

Co z tą polityką (pieniężną)?

▪ **Czy będzie koalicja większościowa? Czy będą wcześniejsze wybory? Jeśli tak, to na jesieni czy na wiosnę? Te pytania nie wydają się szczególnie istotne dla rynków finansowych, tym bardziej, że nikt nie udzieli na nie odpowiedzi.** Co prawda można zaryzykować stwierdzenie, że ewentualne ogłoszenie wcześniejszych wyborów (w co wątpimy) doprowadziłoby to chwilowego osłabienia złotego, jednak podtrzymujemy opinię, że taka sytuacja może być wykorzystana do tańszych zakupów (zabezpieczenia dla eksporterów), a nasza prognoza kursu EURPLN na koniec roku jest niezmienna na poziomie 3,90.

▪ **Jeśli chodzi o politykę, to zdecydowanie bardziej pociągają nas perspektywy polityki pieniężnej.** Komunikat po wrześniowym posiedzeniu był nieco „jastrzębi”, gdyż Rada stwierdziła, że inflacja w 2006-07 będzie wyższa niż wskazywała lipcowa projekcja. Zabrakło jednak opinii o perspektywach inflacji po roku 2007, a ten okres jest bardziej istotny z punktu widzenia polityki pieniężnej. Co prawda, niektórzy członkowie Rady biją na alarm, że możliwa jest podwyżka już w październiku, jednak nie wydaje się, aby taki punkt widzenia był podzielany przez większość Rady. Już w tym miesiącu zobaczymy co nowego wniesie do obrazu Rady nowa projekcja inflacji, a przede wszystkim jak na nią zareaguje większość Rady. Wciąż utrzymujemy pogląd, że Rada przyjmie strategię wyczekującą na kolejne dane ekonomiczne (głównie z rynku pracy, a kolejny BAEL dopiero w grudniu), aby ocenić ryzyko wystąpienia wtórnych efektów dla inflacji w przypadku gdy przekroczy ona chwilowo cel (prawdopodobnie w I kwartale 2007).

▪ **Założenia polityki pieniężnej na rok 2007 również nie dały jednak jasnej odpowiedzi na pytanie o perspektywy stóp procentowych.** Przedstawione w *Założeniach...* poglądy odnoszące się do perspektyw inflacji były dość zrównoważone. Argumenty „jastrzębie” znalazły swoje przeciwieństwa w postaci czynników je neutralizujących (wpływ czynników związanych z globalizacją, wzrost wydajności pracy na skutek większych inwestycji, możliwość zwiększenia importu a niekoniecznie inflacji). Można odnieść wrażenie, że dokument został napisany na zasadzie „dla każdego coś miłego”. W *Założeniach...* Rada obiecała również, że będzie się starała szerzej przedstawiać argumenty podnoszone w trakcie dyskusji na swoich posiedzeniach. Trzymamy za słowo.

▪ **W *Założeniach...* Rada stwierdziła, że na politykę pieniężną w 2007 r., a szczególnie w pierwszych jego miesiącach, może mieć wpływ zmiana na stanowisku Prezesa NBP.** Pisaliśmy o tym w ubiegłym miesiącu. Pojawiło się już jednak nazwisko potencjalnego kandydata – prof. Urszuli Grzeleńskie. Jej pierwsze wypowiedzi dla Reutera były dość wyważone i nie powinny wzbudzić obaw na rynku finansowym. Podkreśliła, że główne cele banku centralnego, tj. utrzymanie stabilnych cen i waluty nie powinny być poświęcane dla uzyskania szybszego wzrostu PKB.

W tym miesiącu:

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

Maciej Reluga

Główny Ekonomista
022 586 8363

Piotr Bielski
022 586 8333

Piotr Bujak
022 586 8341

Cezary Chrapek
022 586 8342

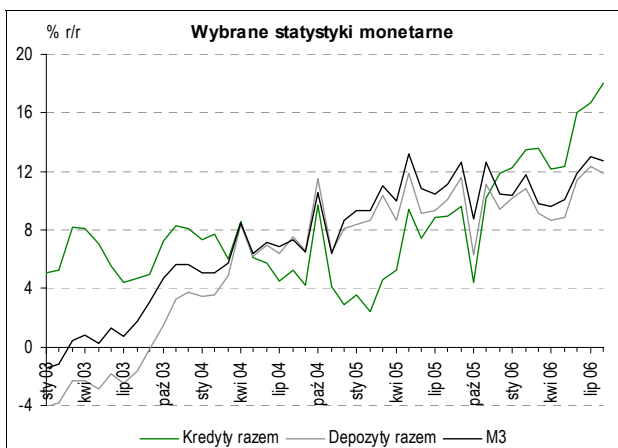
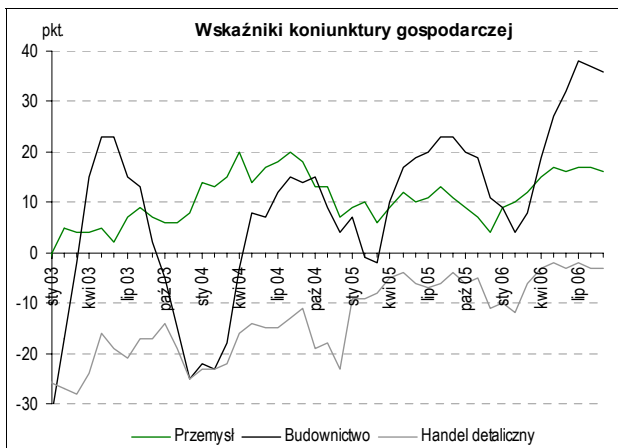
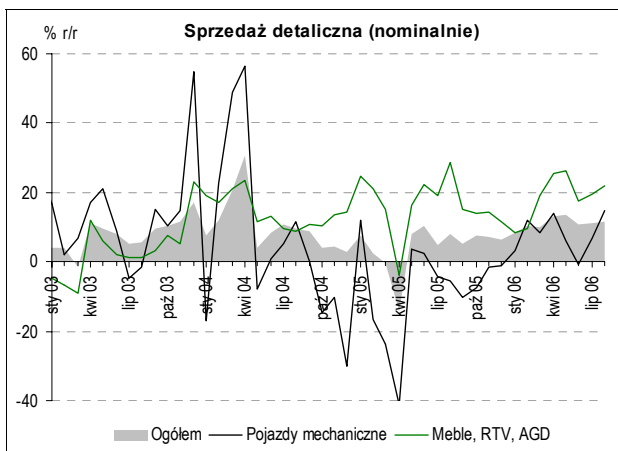
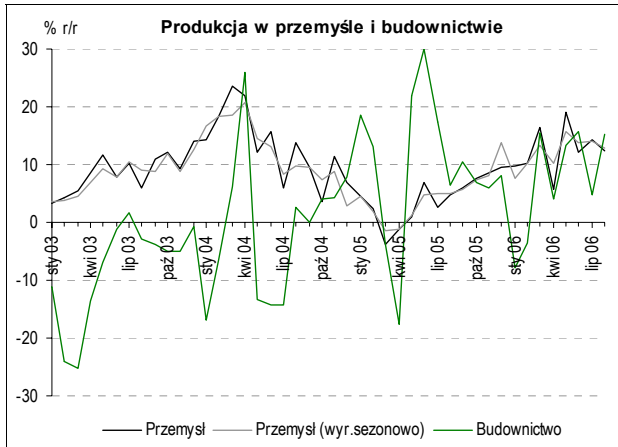
Email: ekonomia@bzwbk.pl

Na rynku finansowym 29 września 2006 r.:

Stopa depozytowa NBP	2,50	WIBOR 3M	4,22	USDPLN	3,1425
Stopa referencyjna NBP	4,00	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	4,43	EURPLN	3,9835
Stopa lombardowa NBP	5,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,38	EURUSD	1,2676

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 09.10.2006 r.

Gospodarka Polski

**Przemysł i budownictwo w fazie szybkiego rozwoju**

- Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w sierpniu o 12,5% r/r, a sezonowo wyrównany wzrost wyniósł 12,9% r/r (średni wzrost w okresie styczeń-lipiec wyniósł 12,1%).
- Choć dane były słabsze od oczekiwań, to taki wzrost produkcji oznacza, że przemysł pozostaje w trendzie ekspansji i podtrzymujemy nasze przewidywania, że wzrost PKB będzie bliski 5% w III kwartale 2006.
- Wzrost produkcji nastąpił w 28 spośród 29 sektorów przemysłu, pokazując że ekspansja w przemyśle ma szerokie podstawy.
- Produkcja w budownictwie wzrosła o 15,3% r/r, wskazując na kontynuację wzmocnienia aktywności inwestycyjnej. Podobną tezę wspierają też dane o statystyki pieniężne, o których mowa dalej, które pokazały silny wzrost wartości kredytów dla przedsiębiorstw w sierpniu.

Sprzedaż detaliczna również trzyma się mocno

- Wzrost sprzedaży detalicznej był nieco lepszy niż wskazywały prognozy i wyniósł 11,5% r/r nominalnie oraz 10,9% r/r realnie.
- Roczny wzrost był zanotowany we wszystkich sektorach sprzedaży detalicznej co oznacza, że wzrost konsumpcji jest zakrojony na szeroką skalę i nie jest związany z tymczasowym ożywieniem w jednym czy dwóch sektorach.
- Zwiększonemu apetytowi na zakupy sprzyja silny wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych oraz duża dostępność kredytów (patrz dalej), co pozwala oczekiwać kontynuacji tej tendencji w kolejnych kwartałach.
- Co ważne, różnica między nominalnym a realnym wzrostem sprzedaży jest nadal niewielka (0,6 pkt proc.) sugerując że presja na ceny pozostaje opanowana pomimo mocnego popytu.

Ciepły początek jesieni we wskaźnikach koniunktury

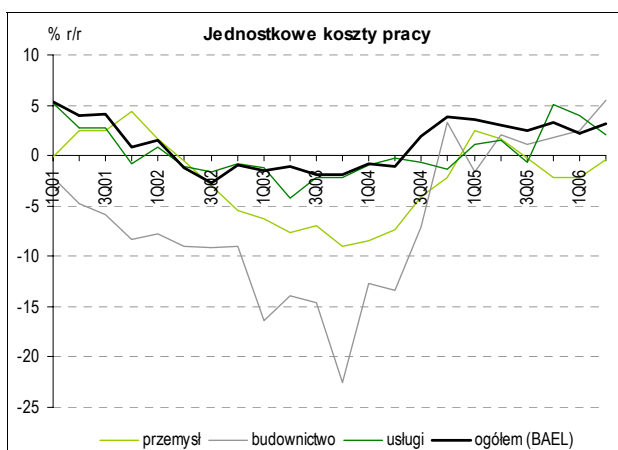
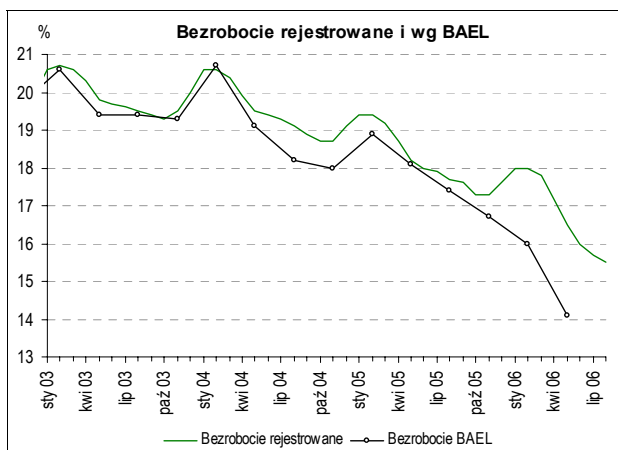
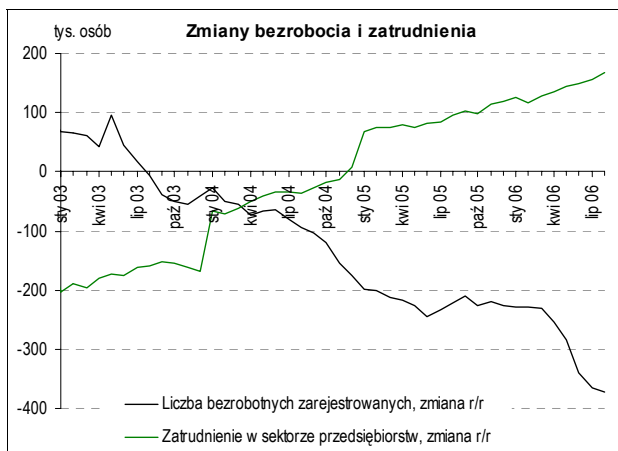
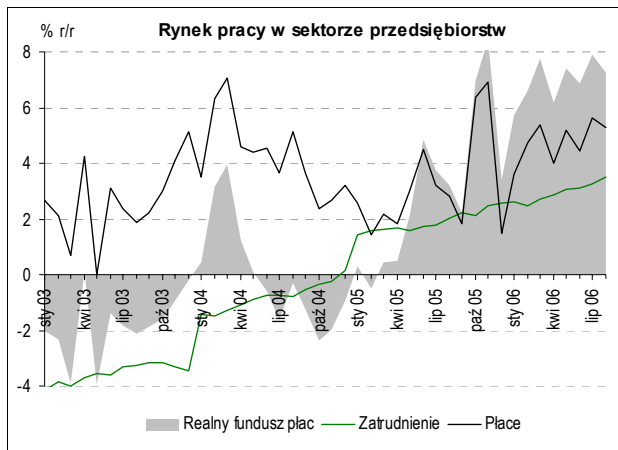
- Wskaźniki koniunktury z września wskazują, że po wakacjach gospodarka nadal znajduje się w fazie ożywienia.
- Badania GUS pokazały wzrost wszystkich wskaźników w skali rocznej (przetwórstwo o 5 pkt, budownictwo o 13 pkt, handel detaliczny o 1 pkt). We wszystkich sektorach zanotowano poprawę sytuacji finansowej i oczekiwania dalszego polepszenia w kolejnych miesiącach. Przedsiębiorcy wykazali też pozytywne deklaracje odnośnie bieżącego i nadchodzącego popytu.
- Wskaźnik PMI wprawdzie nieznacznie spadł we wrześniu, ale badanie wskazało na dalszą silną poprawę warunków gospodarczych, m.in. poprzez solidny wzrost zatrudnienia. Mimo wolniejszego wzrostu produkcji i nowych zamówień, firmy spodziewały się ich poprawy w najbliższych miesiącach. Presja na wzrost kosztów spowodowała podwyżki cen przez producentów.

