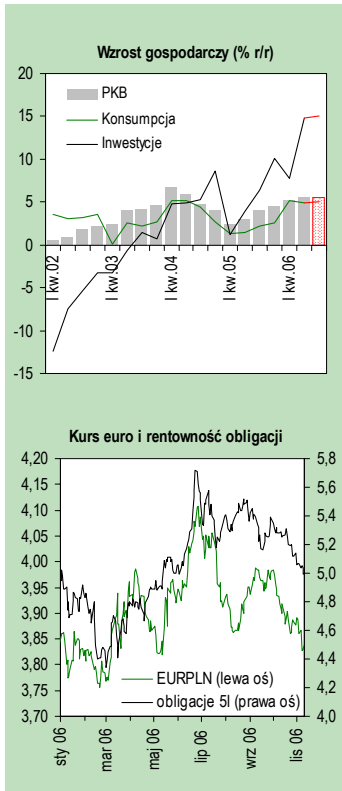


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Listopad 2006



W tym miesiącu:

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

Maciej Reluga

Główny Ekonomista
022 586 8363

Piotr Bielski
022 586 8333

Piotr Bujak
022 586 8341

Cezary Chrapek
022 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

W dobrych nastrojach

W ostatnim miesiącu widać było kontynuację pozytywnych nastrojów na polskim rynku. Rosła zarówno wartość złotego, obligacji, jak i wskaźniki giełdowe. Związane to było w znacznym stopniu nie z tym co działo się w polskiej gospodarce (a tym bardziej w polityce), ale z nastawieniem do ryzyka inwestorów na globalnych rynkach, choć oczywiście dobre fundamenty polskiej gospodarki sprzyjały umocnieniu złotego i wzrostom na giełdzie. Co prawda utrzymanie bardzo szybkiego tempa wzrostu gospodarczego nie powinno być korzystne dla rynku obligacji, ale trend spadku rentowności na świecie wraz z uspokajającym przesłaniem od Rady Polityki Pieniężnej przeważał nad obawami o wzrost inflacji. Tym bardziej, że według Ministerstwa Finansów inflacja spadła w październiku, a niższe ceny ropy wraz z silniejszą polską walutą zmniejszyła presję na wzrost cen w najbliższym czasie.

Oczywiście pozostaje pytanie jak długo te dobre nastroje się utrzymają. W ostatnich latach koniec roku przynosił zwykle umocnienie złotego i choć nie oczekujemy aby w tym roku Ministerstwo Finansów ponownie zamierzało wykazywać się aktywnością na rynku walutowym, to wydaje się, że nasza prognoza kursu złotego wobec euro na koniec roku poziomie 3,90 jest zagrożona, choć potencjał na dalsze wzmocnienie złotego nie jest już znaczący. Spodziewamy się utrzymania przedziału wahań 3,8-3,9 do końca roku. Jeśli chodzi o rynek obligacji, to co prawda biorąc pod uwagę czynniki fundamentalne (utrzymanie szybkiego tempa wzrostu PKB i popytu wewnętrznego, wzrost inflacji w I kwartale, ryzyko wzrostu stóp procentowych NBP) wydają się one dość drogie, jednak nasz bazowy scenariusz zakłada dość wyraźne obniżki stóp procentowych w USA w przyszłym roku, co będzie sprzyjało rynkom obligacji. Natomiast ze strony Rady Polityki Pieniężnej nie należy się spodziewać zaostrzenia retoryki przynajmniej do końca tego roku.

