	16,1
Place realne brutto ^c	% r/r	2,0	0,8	1,2	3,9	-1,3	0,8	1,1	3,8	4,0	3,3	4,9	3,3
Zatrudnienie ^c	% r/r	-3,5	-0,8	1,9	2,7	1,5	1,7	2,0	2,4	2,6	2,8	2,9	2,7
Eksport (w euro) ^b	% r/r	9,1	22,3	17,1	18,9	23,2	12,9	15,0	18,0	20,8	22,1	18,8	14,7
Import (w euro) ^b	% r/r	3,3	19,5	12,6	20,2	17,6	6,0	11,2	16,5	20,6	22,7	21,0	17,0
Bilans handlowy ^b	mln EUR	-5 077	-4 552	-2 182	-3 620	-259	-633	-599	-691	-270	-900	-1 150	-1 300
Rachunek bieżący ^b	mln EUR	-4 108	-8 542	-3 503	-5 347	-1 043	-500	-861	-1 099	-1 177	-1 090	-1 530	-1 550
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-2,1	-4,2	-1,4	-2,0	-3,4	-2,1	-1,5	-1,4	-1,5	-1,6	-1,9	-2,0
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	-2,9	-2,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	0,8	3,5	2,1	0,8	3,6	2,3	1,6	1,1	0,6	0,8	0,8	1,1
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	1,7	4,4	0,7	1,5	3,4	1,4	1,8	0,7	0,4	1,0	0,7	1,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,6	7,0	0,7	2,0	3,3	0,1	-0,2	-0,4	0,9	1,8	2,2	3,0
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	5,6	8,7	10,4	11,2	11,0	10,8	12,7	10,4	9,8	9,9	9,2	11,2
Zobowiązania ^a	% r/r	3,7	8,1	9,4	10,9	10,4	9,2	11,6	9,4	9,1	10,3	9,1	10,9
Należności ^a	% r/r	8,1	2,9	11,8	15,0	4,6	7,4	9,6	11,8	13,6	13,9	16,1	15,0
USD/PLN	PLN	3,89	3,65	3,23	3,10	3,07	3,28	3,30	3,29	3,19	3,11	3,07	3,04
EUR/PLN	PLN	4,40	4,53	4,02	3,94	4,03	4,13	4,02	3,91	3,83	3,92	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	4,07	5,91	5,21	4,26	4,31	4,02	4,01	4,10	4,15
Rentowność obligacji 2L	%	5,38	6,89	5,04	4,45	5,83	5,27	4,44	4,60	4,23	4,43	4,55	4,60
Rentowność obligacji 5L	%	5,61	7,02	5,25	5,01	5,89	5,38	4,68	5,04	4,67	4,98	5,20	5,20
Rentowność obligacji 10L	%	5,77	6,84	5,24	5,21	5,76	5,37	4,72	5,13	4,83	5,22	5,40	5,40

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 9.06.2006 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.