Coraz szybszy wzrost kredytów w systemie bankowym

- Podaż pieniądza ogółem wzrosła w sierpniu o 12,8% r/r, minimalnie wolniej niż w lipcu, choć nadal dość mocno.
- Utrzymana została tendencja przyspieszenia dynamiki kredytów, zarówno dla gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw. Te pierwsze zwiększyły się o 29% r/r, zapewne głównie za sprawą kredytów mieszkaniowych, podczas gdy kredyty dla firm wzrosły o 8,9% r/r wobec wzrostu o 7,2% r/r, co prawdopodobnie odzwierciedla rosnącą aktywność inwestycyjną. Wróży to dobrze wynikom aktywności gospodarczej w III kwartale.
- Jeśli chodzi o depozyty w sektorze bankowym, w przypadku gospodarstw domowych nastąpiło przyspieszenie wzrostu do 5,9% r/r z 5,2% r/r, podczas gdy depozyty firm zwiększyły się w sierpniu o ponad 3 mld zł, ale był to mniejszy przyrost niż rok wcześniej, więc roczny wzrost spowolnił do 23% r/r z 26,3%.

Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

Gospodarka Polski

**Trwa wzrost popytu na pracę w firmach**

- Średnia płaca w sektorze przedsiębiorstw wzrosła w sierpniu o 5,3% r/r, nieco wolniej niż w lipcu, ale w tempie powyżej średniej z pierwszych siedmiu miesięcy roku (4,7%). Wzrost zatrudnienia po raz kolejny przyspieszył, do najwyższego w historii polskiej gospodarki rynkowej poziomu 3,5% r/r.
- W efekcie, nominalny fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw wzrósł o 9% r/r, mniej więcej tyle co w lipcu. W ujęciu realnym wzrost funduszu płac spowolnił wyraźniej – do 7,3% r/r z 7,9% w poprzednim miesiącu. Jednak takie tempo wzrostu jest wciąż dość wysokie i oznacza wzrost siły nabywczej gospodarstw domowych.
- Dane potwierdziły ożywienie gospodarcze, a znaczący wzrost popytu na pracę wskazuje na zwiększanie aktywności ekonomicznej przedsiębiorstw.

... w efekcie wyraźnie przyspieszył spadek bezrobocia

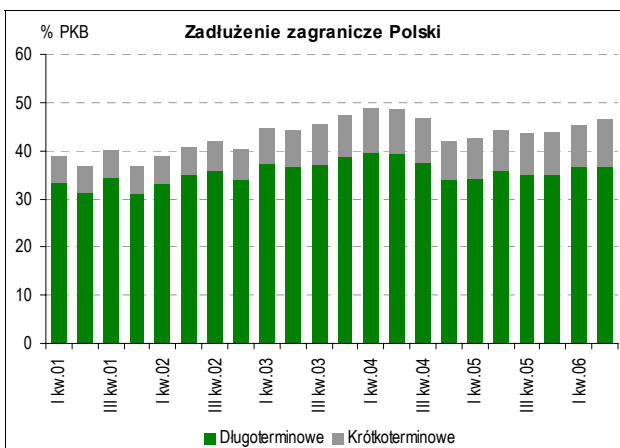
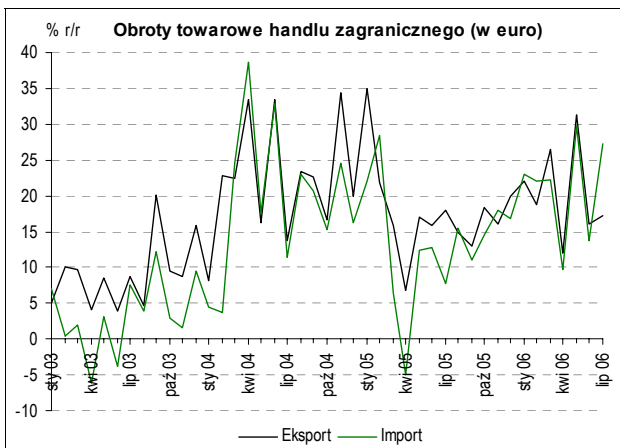
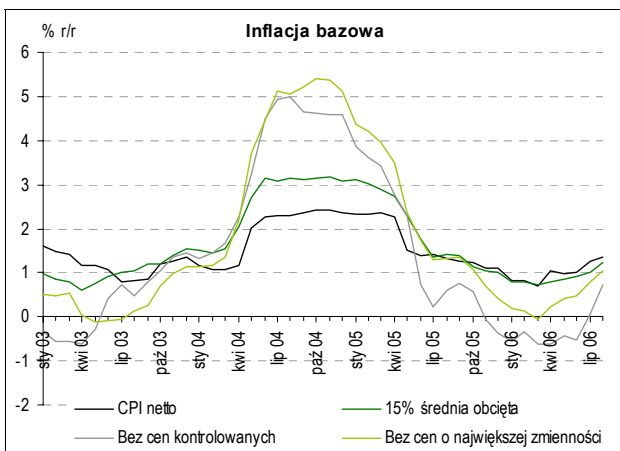
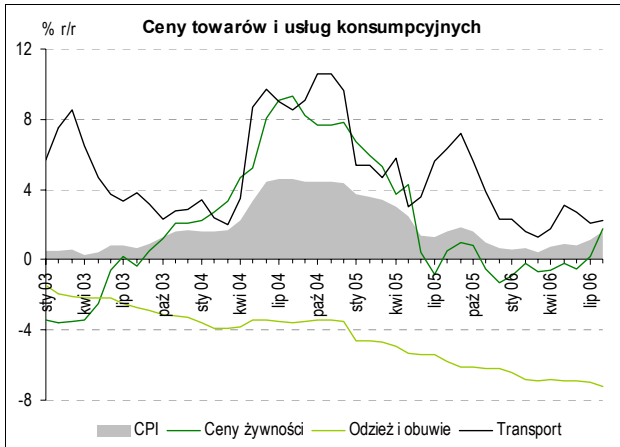
- Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła na koniec sierpnia do 15,5%, o 0,2 pp wobec lipca i 2,2 pp w ujęciu rok do roku. Źródłem szybkiej redukcji bezrobocia jest szybki przyrost popytu na pracę, co pokazały dane o zatrudnieniu z sektora przedsiębiorstw.
- Jeszcze bardziej optymistyczne były wyniki Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności (BAEL). Pokazały one, że w II kwartale br. stopa bezrobocia spadła do 14,1% z 16,1% w I kwartale i 18,1% w II kw. 2005 r. Jest to największa skala spadku bezrobocia w historii BAEL w Polsce.
- Liczba bezrobotnych w BAEL zmniejszyła się w II kwartale aż o 23% r/r, czyli ponad 700 tys. osób. Równocześnie wg badania liczba pracujących wzrosła o ponad 500 tys. osób, ok. cztery razy bardziej niż wynika z danych o zatrudnieniu rejestrowanym.

Czy napięcia na rynku pracy mogą zagrozić inflacji?

- Tak gwałtowny spadek bezrobocia i wzrost liczby pracujących może zwiększyć obawy, czy dynamika procesów na rynku pracy nie zacznie wywierać istotnej presji na ceny w gospodarce.
- Szczególnie, że współczynnik aktywności zawodowej wzrósł w II kwartale zaledwie o 0,1 pp. wobec poprzedniego kwartału i spadł o 0,9 pp. w ujęciu rocznym, co oznacza że wyższy popyt na pracę nie jest rekompensowany przyrostem podaży pracy.
- Wprowadzie oficjalne dane z rynku pracy wskazują, że ogólna presja ze strony kosztów pracy zmniejszyła się w II kwartale br. – wg naszych szacunków wzrost jednostkowych kosztów pracy (JKP) spowolnił o prawie 1 pkt proc. w porównaniu ze średnią dla czterech poprzednich kwartałów, do ok. 1,3% r/r. Jednak szacunki na podstawie liczby pracujących w BAEL wskazują na co innego – wzrost JKP o 3,2% r/r, o 1 pkt. szybciej niż w I kwartale.
- Co więcej, sytuacja w poszczególnych sektorach gospodarki jest mocno zróżnicowana. W przemyśle wzrost wydajności pracy jest największy, dzięki czemu jednostkowe koszty pracy są cały czas pod kontrolą i presja na wzrost cen jest relatywnie najmniejsza. Nieco inaczej wygląda sytuacja w budownictwie oraz w usługach rynkowych, gdzie znacznie szybciej rosną wynagrodzenia, a równocześnie wzrost wydajności pracy nie jest tak szybki.
- O ile sytuacja w budownictwie nie jest aż tak istotna ze względu na małą wagę tego sektora, to szybki wzrost kosztów pracy w usługach rynkowych (stanowiących ponad 40% PKB) może mieć wpływ na nasilenie presji cenowej w gospodarce – o ile utrzyma się powyżej celu inflacyjnego 2,5%. W tym kontekście pozytywne jest spowolnienie wzrostu JKP w usługach do ok. 2% r/r w II kw. br. W najbliższych miesiącach warto zwrócić uwagę na dane o płacach i zatrudnieniu poza przemysłem – przyspieszenie ich wzrostu w III i IV kwartale sugerowałoby szybszy wzrost JKP, uwzględniając prognozowane lekkie spowolnienie wzrostu wartości dodanej.

Źródło: GUS, obliczenia własne

Gospodarka Polski

**Ceny żywności windują inflację**

▪ Inflacja CPI wzrosła w sierpniu do 1,6% r/r z poziomu 1,1% w lipcu i po raz drugi z rzędu była wyższa od prognoz. Wzrost był spowodowany głównie czynnikami podażowymi (ceny żywności w górę o 0,7% m/m, ceny paliw 2,5% m/m). Na wzrost cen żywności wpływ miała letnia susza i wydaje się, że efekt ten nie został jeszcze całkowicie wyczerpany.

▪ W kolejnych miesiącach możliwy jest dalszy wzrost CPI, do ok. 1,7% r/r we wrześniu i 2,1-2,2% w grudniu. Nasze prognozy wskazują, że cel inflacyjny zostanie tymczasowo przekroczony w I kwartale 2007 i w marcu przyszłego roku inflacja osiągnie 3% r/r. Ponieważ będzie to spowodowane przez szok podażowy na rynku żywności, to sam ten efekt nie musi być powodem do reakcji ze strony polityki monetarnej.

▪ Wzrost cen producentów był za to niższy od oczekiwań i wyniósł w sierpniu 3,4% r/r. Dane o PPI pokazały brak presji na ceny oprócz kategorii bezpośrednio dotkniętych przez wysokie ceny ropy oraz innych surowców.

▪ Wszystkie miary inflacji bazowej zanotowały w sierpniu wzrost. Inflacja netto wyniosła 1,35% r/r wobec konsensusu rynkowego na poziomie 1,3% r/r. Wzrost większości miar był dużo słabszy niż wskaźnika CPI, co potwierdziło, że ostatni impuls inflacyjny ma głównie charakter szoku egzogenicznego, związanego głównie z tymczasowym wzrostem cen żywności, a rzeń procesów inflacyjnych pozostaje pod kontrolą.

▪ Wg naszych prognoz, inflacja netto stopniowo przyspieszy w następnych miesiącach, ale nie dojdzie do poziomu 2,5% co najmniej do końca 2007. Innymi słowy, nie widzimy zagrożenia na to, że fundamentalna presja inflacyjna może zacząć wymykać się spod kontroli, co by wymagało reakcji banku centralnego.

Wysokie deficyty w bilansie płatniczym w lipcu

▪ W lipcu zarówno deficyt obrotów bieżących, jak i deficyt handlowy były wyższe od przewidywań rynku, wynosząc odpowiednio 794 mln € oraz 761 mln €. Jednak dane o deficycie handlowym były w ostatnich miesiącach bardzo zmienne (nadwyżki w kwietniu i czerwcu, spory deficyt w maju), dlatego trudno na razie mówić o zmianie trendu w handlu zagranicznym.

▪ Skumulowany deficyt obrotów bieżących za ostatnie 12 miesięcy wzrósł do 1,6% PKB z 1,4% PKB po czerwcu, ale oczekujemy, że pozostanie on w przedziale 1,3-1,6% obserwowanym w ostatnich miesiącach do końca tego roku.

▪ Wzrost eksportu był mniej więcej zgodny z oczekiwaniami i wyniósł 17,3% r/r, wzrost importu przyspieszył znacznie do 27,2% r/r. Spodziewamy się utrzymania szybkiego, dwucyfrowego wzrostu obrotów handlowych w kolejnych miesiącach.

Zadłużenie zagraniczne lekko w górę

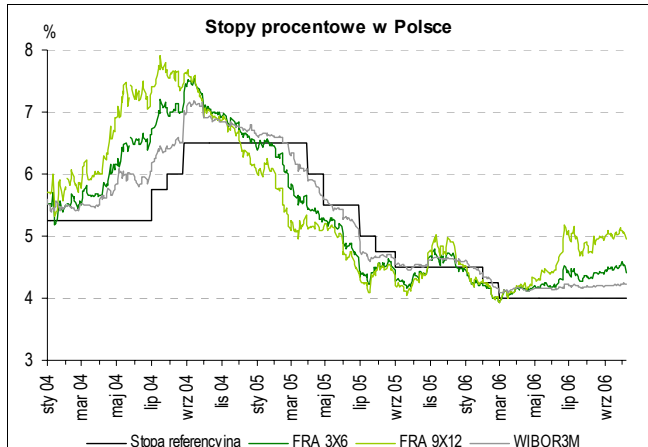
▪ Według danych NBP zadłużenie zagraniczne Polski wyniosło na koniec II kwartału 115,9 mld €, czyli 468,8 mld zł, co odpowiada mniej więcej 46,6% wartości rocznego PKB.

▪ W porównaniu z II kwartałem 2005 dług zagraniczny wyrażony w euro zwiększył się o 11%, z czego zadłużenie długoterminowe wzrosło o 8%, a krótkoterminowe aż o 24% r/r.

▪ Po wyraźnym wzroście na początku roku, w II kwartale spadło zadłużenie zagraniczne sektora rządowego i samorządowego, w efekcie ich mniejszego zainteresowania papierami dłużnymi.

▪ Trwa szybki wzrost zadłużenia zagranicznego sektora firm (12,8% r/r w euro), w dużym stopniu za sprawą kredytów handlowych udzielanych przez inwestorów bezpośrednich oraz przez inne podmioty zagraniczne. W przypadku tych drugich, może to oznaczać rosnącą ekspozycję firm na ryzyko kursowe.

Pod lupą: Bank centralny



Fragmety komunikatu Rady Polityki Pieniężnej z 27 września 2006

Aktualne dane pozwalają ocenić, że w III kw. 2006 r. inflacja bieżąca i inflacja netto ukształtują się na poziomie wyższym od przewidywanego w lipcowej projekcji. Tym samym inflacja bieżąca znajdzie się w pobliżu dolnej granicy przedziału odchyleń od celu inflacyjnego. Napływające informacje odnoszące się do czynników średniokresowych sygnalizują, że inflacja w 2007 r. może ukształtować się na wyższym poziomie od przewidywanego w lipcowej projekcji. Pełniejsza ocena perspektyw inflacji zostanie dokonana na posiedzeniu w październiku 2006 r. po zapoznaniu się z nową projekcją inflacji.

Dane za lipiec-sierpień br. dotyczące produkcji przemysłowej, produkcji budowlano-montażowej i sprzedaży detalicznej wskazują na utrzymanie się wysokiego tempa wzrostu gospodarczego w III kw. br.

Szybkemu wzrostowi gospodarczemu towarzyszy dynamicznie rosnący popyt na pracę. (...) Wzrostowi gospodarczemu towarzyszy wysokie tempo wzrostu wynagrodzeń.

Warunki realizacji polityki pieniężnej (fragmenty rozdziału Założeń...)

Procesy globalizacyjne, jakie zachodziły z dużą intensywnością przez ostatnich kilkanaście lat, spowodowały, że globalne determinanty inflacji zyskały na znaczeniu w porównaniu z ich krajowymi odpowiednikami. Wobec tego należy pilnie śledzić rozwój sytuacji w gospodarce światowej. Ponadto, dostępne dane sygnalizują, że przyszłe antyinflacyjne oddziaływanie procesów globalizacyjnych może być słabsze niż w przeszłości.

Czynnikiem, który może łagodzić wpływ szybszego wzrostu popytu krajowego na inflację jest możliwość absorbowania części rosnącego popytu przez zwiększony import, jakkolwiek siła tego wpływu będzie zależna od kształtowania się cen transakcyjnych importu oraz kursu walutowego.

Znaczny wzrost popytu na pracę i równoczesne obniżenie tempa wzrostu podaży pracy – przy niedostosowaniu struktury podaży i popytu na pracę – może oddziaływać w kierunku zwiększenia presji na wzrost wynagrodzeń. Presję płacową może łagodzić nadal wysokie, choć spadające bezrobocie. Można oczekiwać, że w 2007 r. tempo wzrostu jednostkowych kosztów pracy w gospodarce wzrośnie w porównaniu z 2006 r. Można oczekiwać, że czynnikiem, który będzie sprzyjał wzrostowi wydajności pracy będą rosnące inwestycje.

Fragmety opinii Rady do projektu budżetu na 2007 rok

Utrzymanie deficytu budżetu państwa na poziomie 30 mld zł w 2007 r. oznacza, że nie nastąpi poprawa salda pierwotnego. Saldo pierwotne budżetu państwa pozostanie w przyszłym roku nadal ujemne i wyniesie ok. 0,2% PKB, tj. ukształtuje się na podobnym jak w 2006 r. poziomie. NBP zwraca uwagę, że szybkie osiągnięcie nadwyżki pierwotnej w budżecie państwa jest niezbędnym warunkiem powstrzymania tendencji narastania poziomu długu publicznego i jego zmniejszenia w przyszłości.

Istotny wzrost (o 35,5%) potencjalnych zobowiązań z tytułu udzielonych przez Skarb Państwa poręczeń i gwarancji stanowi to dodatkowe zagrożenie wzrostu długu publicznego w przyszłości

Pewne wątpliwości budzi szacowana na 2007 r. wielkość tej części dochodów budżetu państwa, która pochodzi z budżetu UE (14,7 mld zł). W szczególności wątpliwości te odnoszą się do planowanej kwoty 7,2 mld zł dochodów, które mają być uzyskane w drodze refundacji wydatków poniesionych na realizację projektów finansowanych z funduszy strukturalnych i funduszu spójności.

Nic się nie zmienia (co najmniej) do końca roku

Rada pozostawiła stopy bez zmian i zasugerowała, że potrzebuje więcej czasu by ocenić średnioterminowe perspektywy inflacji. Ton komunikatu zasugerował, że ocena przyszłej inflacji przez bankierów centralnych stopniowo się pogarsza, ale nie do tego stopnia by potrzebna była podwyżka stóp w najbliższym czasie.

Kluczowy fragment komunikatu, zawierający ocenę przyszłych zagrożeń dla inflacji, był bardziej jastrzębi niż przed miesiącem, zwracając uwagę na podwyższenie prognozy inflacji na przyszły rok.

Niestety ten fragment nie powiedział nic o tym, jak członkowie Rady oceniają perspektywy inflacji po 2007 r., co jest kluczowe dla perspektyw polityki pieniężnej. Biorąc pod uwagę wzrost cen żywności jest oczywiste, że inflacja w okresie 12 następnych miesięcy (i średnia inflacja w 2007) będzie wyższa niż przewidywano wcześniej. Jednak taki tymczasowy, egzogeniczny szok nie jest wystarczającym argumentem za podwyżką stóp procentowych.

Istnieje pytanie, czy wzrost inflacji nie przyniesie efektów drugiej rundy w rezultacie silnej poprawy sytuacji na rynku pracy. O ile dane BAEL za II kwartał były swego rodzaju ostrzeżeniem, to komunikat nie dał klarownych wskazówek, co myśli o tym większość członków Rady.

Nie przewidujemy zmian w obrazie sytuacji gospodarczej po publikacji miesięcznych danych, a następny kwartalny raport BAEL zostanie opublikowane pod koniec roku. W rezultacie, uważamy, że jest mało prawdopodobne, aby Rada zdecydowała się na wyprzedzający krok w tym roku, którego konieczność była ostatnio sugerowana przez jednego z „jastrzębich” członków (wypowiedzi na następnej stronie).

Założenia polityki pieniężnej – dla każdego coś miłego

Elementy *Założeń...* dotyczące strategii polityki pieniężnej i rozumienie celu inflacyjnego nie zmieniły się. Oznacza to, iż cel inflacyjny 2,5% +/- 1pp będzie traktowany symetrycznie i RPP nie będzie konieczne reagować na wzrost/spadek inflacji powyżej/poniżej celu, jeżeli będzie to efektem przejściowych szoków podażyowych.

Nowym elementem dotyczącym prowadzenia polityki pieniężnej był fragment podkreślający, iż bank centralny musi brać pod uwagę ceny aktywów. Jednak nie uważamy, że ten czynnik jest istotny w Polsce na tyle, aby konsekwentnie wpływać na decyzje polityki pieniężnej w najbliższym czasie.

Przedstawione perspektywy inflacji są dosyć zrównoważone, bez wyraźnego ukierunkowania i wygląda na to, że *Założenia...* zawierają coś dla każdej frakcji w Radzie (patrz: tabela obok).

Rada dołącza się do krytyki budżetu

Opinia Rady odnośnie budżetu na przyszły rok nie była zaskoczeniem i była zgodna z naszymi uwagami oraz wątpliwościami przedstawianymi przez ekonomistów.

Zgodnie z projekcjami banku centralnego, pierwotne strukturalne saldo sektora finansów publicznych (tj. saldo skorygowane o koszty obsługi długu i wahania wzrostu gospodarczego) pogorszy się w 2007 roku przynajmniej o 0,1 pkt. proc., nawet przyjmując dość optymistyczne założenia w projekcie budżetu, że zwiększą się nadwyżki w budżetach jednostek publicznych poza budżetem centralnym.

Rada oczekuje, że bilans finansów publicznych poza budżetem centralnym będzie w najlepszym przypadku miał zerowy deficyt, w związku z czym pierwotny strukturalny wyniki finansów publicznych może się pogorszyć o 0,3 pp.

Pod lupą: Bank centralny

Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

Konferencja prasowa RPP po posiedzeniu 27 września

Pytanie dziennikarki Gazety Wyborczej:

Pan Prezes powiedział, że inflacja będzie nieco powyżej tego co pokazała projekcja lipcowa...

Leszek Balcerowicz; przewodniczący RPP

Nie powiedziałem „nieco”

Stanisław Nieckarz; członek RPP

Nieco, nieco...

Jan Czekaj, członek RPP

PAP, 5 października

Wyższa inflacja to w głównej mierze efekt wyższych cen żywności, a to jest szok podażyowy i jego skutki będą wygasać w 2007 roku. Na razie nie widać czynników, które powodowałyby trwałe odchylenie inflacji ponad cel, chociaż spłot czynników może sprawić, że czasowo inflacja będzie wyższa. Wiele wskazuje także na to, że ceny ropy mogą być neutralne dla inflacji.

Na dzień dzisiejszy obecna stopa procentowa nie zagraża realizacji celu. My chcemy wrócić do środka celu, ale w średniej perspektywie, a nie poprzez reagowanie na szoki podażyowe, o ile nie grożą gwałtownymi efektami drugiej rundy, ale tu raczej nie można mówić o takim zagrożeniu.

Dzisiaj znajdujemy się prawdopodobnie w punkcie równowagi, chociaż w przyszłości bardziej prawdopodobne są podwyżki stóp. To czy będą zmiany stóp procentowych i w którą stronę będzie jednak zależało głównie od perspektyw wzrostu gospodarczego. Ponadto trzeba pamiętać, że banki centralne na świecie raczej kończą cykle podwyżek. Na pewno mamy w pamięci rok 2004, kiedy szoki podażyowe i szybko rosnąca inflacja skłoniła nas do podwyżek stóp procentowych, choć nie wiadomo do końca, czy było to konieczne, ale wtedy sprawa wyglądała poważnie.

Jesteśmy przed projekcją i jeżeli ona nie pokaże dramatycznego wzrostu inflacji, to nie sądzę, by w tym roku doszło do podwyżek stóp procentowych. Patrząc w przyszłość bardziej prawdopodobny jest ruch ze strony RPP w tych miesiącach, kiedy mamy nowe projekcje.

Dariusz Filar, członek RPP

PAP, 28 września

Ostatnie dane BAEL uwiarygodniają obawy o zagrożenia płynące ze strony rynku pracy, bowiem obejmują całą gospodarkę, a nie tylko przemysł, który szybciej adoptuje technologie zwiększające wydajność pracy. Należy pamiętać, że w usługach wydajność rośnie dużo wolniej, a usługi tworzą największą wartość dodaną w gospodarce. Obserwując zatem obraz całej gospodarki i porównując go z projekcją widać, że jednostkowe koszty pracy rosną szybciej niż wynikało to z projekcji lipcowej, co może przełożyć się na wzrost inflacji w przyszłości. Po stronie ryzyk działających na wzrost inflacji jest rosnące tempo wzrostu zatrudnienia, przy spadającej podaży pracy wynikającej z migracji ludności. Dodatkowo nie wiemy czy płace będą rosły w tempie 4-5 proc. czy nie wyższym. W przypadku cen ropy, jeżeli ceny surowca nie będą dalej spadać, to prawdopodobnie będzie działać to neutralnie na inflację. Natomiast znacznie spowolnienie gospodarki światowej jest na razie sytuacją hipotetyczną.

Andrzej Sławiński, członek RPP

PAP, 18 września

Rosnący popyt krajowy będzie w części 'wylewał się' za granicę w postaci zwiększającego się importu, co będzie łagodziło potencjalną presję inflacyjną. Dzięki dobrej sytuacji w obrotach bieżących, możemy traktować rosnący import jako swoisty wentyl bezpieczeństwa. Ujemne saldo obrotów handlowych jest małe w relacji do PKB. Jego ewentualny wzrost nie powinien wywołać istotnego pogorszenia się ogólnego salda obrotów bieżących ze względu na duży napływ transferów z Unii Europejskiej.

Shock cenowy na rynku żywności stawia RPP w mniej komfortowej sytuacji niż ta, z którą mieliśmy do czynienia przez szereg ostatnich miesięcy. (...) Sytuacja nie jest łatwa, ponieważ towarzyszy mu wzrost popytu krajowego, co tworzy konieczność uważnej analizy sytuacji na rynku pracy, a w tym kształtowania się jednostkowych kosztów pracy.

Komentarz

Nie ma wątpliwości, że okres zbieżności poglądów w Radzie Polityki Pieniężnej się skończył. Członkowie Rady spierają się nawet o to, czy inflacja w 2007 roku będzie powyżej celu, czy też tylko **nieco** powyżej. Po pierwsze, biorąc pod uwagę efekt suszy, jest oczywiste, że średnia inflacja w 2007 będzie wyższa niż wcześniej prognozowano. Po drugie, jeśli tylko ten czynnik podwyższy inflację, to „nieco” nie ma żadnego znaczenia, bo podwyżki nie są konieczne. Po trzecie, najwyraźniej rozbieżności co do oceny inflacji w roku 2008 są znacznie większe, skoro Rada słowem o nich nie wspomiała.

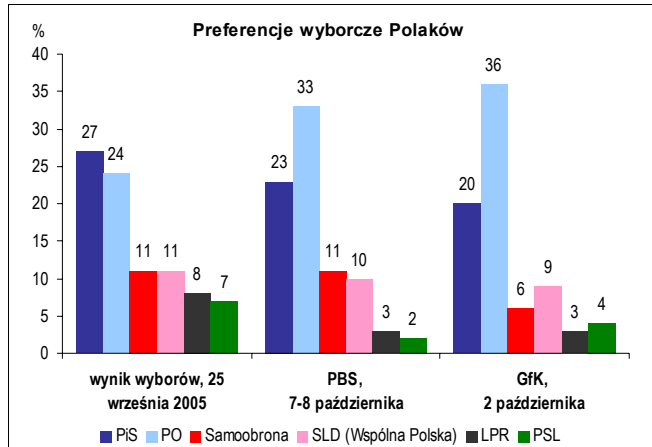
Według członka Rady Jana Czekaja nie ma zagrożenia trwałym wzrostem inflacji ponad cel na poziomie 2,5%, mimo że nowa inflacja projekcji, która zostanie opublikowana w październiku, pokaże wzrost ścieżki inflacji. Spodziewa się on, że inflacja na koniec tego roku wyniesie ok. 2% r/r, ale w II połowie 2007 r. inflacja może spowolnić, chociażby w wyniku efektu wysokiej bazy w przypadku cen żywności (zakładając, że po wysokich cenach w efekcie suszy w tym roku w przyszłym roku ceny będą kształtować się na „standardowym” poziomie). Czekaj powiedział, że podwyżki stóp w tym roku mogłyby nastąpić tylko wtedy, gdyby projekcja inflacji pokazała gwałtowny wzrost inflacji. Co ciekawe, podobnie jak Dariusz Filar w niedawnym wywiadzie dla PAP, Czekaj stwierdził, że najlepszym momentem na podejmowanie decyzji zmianie stóp są miesiące, w których publikowane są projekcje inflacji (styczeń, kwiecień, lipiec, październik). Sugeruje to, że jeśli Rada nie podniesie stóp w październiku, to następnym prawdopodobnym terminem ewentualnej zmiany byłby styczeń 2007 r. Jak już wcześniej pisaliśmy, istnieje pewne prawdopodobieństwo, że RPP dokona wyprzedzającej podwyżki w styczniu (szczególnie gdyby nowego prezesowi NBP zależało na zbudowaniu swojej wiarygodności jako strażnika stabilności cen), ale nasz bazowy scenariusz nadal zakłada brak podwyżek stóp w przyszłym roku. Nadal dość wysokie prawdopodobieństwo takiego scenariusza wiąże się z kilkoma czynnikami, a kilka z nich zostało wymienionych przez Czekaja. Choć powiedział on, że podwyżki stóp są bardziej prawdopodobne niż obniżki, podkreślił, że decyzje o stopach będą zależały od perspektyw wzrostu gospodarczego.

Etatowy „jastrząb” z RPP Dariusz Filar powiedział, że już w październiku powinno dojść do podwyżki stóp procentowych o 25 pkt bazowych, a kolejne w tej samej skali mogłyby nastąpić przy okazji publikacji następnych projekcji inflacji. Co ciekawe, było to jeszcze przed publikacją danych BAEL za drugi kwartał, które (jak pokazują komentarze przedstawione obok) zapewne utwierdziły go w tym przekonaniu. Jego zdaniem w ciągu kilku kwartałów stopa referencyjna powinna wzrosnąć do ok. 5%, choć skala podwyżek mogłaby być niższa, gdyby doszło do spowolnienia wzrostu gospodarczego.

Nie wydaje się jednak, aby pogląd Filara był podzielany przez większość Rady, co obrazują kontrastujące z jego komentarzami wypowiedzi innych jej członków. Wydaje się, że znaczna różnica w poglądach dotyczy ryzyka wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy. Według Filara to zagrożenie jest dużo większe niż w 2004 r. (gdy Rada podniosła stopy reagując na przejściowy wzrost inflacji z powodu podwyżek podatków i licznych dostosowań cen po wejściu do UE), a Rada powinna podjąć działania wyprzedzające w celu przeciwdziałania przyszłemu wzmocnieniu presji inflacyjnej.

W wywiadach dla PAP i Reuters członek RPP Andrzej Sławiński podkreślił, że wzrost inflacji na skutek suszy powinien być przejściowym zjawiskiem i nie powinny mu towarzyszyć efekty drugiej rundy, ponieważ relacja pomiędzy wzrostem płac a wydajnością pracy nadal kształtuje się korzystnie z punktu widzenia perspektyw inflacji. Sławiński stwierdził jednocześnie, że bank centralny czuje się mniej komfortowo i powinien być czujny wobec zagrożenia inflacyjnego, koncentrując się na stabilizacji inflacji w pobliżu 2,5%. Dane BAEL powodują zapewne zdwojoną czujność. O ile jednak czynniki popytowe będą powodowały wzrost inflacji (i inflacji bazowej) w najbliższych kwartałach, to pamiętajmy, że rośnie ona z bardzo niskiego poziomu i cel w średnim terminie nie wydaje się zagrożony nawet jeśli zostanie tymczasowo przekroczony na początku roku. Ponadto, ważnym elementem wypowiedzi Sławińskiego jest możliwość wzrostu importu (a nie inflacji), co znalazło też wyraz w *Założeniach...* na 2007 rok.

Pod lupą: Rząd i polityka



Komu zależy na koalicji?

- Wyniki najnowszych sondaży opinii publicznej pokazują, że partie, które zaangażowane są w prowadzenie rozmów o utworzeniu nowej koalicji (PiS, LPR, PSL, a także Samoobrona) odnotowują spadki popularności.
- Taka tendencja powinna je skłaniać do większych wzajemnych ustępstw i zawarcia koalicji, bo w przypadku przedterminowych wyborów w nieodległym terminie groziłaby im utrata władzy.
- Z wyników sondaży wynika też wniosek, że możliwy nowy układ sceny politycznej po ewentualnych ponownych wyborach nie byłby z punktu widzenia uczestników rynku mniej korzystny niż obecna sytuacja, w której PiS zmuszone jest współzgodzić z populistycznymi ugrupowaniami. Wyjaśnia to dlaczego rynek dość spokojnie zareagował na ostatnie zawirowania polityczne.

Podstawowe parametry budżetu

	2005	2006	2007	2005	2006	2007
	mld zł			% PKB		
Dochody budżetu państwa	179,8	196,5	226,8	18,3	19,0	20,6
Wydatki budżetu państwa	208,1	225,8	256,8	21,2	21,8	23,4
Wynik budżetu państwa	28,4	29,3	30,0	2,9	2,8	2,7
Dochody sektora finansów publ.	384,5	416,6	458,6	39,2	40,2	41,7
Wydatki sektora finansów publ.	410,0	445,2	485,4	41,8	43,0	44,1
Wynik sektora finansów publ.	25,5	28,7	26,9	2,6	2,8	2,4

Uwaga: Bez korekt o wpływ włączenia środków unijnych.

Budżet na 2007 r. trafił do parlamentu

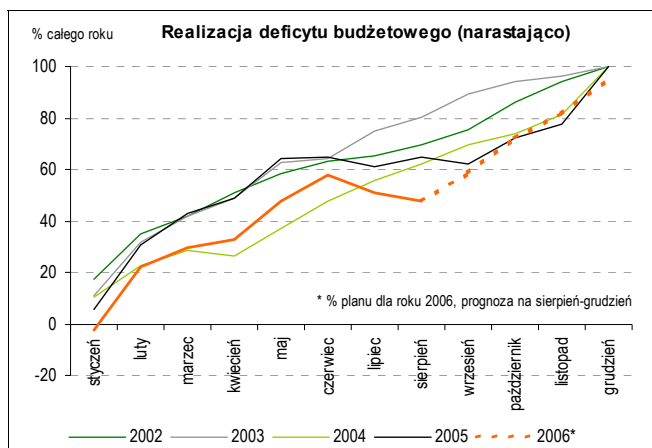
- Na posiedzeniu 27 września rząd przyjął ostatecznie projekt budżetu na 2007 r. i przesłał go do parlamentu. Nie zawiera on większych zmian w porównaniu z wersjami wcześniej prezentowanymi przez Ministerstwo Finansów.
- Nowością jest włączenie przez rząd do budżetu dochodów i wydatków związanych ze środkami napływającymi z budżetu UE. Szczegółowe rozwiązania w tym zakresie powodują, że nieco utrudniona jest ocena faktycznego poziomu deficytu.
- Ze względu na niepewność polityczną, nie do końca wiadomo, kto będzie debatował nad projektem ustawy budżetowej. Biorąc pod uwagę, że posłowie zazwyczaj psują projekt przygotowany przez rząd (nie mogą zwiększyć deficytu, ale mogą zwiększyć wydatki, zawiązując przewidywane dochody), najlepiej byłoby gdyby nic w nim nie zmieniali.

Prognozy długu publicznego w latach 2006-09 (mld zł)

	2005	2006	2007	2008	2009
Dług Skarbu Państwa	440,2	483,0	532,1	575,5	621,3
w relacji do PKB	44,9	46,6	48,4	48,9	49,1
Państwowy dług publiczny	467,7	510,2	556,5	599,3	654,0
w relacji do PKB	47,7	49,2	50,6	50,9	51,0
Dług sektora general government (OFE w sektorze)	411,4	439,0	474,4	501,9	529,9
w relacji do PKB	41,9	42,4	43,1	42,7	41,9
Dług sektora general government (OFE poza sektorem)	463,9	510,4	562,4	607,4	653,5
w relacji do PKB	47,3	49,3	51,1	51,6	51,7

Nowa stara strategia zarządzania długiem

- Razem z przysiorocznym budżetem, rząd przyjął we wrześniu *Strategię zarządzania długiem publicznym sektora finansów publicznych w latach 2007-2009*.
- W horyzoncie objętym obecną *Strategią* przewidywane jest stopniowe zahamowanie tempa wzrostu długu publicznego. (tabela obok). Przy przyjętych założeniach państwowy dług publiczny rośnie z 49,2% PKB w 2006 r. do 51% PKB w 2009 r.
- Prognozowane przekroczenie w 2007 r. progu 50% relacji państwowego długu publicznego do PKB będzie skutkowało koniecznością uchwalenia ustawy budżetowej na 2009 r., w której relacja deficytu do dochodów budżetu państwa nie będzie mogła być wyższa niż analogiczna relacja w 2008 r.
- Głównym źródłem finansowania potrzeb pożyczkowych ma pozostać rynek krajowy.



Realizacja tegorocznego budżetu nadal idzie gładko

- Po sierpniu deficyt budżetu centralnego osiągnął tylko 14,5 mld zł, a więc zaledwie 47,5% całorocznego planu. W samym sierpniu, drugi miesiąc z rzędu zanotowana została nadwyżka (1,1 mld zł) dochodów nad wydatkami. Podobnie jak w poprzednim miesiącu wynika to nie tylko ze stosunkowo wysokich dochodów (efekt silnego wzrostu PKB), ale również z opóźnienia w realizacji niektórych wydatków.
- Skumulowanie wydatków w ostatnich miesiącach roku może doprowadzić do znacznego pogorszenia wyniku budżetu. Na tym etapie jest jednak niemal pewne, że rzeczywisty deficyt budżetu w tym roku będzie mniejszy niż planowane 30,5 mld zł. Potrzeby pożyczkowe nie będą jednak niższe niż planowano ze względu na niskie wpływy z prywatyzacji. Zamiast zakładanych pierwotnie ponad 5 mld zł mają one wynieść zaledwie 1 mld zł.

Źródło: Ministerstwo Finansów, ośrodki badania opinii publicznej

Pod lupą: Rząd i polityka

Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

Jarosław Kaczyński, premier RP; Nasz Dziennik, PAP, 6 października

To stosunkowo mało znana osoba, choć oczywiście nie w środowiskach ekonomicznych. Może nie prowadziła ona z Leszkiem Balcerowiczem sporów wprost, ale w wielu momentach mówiła, co będzie się działo w polskiej ekonomii. I w przeciwieństwie do obecnego prezesa NBP, który się praktycznie zawsze mylił, ta osoba miała rację.

Zyta Gilowska, wicepremier RP, minister finansów; Radio PiN, 4 października

Mniej więcej od maja 2003 roku do końca 2006 roku, państwowy dług publiczny wzrosł o ponad 90 mld złotych. Można powiedzieć, że wzrósł, bo to wszystko się już stało, czyli trzykrotność kotwicy budżetowej. To pokazuje, iż brak stabilizacji politycznej uniemożliwia z politycznego punktu widzenia sensowny i niepozabawiony głębszej refleksji namysł nad wstępem i kierunkiem zmian. Jeśli byśmy w tej kampanii wyborczej przebywali jeszcze następne trzy lata, to wtedy będziemy praktycznie zmuszeni zderzyć się z limitem konstytucyjnym. Dlatego, że państwowy dług publiczny w Polsce nie może przekroczyć więcej niż 60 % PKB, to jest zapisane w konstytucji. Jednak dla nas problemem nie jest to, że my się zadłużamy, tylko to, że jeżeli wpadniemy na limit konstytucyjny, to już doprawdy będzie nam niesłychanie trudno.

Jako minister finansów z całą odpowiedzialnością stwierdzam, że nie planujemy wzrostu w żadnym podatku, i w żadnej dziedzinie. Nie ma wzrostu podatków. Ja liczę jeszcze na zmniejszenie ciężarów fiskalnych poprzez odmrożenie progów w podatku dochodowym od osób fizycznych, i poprzez zlikwidowanie obowiązku opodatkowania w ramach najbliższej rodziny w podatku od spadków i darowizn. To jest to minimum. Liczę także na możliwość zryczałtowanego opłacania VAT-u, na możliwość jednorazowej amortyzacji dla osób prowadzących działalność gospodarczą.

Marek Kuchciński, szef klubu PiS PAP, 9 października

Naszym celem jest koalicja większościowa dla rządu Jarosława Kaczyńskiego. W tej koalicji znajdzie się ten, kto będzie chciał popierać program. Trudno powiedzieć, żeby koalicjanci PO w sejmikach byli jednocześnie z nami w rządzie. (...) To [porozumienie PO-PSL] komplikuje nam mocno sytuację w rozmowach z PSL w sprawie wejścia do rządu.

Piotr Soroczyński, wiceminister finansów PAP, Reuters, 5 października

Za wzrost inflacji w okresie listopad 2006 - marzec 2007 będą odpowiadać głównie czynniki bazowe [efekt niskiej bazy statystycznej]. Poziom celu NBP osiągniemy prawdopodobnie w okolicach III-IV, natomiast potem inflacja zacznie się obniżać, także z powodu efektu bazy wynikającego z cen żywności. (...) Jeżeli nic niespodziewanego się nie wydarzy, to na koniec przyszłego roku inflacja będzie poniżej 2%, może 1,8-1,9%, ale nie będę się już tutaj spierał.

Jeżeli miałyby się pojawić wpływy z prywatyzacji, to w IV kwartale jest możliwość zmniejszenia emisji długu, niższe wpływy z prywatyzacji nie są dla nas problemem, jesteśmy na to gotowi.

Reuters, 2 października

Spodziewamy się, że inflacja na koniec roku wzrośnie do 2,1-2,2%, a w marcu może osiągnąć 2,5%. Naszym zdaniem RPP ma jednak czas do końca pierwszego kwartału przyszłego roku na analizę sytuacji i obserwację skutków interwencji na rynku zbóż i nie musi się spieszyć z podnoszeniem stóp. Wzrost inflacji spowodowany był w głównej mierze przez wzrost cen żywności, będący efektem suszy, do wzrostu inflacji przyczyniły się także wzrost cen mieszkań i nośników energii. We wrześniu nie spadały także ceny w grupie odzież i obuwie, z drugiej strony zanotowaliśmy także spadek cen transportu wynikający z niższych cen ropy naftowej.

Szacujemy, że w trzecim i czwartym kwartale wzrost gospodarczy wyniesie około 5%, a w całym roku 5,2%, spowolnienie w trzecim i czwartym kwartale jest przede wszystkim spowodowane efektami statystycznymi.

Komentarz

Z przedstawionej obok wypowiedzi premiera, a także z jego wcześniejszych wypowiedzi można wnioskować, że możliwym kandydatem na prezesa NBP jest profesor Urszula Grzełowska. Z jej pierwszych komentarzy na ten temat wynika, że nie opowiada się ona za zasadniczą zmianą linii polityki pieniężnej. Sprzeciwiła się ona mianowicie pobudzaniu przez bank centralny wzrostu gospodarczego kosztem dbałości o stabilność cen. Jednocześnie odmówiła komentarza na temat bieżących decyzji w polityce pieniężnej, a więc jej dokładne poglądy poznamy dopiero za pewien czas.

Stało się. Wbrew powiedzeniu, że dwa razy nie wchodzi się to tej samej rzeki, Zyta Gilowska powróciła do rządu. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, realizacja takiego scenariusza nie miała praktycznie żadnego wpływu na rynek. Od pierwszych dni swojego wznowionego urzędowania wicepremier ostrzega polityków przed nieodpowiedzialnością w zakresie polityki fiskalnej. Niestety wbrew wcześniejszym propozycjom Gilowskiej, sytuacja polityczna uniemożliwiła przeprowadzenie poważnych zmian w finansach publicznych począwszy od 2007 r. Choć wicepremier i minister finansów zarzeka się, że nie dojdzie do wzrostu obciążeń podatkowych w przyszłym roku, to pod znakiem zapytania stoją nawet skromne zmiany na korzyść podatników, takie jak odmrożenie progów podatkowych czy likwidacja podatku od spadku i darowizn w przypadku najbliższych członków rodziny.

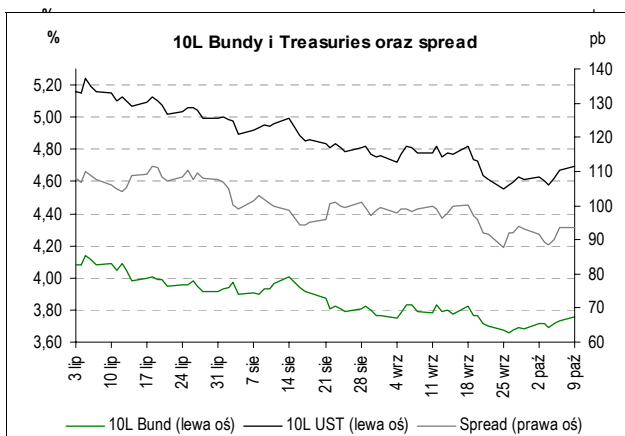
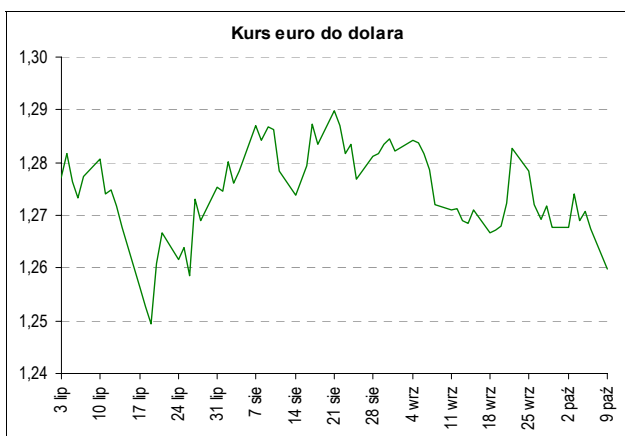
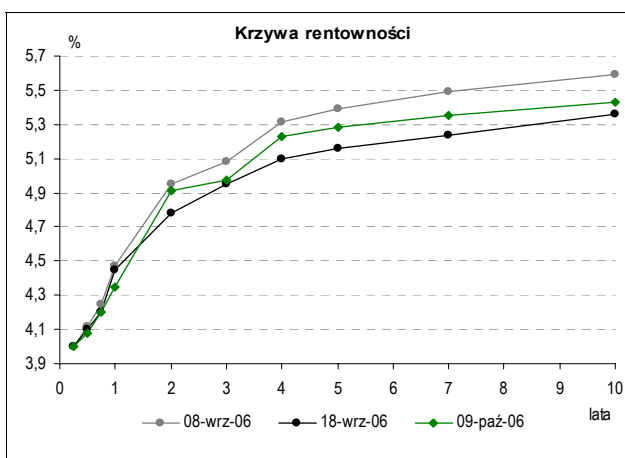
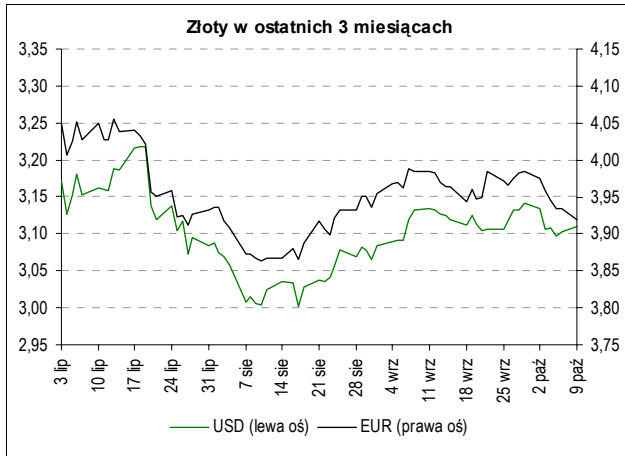
Nie spodziewamy się, aby powrót Zyty Gilowskiej znacząco wpłynął na wzrost woli politycznej do podejmowania trudnych decyzji w zakresie polityki fiskalnej. Podobnie jak wcześniej inni ministrowie finansów będzie się ona musiała bardzo starać, aby przekonać parlamentarzystów do przeprowadzenia jakichkolwiek niepopularnych zmian. Ze względu na to, że politycy są zajęci wyborami samorządowymi oraz tworzeniem nowej koalicji rządowej, nie należy się raczej w najbliższym czasie spodziewać istotnych propozycji legislacyjnych dotyczących zmian w finansach publicznych.

Rozmowy w sprawie utworzenia nowej koalicji nie przebiegają łatwo. Nie sprzyja temu postawa potencjalnego partnera koalicyjnego, czyli PSL, które podało informację, że w wyborach samorządowych zamierza blokować listy (zawierać trwałe koalicje) z PO. Nie budzi zdziwienia fakt, że wywołało to negatywne reakcje ze strony PiS i postawiło pod znakiem zapytania dalsze negocjacje tych partii o utworzeniu koalicji na szczeblu rządowym. W sumie, w dalszym ciągu możliwe są wszelkie opcje rozwoju sytuacji na scenie politycznej.

Ministerstwo Finansów podało w komunikacie z 2 października br., że ceny konsumpcyjne we wrześniu wzrosły o 0,3-0,4% m/m, co oznacza, iż roczna inflacja w tym miesiącu może wynieść 1,7-1,8% r/r. Wiceminister Soroczyński stwierdził, że kolejny wzrost inflacji to głównie rezultat wzrostu cen żywności, a także wyższych kosztów utrzymania mieszkania i nośników energii. Nie zrównoważył tego obserwowany we wrześniu spadek cen paliw. Z wypowiedzi wiceministra Soroczyńskiego wynika, że resort finansów spodziewa się dalszego wzrostu inflacji w kolejnych miesiącach tego roku i na początku 2007 roku. Zaznaczył on jednak, że za przyspieszenie wzrostu cen odpowiadają głównie czynniki natury statystycznej oraz przejściowe szoki podażowe. Co więcej, zwrócił uwagę, że działanie tych czynników zacznie wygasać i być może odwracać się w dalszej części 2007 roku, co powinno spowodować spadek inflacji po przejściowym wzroście w pierwszej części przyszłego roku.

Nasze przewidywania inflacyjne są zbliżone do zaprezentowanych przez wiceministra finansów i dlatego podobnie jak on uważamy, że Rada Polityki Pieniężnej nie musi się spieszyć z podwyższaniem stóp procentowych. Dopóki nie ma poważnego zagrożenia wystąpieniem efektów drugiej rundy i nasileniem fundamentalnej presji inflacyjnej (nie związanej z działaniem bazy statystycznej lub czynników egzogenicznych takich jak ceny żywności czy ceny paliw), to Rada może obserwować rozwój sytuacji i utrzymywać obecny, względnie wysoki (nawet biorąc pod uwagę wzrost inflacji) poziom stóp procentowych. Zgodne z oczekiwaniami ministerstwa są również nasze prognozy wzrostu gospodarczego na II połowę br. Co do wpływów z prywatyzacji, nie liczylibyśmy na przyspieszenie w tym względzie pod koniec roku, a więc plan emisji długu nie ulegnie wg nas zmianie.

Monitor rynku



Złoty umacnia się po politycznych zawirowaniach w regionie

- Od początku września przez spory okres kurs złotego utrzymywał się blisko poziomu 4,0, jednak nie zdołał przełamać tego istotnego poziomu i w rezultacie złoty umocnił się do niemal 3,9. Polska waluta zyskała na wartości pomimo niestabilnej sytuacji na Węgrzech oraz zawirowań na polskiej scenie politycznej, które tylko chwilowo pogorszyły nastawienie do regionu.
- Inwestorzy zagraniczni powoli zaczęli ignorować sytuację polityczną w Polsce, przyjmując możliwe scenariusze za nie gorsze od poprzedniej sytuacji. Mocnym wsparciem dla kursu EURPLN będzie pasmo 3,88-3,90, które znajduje się na linii rocznego trendu wzrostowego. Sądzymy, że złoty raczej utrzyma się powyżej 3,90 wobec euro, czemu może sprzyjać osłabienie na rynku obligacji. Jeśli jednak EURPLN pokona powyższy przedział 3,90, a sytuacja w regionie się ustabilizuje, to złoty może dalej się umacniać.

Mocne obligacje mimo coraz wyższych danych makro

- W ostatnim miesiącu ceny polskich obligacji sporo wzrosły, a krzywa rentowności wypląszczyła się. Działo się tak pomimo wyższej od oczekiwań inflacji i danych z rynku pracy, a to za sprawą umocnienia na rynkach bazowych. Chwilowa korekta nastąpiła w wyniku sytuacji na Węgrzech i na polskiej scenie politycznej, oraz po przecenie obligacji w USA. Na początku października rynek polskiego długu umacniał się pomimo dalszego osłabienia Treasuries.
- Jak napisaliśmy powyżej, jeśli utrzyma się wysoka dynamika wzrostu płac i zatrudnienia, a jednostkowe koszty pracy będą rosły to członkowie RPP mogą pokusić się o podwyżkę na początku 2007 r. budując wiarygodność nowemu prezesowi NBP. Naszym zdaniem, ceny obligacji są wysokie, a ryzykiem jest osłabienie na rynkach bazowych oraz negatywny rozwój sytuacji w regionie.

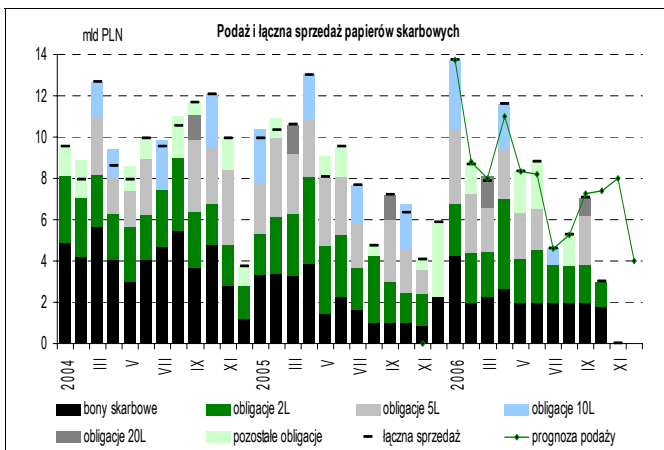
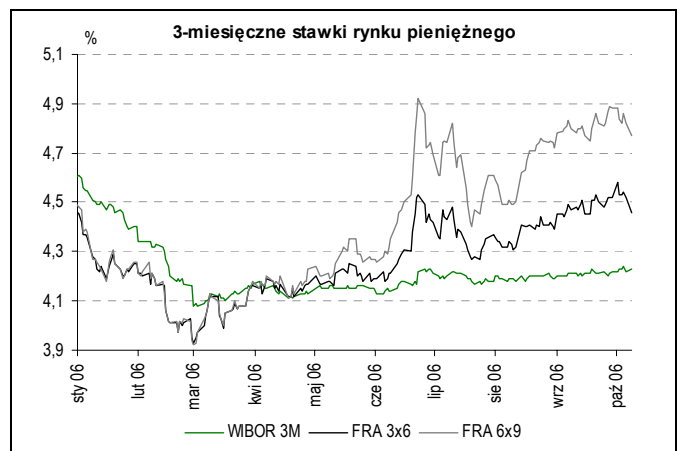
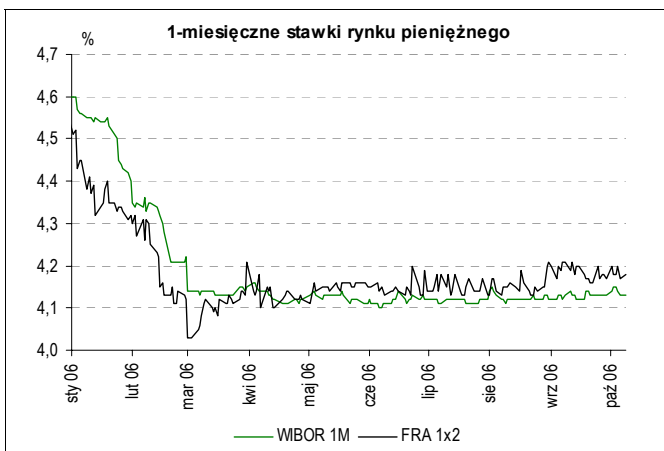
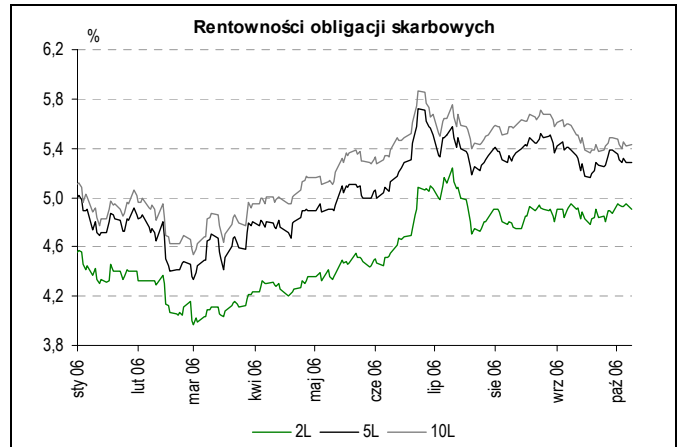
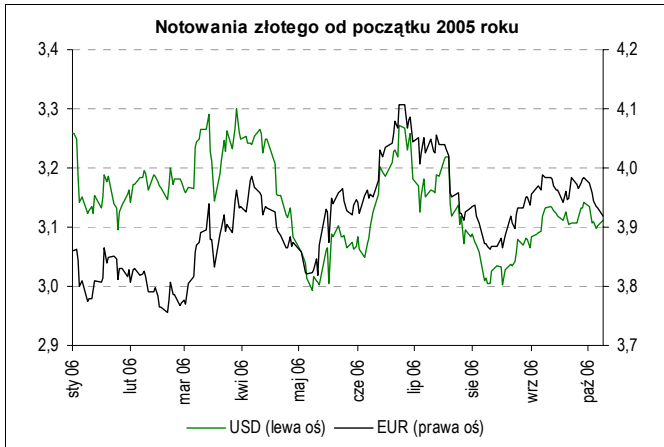
EURUSD dosyć stabilny, dolar stopniowo się umacnia

- Od dłuższego czasu kurs EURUSD oscylował w dosyć wąskim przedziale, a od ponad miesiąca dolar powoli odrabiał straty wobec wspólnej waluty, m.in. po wysokich jednostkowych kosztach pracy w II kw., dobrych danych o sprzedaży detalicznej, produkcji i inflacji w USA. Do znacznego osłabienia doszło po publikacji słabego indeksu Philadelphia Fed, kiedy rynek zaczął wyceniać obniżki stóp. Po kolejnej porcji danych z USA, słabym Ifo, spadających cenach ropy naftowej i danych z rynku pracy dolar ponownie zaczął zyskiwać do 1,26 wobec euro.
- Mimo ostatnich umocnień dolara nadal sądzimy, że postępujące spowolnienie gospodarcze w USA przy spadającej inflacji doprowadzi do obniżek stóp przez Fed, co przy wysokim deficycie handlowym może negatywnie oddziaływać na dolara. Sądzymy, że kurs EURUSD osiągnie 1,3 do końca tego roku.

Zdecydowane umocnienie w USA, spadek spreadu

- Od publikacji wrześniowego raportu umocnienie na rynkach bazowych było kontynuowane m.in. dzięki pozytywnej reakcji na dane inflacyjne w USA oraz słabszym od oczekiwań indeksie Philadelphia. Ponadto spadające ceny ropy i innych surowców zmniejszyły obawy o znaczące spowolnienie gospodarcze w USA oraz zmniejszyły ryzyko dla inflacji. Bundy wspierał słaby komponent oczekiwań indeksu Ifo. W ostatnich dniach nastąpiła lekka korekta m.in. po danych z amerykańskiego rynku pracy.
- Protokół z posiedzenia FOMC rzuci więcej światła na możliwe ruchy Fed. Sądzymy, że stopy w USA pozostaną bez zmian do końca roku i spadną do 4,75 w drugim kw. 2007 r. Kolejne komunikaty EBC mogą wskazać ruchy w polityce pieniężnej w strefie euro na przyszły rok. Po kolejnej podwyżce pod koniec roku, spodziewamy się kolejnej w I kw. 2007.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

OFERTA / SPRZEDAŻ		
Data przetargu	52-tyg.	Suma
07.08.2006	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
21.08.2006	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
razem sierpień	2 000 / 2 000	2 000 / 2 000
04.09.2006	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
18.09.2006	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
razem wrzesień	2 000 / 2 200	2 000 / 2 000
09.10.2006	800 / 800	800 / 800
23.10.2006	700 - 900	700 - 900
razem październik*	1 500 - 1 700	1 500 - 1 700

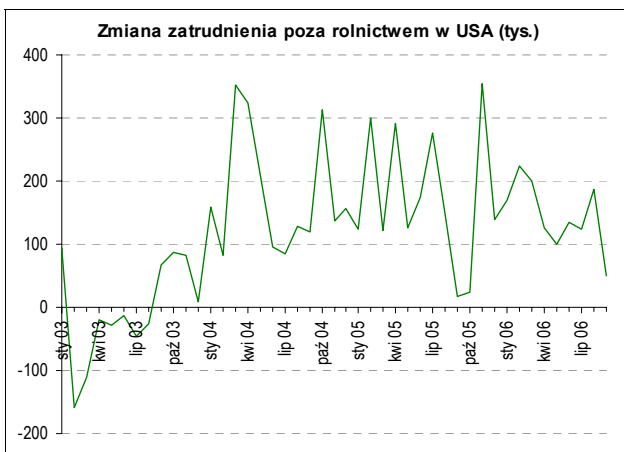
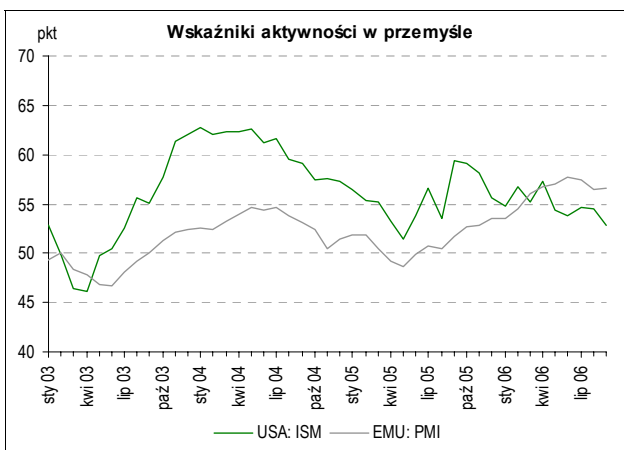
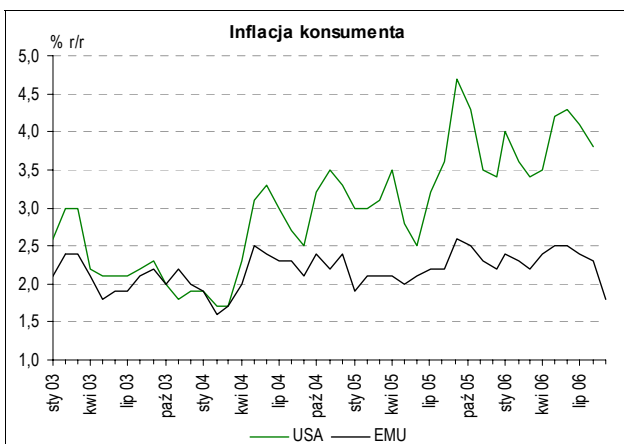
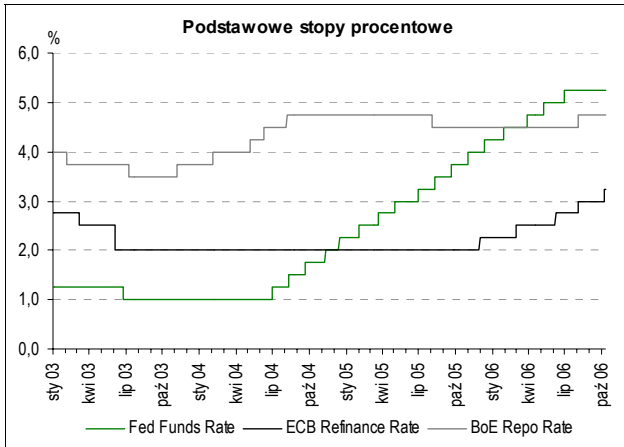
* na podstawie informacji Ministerstwa Finansów

Przetargi obligacji skarbowych w 2006 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg				III przetarg			
	data	obligacje	Oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż
styczeń	04.01	OK0408	2 500	2 500	11.01*	DS1015	3 360	3 360	18.01*	DS1110	3 600	3 600
luty	01.02*	OK0408	2 400	2 300	08.02	WZ0911 IZ0816	1 000 500	1 000 493	15.02*	DS1110	2 880	2 880
marzec	01.03*	OK0408	2 160	2 160	08.03	WS0922	1 500	1 500	15.03*	PS0511	2 160	1 880
kwiecień	05.04*	OK0408	4 320	4 320	12.04*	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	2 520	2 520	14.06*	WZ0911 IZ0816	1 800 500	1 800 500	21.06	PS0511	2 000	2 000
lipiec	05.07	OK0808	1 800	1 800	12.07	DS1015	800	800	-	-	-	-
sierpień	02.08	OK0808	1 800	1 800	09.08	WZ0911	1 500	1 500	-	-	-	-
wrzesień	06.09	OK1208	1 800	1 800	13.09*	WS0922	840	840	20.09	PS0511	2 400	2 400
październik	04.10	OK1208	1 200	1 200	11.10	DS1017	2 000	-	18.10	PS0511	1 500-2 500	-
listopad	02.11	OK1208	-	-	08.11	7L WIBOR 12L CPI	-	-	15.11	5L	-	-
grudzień	06.12	OK1208	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

* razem z przetargiem uzupełniającym

Przegląd międzynarodowy



Źródło: Reuters, EBC, Federal Reserve

Koniec podwyżek w USA, przeciwnie w strefie euro

Amerykański bank centralny po raz drugi pozostawił stopy procentowe bez zmian (5,25%) i w dalszym ciągu będzie analizować napływające informacje o stanie gospodarki i sile presji inflacyjnej. Zacieśnienie polityki pieniężnej zostało zatrzymane z powodu oznak osłabienia gospodarki (np. rynek nieruchomości). Niemniej, Fed uważa bieżący poziom inflacji bazowej za nadmierny i wskazuje na utrzymywanie się ryzyk inflacyjnych.

W październiku Europejski Bank Centralny podwyższył główną stopę procentową w strefie euro o 25 bp do poziomu 3,25% ale nie dał większych wskazówek odnośnie ruchów po grudniu, kiedy to rynek oczekuje kolejnej podwyżki stóp. Jean Claude Trichet powiedział, że bank będzie uważnie monitorował inflację, a polityka monetarna w EU-12 pozostaje akomodacyjna.

Spadek inflacji w Stanach Zjednoczonych jak i EU-12

Inflacja bazowa w USA wyniosła w sierpniu zgodnie z oczekiwaniami 0,2% m/m i 2,8% r/r, co wraz z wynikiem z listopada 2001 r. jest największą wartością r/r od lutego 1996 r. Ogólny CPI w sierpniu także wzrósł o 0,2% (3,8% r/r), ponieważ wzrost ceny energii zwolnił do 0,3%. Według amerykańskiego Departamentu Pracy niższe ceny benzyny powinny odjąć 0,5 pp z wrześniowego CPI. PPI wyniósł 0,1% m/m, a bazowy PPI spadł o 0,4% m/m.

Inflacja HICP w strefie euro wyniosła w sierpniu 0,1% m/m i 2,3% r/r w wobec 2,4% r/r w lipcu, podał w piątek Eurostat. Dane były zgodne z przewidywaniami rynkowymi. Według wstępnych danych, inflacja HICP w strefie euro wyniosła 1,8% we wrześniu, nieco poniżej 1,9% przewidywanych przez rynek.

Niższy PKB w USA, ISM potwierdza spowolnienie

Indeks ISM w USA dla sektora przetwórczego spadł we wrześniu do poziomu 52,9 z 54,5. Indeks cen płaconych spadł do poziomu 61 z 73, podczas gdy indeks zatrudnienia obniżył się do 49,4 z 54. Wskaźnik ISM dla sektora usług w spadł do 52 (najniższa wartość od kwietnia 2003) z 57 w sierpniu. Wskaźnik zatrudnienia wzrósł do 53,6 z 51,4, indeks cen zapłaconych spadł do 56,7 z 72,4 w sierpniu i była to najniższa wartość od sierpnia 2003.

Wskaźnik PMI za wrzesień pokazał, że sektor przetwórczy w strefie euro nadal rozwija się w szybkim tempie. PMI dla sektora przetwórczego pozostał na sierpniowym poziomie 56,6 zgodnie z przewidywaniami ekonomistów. Indeks PMI dla sektora usług w strefie euro wyniósł we wrześniu 56,7 i był nieco poniżej 6-letniego szczytu osiągniętego w lipcu (zrewidowanych w górę 57,4). Indeks cen wejściowych spadł do najniższego poziomu od 15-miesiący 57,9 z 59,9.

Amerykański PKB za II kw. wzrósł o 2,6%, po rewizji w dół z 2,9% w porównaniu do 5,6% w pierwszym kwartale. Finalny deflator PKB za II kw. pozostał bez zmian na poziomie 3,3%, wskaźnik cen PCE został zrewidowany z 4,1% do 4,0% (3,3% r/r) podobnie jak statystyka bazowa z 2,8% do 2,7% (2,2% r/r), najostrzejszy wzrost r/r od I kw. 2001.

Dalszy spadek stopy bezrobocia w Stanach Zjednoczonych

Według wrześniowych danych o zatrudnieniu poza rolnictwem w amerykańskiej gospodarce we wrześniu liczba nowych miejsc pracy wyniosła 51 tys., natomiast dane za sierpień i lipiec zostały zrewidowane w górę ze 128 tys. do 188 tys., oraz ze 121 tys. do 123 tys. Analitycy oczekiwali 125 tys. we wrześniu. Stopa bezrobocia nieoczekiwanie spadła do 4,6% z 4,7%, natomiast rynek nie oczekiwał zmian.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
9 <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i>	10 USA: Zapasy hurtowe (VIII)	11 <i>POL: Aukcja obligacji 10-letnich</i> EMU: Zrewidowany PKB (II kw.) USA: Protokół FOMC	12 USA: Bilans handlowy (VIII)	13 <i>POL: CPI (IX)</i> <i>POL: Bilans płatniczy (VIII)</i> <i>POL: Podaż pieniądza (IX)</i> JP: Spotkanie Banku Japonii – decyzja - raport USA: Ceny w handlu zagranicznym (IX) USA: Sprzedaż detaliczna (IX) USA: Wstępny Michigan (X)
16 <i>POL: Place brutto i zatrudnienie (IX)</i>	17 GER: Indeks ZEW (X) EMU: Produkcja przemysłu (VIII) EMU: Finalny HICP (IX) USA: Napływ kapitału netto (VIII) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnej (IX) USA: Produkcja przemysłu (IX) USA: PPI(VIII)	18 <i>POL: Aukcja obligacji 5-letnich</i> <i>POL: Produkcja przemysłowa (IX)</i> <i>POL: Ceny produkcji (IX)</i> USA: Liczba rozpoczętych inwestycji budowlanych (IX) USA: CPI (IX)	19 USA: Philadelphia Fed index (X)	20
23 <i>POL: Wskaźniki koniunktury (X)</i> <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i>	24 <i>POL: Inflacja bazowa (IX)</i> <i>POL: Sprzedaż detaliczna (IX)</i> <i>POL: Bezrobocie (IX)</i> <i>POL: Spotkanie RPP</i> USA: Spotkanie Fed - decyzja	25 <i>POL: Spotkanie RPP – decyzja</i> GER: Ifo indeks (X) USA: Sprzedaż domów (IX)	26 <i>POL: Przetarg zamiany</i> USA: Zamówienia na dobra trwałe (IX) USA: Sprzedaż nowych domów (IX)	27 EMU: Podaż pieniądza M3(IX) USA: Finalny Michigan (X) USA: Bazowy PCE (III kw.) USA: Deflator PKB (III kw.) USA: Wstępny PKB (III kw.)
30 USA: Bazowy PCE (IX)	31 EMU: Wskaźnik nastrojów (X) EMU: Wstępny HICP (X) USA: Chicago PMI (X) USA: Zaufanie konsumentów (X)	1 listopada <i>POL: Wszystkich Świętych</i> USA: ISM w sektorze przetwórczym (X)	2 <i>POL: Aukcja 2-letnich obligacji</i> EMU: PMI w sektorze przetwórczym (X) EMU: Spotkanie ECB – decyzja USA: Zamówienia w przemyśle (IX) USA: Jednostkowe koszty pracy i produktywność pracy (III kw.)	3 EMU: Sprzedaż detaliczna (IX) USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (X) USA: Bezrobocie (X) USA: ISM w sektorze usług (X)
6 <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i> EMU: PMI w sektorze usług (X) EMU: PPI (IX)	7	8 <i>POL: Aukcja obligacji 7-letnich zmiennokuponowych i 12-letnich indeksowych CPI</i>	9 USA: Zapasy hurtowe (IX) USA: Bilans handlowy (IX) USA: Ceny w handlu zagranicznym (IX)	10

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	16	14	13	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	25	24	25	24	-	-
Place brutto, zatrudnienie	16	15	15	18	17	19	17	16	15	16	16	15
Bezrobocie	24	23	23	26	24	23	25	24	25	24	-	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31	-	-	30	-	-	-	2	-	-
Bilans płatniczy	13 ^c	13	14	12	17	14	13	11	12	13	14	-
Podaż pieniądza	13	14	14	14	12	14	14	14	14	13	14	-
Bilans NBP	6	7	7	7	5	7	7	7	7	6	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

		wrz 05	paź 05	lis 05	gru 05	sty 06	lut 06	mar 06	kwi 06	maj 06	cze 06	lip 06	sie 06	wrz 06	paź 06
Produkcja przemysłowa	% r/r	5,9	7,6	8,5	9,6	9,8	10,2	16,4	5,7	19,1	12,2	14,3	12,5	6,3	13,3
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	5,4	7,5	7,3	6,3	8,6	10,2	10,1	13,2	13,7	10,7	11,0	11,5	13,4	12,0
Stopa bezrobocia	%	17,6	17,3	17,3	17,6	18,0	18,0	17,8	17,2	16,5	16,0	15,7	15,5	15,3	15,0
Place brutto ^{b c}	% r/r	1,8	6,4	6,9	1,5	3,6	4,8	5,4	4,0	5,2	4,5	5,6	5,3	6,3	3,2
Zatrudnienie ^b	% r/r	2,2	2,1	2,5	2,6	2,6	2,4	2,7	2,8	3,0	3,1	3,3	3,5	3,5	3,6
Eksport (w euro) ^d	% r/r	13,8	20,6	16,8	22,5	21,7	19,2	28,2	10,6	32,2	16,4	17,9	23,6	17,4	12,5
Import (w euro) ^d	% r/r	12,1	16,4	20,1	18,6	23,7	22,0	23,9	10,7	30,4	16,2	27,0	22,1	17,2	15,3
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-141	9	-322	-425	6	-229	-130	-92	-483	-75	-761	-300	-150	-200
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-328	-357	-502	-530	-211	-839	-356	-570	-404	-215	-794	-50	-300	-300
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-1,7	-1,6	-1,8	-1,7	-1,6	-1,8	-1,9	-2,1	-1,9	-2,0	-2,2	-2,0	-2,0	-1,9
Deficyt budżetowy (narastająco)	mln PLN	-17,8	-20,6	-22,2	-28,6	0,7	-6,7	-9,0	-10,0	-14,6	-17,7	-15,6	-14,5	-18,0	-22,0
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu ^e	62,3	72,1	77,7	100,0	-2,3	21,9	29,4	32,8	47,8	57,8	51,1	47,5	58,9	72,0
Inflacja (CPI)	% r/r	1,8	1,6	1,0	0,7	0,6	0,7	0,4	0,7	0,9	0,8	1,1	1,6	1,7	1,6
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-0,5	-0,9	-0,4	0,2	0,3	0,7	0,9	1,7	2,3	3,0	3,5	3,4	3,6	3,7
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	12,7	8,7	12,6	10,5	10,4	11,7	9,8	9,6	10,1	11,9	13,0	12,8	12,1	11,7
Depozyty	% r/r	11,6	6,3	11,1	9,4	10,2	10,8	9,1	8,6	8,9	11,4	12,3	11,9	10,7	10,9
Kredyty	% r/r	9,6	4,4	10,2	11,8	12,3	13,5	13,6	12,2	12,4	16,0	16,7	18,0	19,3	19,1
USD/PLN	PLN	3,20	3,26	3,37	3,25	3,16	3,18	3,23	3,20	3,05	3,17	3,15	3,05	3,12	3,11
EUR/PLN	PLN	3,92	3,92	3,97	3,85	3,82	3,79	3,88	3,92	3,90	4,02	4,00	3,90	3,97	3,93
Stopa interwencyjna ^a	%	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Stopa lombardowa ^a	%	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	5,75	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
WIBOR 3M	%	4,57	4,50	4,64	4,62	4,49	4,26	4,12	4,14	4,15	4,17	4,19	4,19	4,21	4,20
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,15	4,19	4,35	4,38	4,22	3,97	3,87	3,95	4,02	4,20	4,30	4,35	4,44	4,40
Rentowność obligacji 2L	%	4,22	4,42	4,75	4,64	4,40	4,20	4,10	4,28	4,44	4,75	4,95	4,85	4,87	4,94
Rentowność obligacji 5L	%	4,51	4,85	5,23	5,04	4,82	4,60	4,59	4,80	5,00	5,33	5,37	5,41	5,31	5,30
Rentowność obligacji 10L	%	4,57	4,90	5,36	5,14	4,94	4,78	4,78	5,02	5,26	5,54	5,55	5,61	5,48	5,45

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

		2004	2005	2006	2007	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	923,2	980,7	1 041,1	1 120,6	228,7	238,2	241,0	273,0	240,3	251,9	256,7	292,2
PKB	% r/r	5,3	3,5	5,2	5,0	2,2	2,9	3,9	4,3	5,2	5,5	4,9	5,0
Popyt krajowy	% r/r	5,9	2,2	5,1	5,0	1,1	0,0	1,9	5,4	4,5	5,1	5,3	5,4
Spożycie indywidualne	% r/r	4,0	2,0	4,9	4,2	1,4	1,4	2,3	2,8	5,2	4,9	5,0	4,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,3	6,6	10,5	10,0	1,4	4,0	6,5	10,1	7,4	14,4	10,0	10,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	12,3	4,0	11,1	8,0	0,7	2,3	4,5	8,4	12,4	12,1	11,0	9,0
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	7,1	1,5	10,4	9,0	-0,4	-3,2	4,1	5,4	9,0	11,8	11,1	9,7
Stopa bezrobocia ^a	%	19,1	17,6	15,4	14,2	19,2	18,0	17,6	17,6	17,8	16,0	15,3	15,4
Place realne brutto ^c	% r/r	0,8	1,2	3,5	2,9	-1,3	0,8	1,1	3,8	4,3	3,9	4,2	2,2
Zatrudnienie ^c	% r/r	-0,8	1,9	3,1	2,5	1,5	1,7	2,0	2,4	2,6	3,0	3,4	3,3
Eksport (w euro) ^b	% r/r	22,3	17,8	18,9	15,0	23,4	13,1	15,6	19,8	23,3	19,5	19,7	14,2
Import (w euro) ^b	% r/r	19,5	13,4	19,7	17,0	17,8	6,1	11,8	18,4	23,3	19,0	22,0	15,2
Bilans handlowy ^b	mln EUR	-4 552	-2 242	-3 259	-5 658	-277	-612	-619	-734	-352	-646	-1 211	-1 050
Rachunek bieżący ^b	mln EUR	-8 670	-4 130	-5 024	-8 722	-842	-743	-1 161	-1 384	-1 396	-1 184	-1 144	-1 300
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-4,3	-1,7	-1,9	-3,0	-3,3	-2,2	-1,7	-1,7	-1,9	-2,0	-2,0	-1,9
Deficyt budżetowy ^a	mld PLN	-41,5	-28,6	-29,0	-30,0	-12,3	-18,5	-17,8	-28,6	-9,0	-17,7	-18,0	-29,0
Deficyt budżetowy	% PKB	-4,5	-2,9	-2,8	-2,7	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	3,5	2,1	1,2	2,5	3,6	2,3	1,6	1,1	0,6	0,8	1,5	1,9
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	4,4	0,7	2,2	2,5	3,4	1,4	1,8	0,7	0,4	0,8	1,7	2,2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	7,0	0,7	3,0	2,0	3,3	0,1	-0,2	-0,4	0,9	3,0	3,6	4,7
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	8,7	10,5	11,6	11,1	11,0	10,8	12,7	10,5	9,8	11,9	12,1	11,6
Zobowiązania ^a	% r/r	8,1	9,4	9,9	10,7	10,4	9,2	11,6	9,4	9,1	11,4	10,7	9,9
Należności ^a	% r/r	2,9	11,8	14,9	13,0	4,6	7,4	9,6	11,8	13,6	16,0	19,3	14,9
USD/PLN	PLN	3,65	3,23	3,12	2,94	3,07	3,28	3,30	3,29	3,19	3,14	3,10	3,05
EUR/PLN	PLN	4,53	4,02	3,91	3,89	4,03	4,13	4,02	3,91	3,83	3,95	3,96	3,92
Stopa interwencyjna ^a	%	6,50	4,50	4,00	4,00	6,00	5,00	4,50	4,50	4,00	4,00	4,00	4,00
Stopa lombardowa ^a	%	8,00	6,00	5,50	5,50	7,50	6,50	6,00	6,00	5,50	5,50	5,50	5,50
WIBOR 3M	%	6,21	5,29	4,21	4,30	6,44	5,49	4,63	4,59	4,29	4,15	4,20	4,20
Rentowność bonów 52-tyg.	%	6,50	4,92	4,21	4,35	5,91	5,21	4,26	4,31	4,02	4,06	4,37	4,40
Rentowność obligacji 2L	%	6,89	5,04	4,63	4,90	5,83	5,27	4,44	4,60	4,23	4,49	4,89	4,91
Rentowność obligacji 5L	%	7,02	5,25	5,09	5,60	5,89	5,38	4,68	5,04	4,67	5,04	5,36	5,30
Rentowność obligacji 10L	%	6,84	5,24	5,28	5,80	5,76	5,37	4,72	5,13	4,83	5,27	5,55	5,48

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 09.10.2006 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.