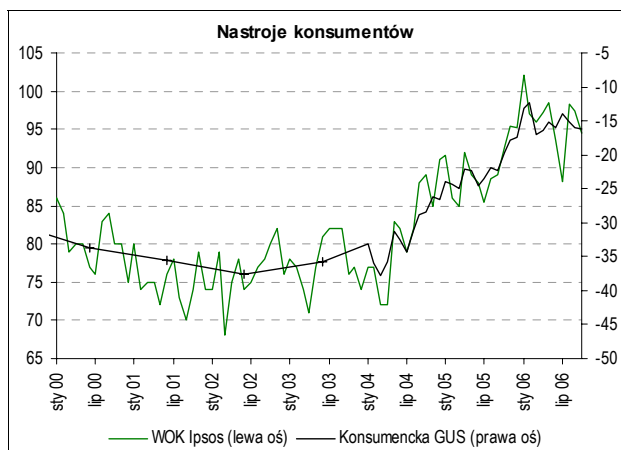
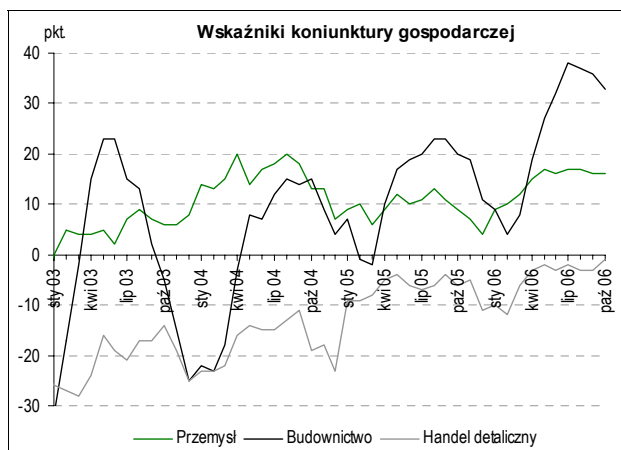
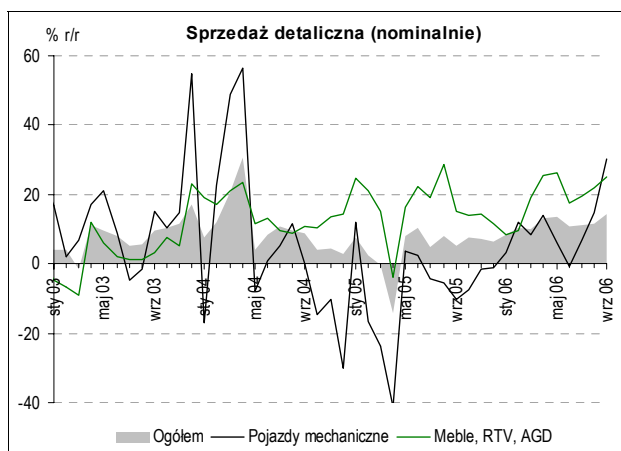
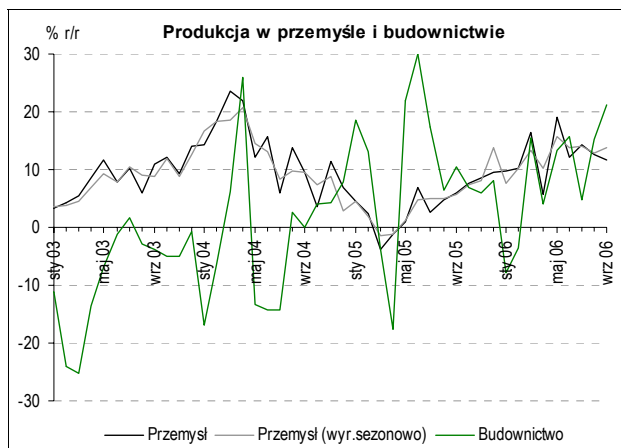
„Jastrzębia” projekcja inflacji NBP nie zrobiła na większości Rady (i na rynku) większego wrażenia. Wydaje się, że wniosek o podwyżkę stóp już w październiku nie zdobył w Radzie wystarczającej liczby zwolenników. Niestety Rada po raz kolejny nie przedstawiła swojej oceny perspektyw inflacji po roku 2007, ale jej decyzja wskazuje na to, że nie jest ona tak pesymistyczna jak autorów projekcji. Kluczowe dla kolejnych decyzji Rady będą dane o inflacji oraz z rynku pracy. Jeśli statystyki z rynku pracy będą nadal mocniejsze od oczekiwań i nastąpi istotny wzrost jednostkowych kosztów pracy, to nie można wykluczyć podwyżki stóp procentowych. Naszym zdaniem jednak, jeśli w ogóle dojdzie do podwyżek, to będzie to delikatne dostosowanie (np. dwa razy po 25 pb w pierwszym kwartale, dla zbudowania wiarygodności nowego prezesa), a nie rozpoczęcie cyklu znacznego zacieśnienia polityki pieniężnej. Taki scenariusz jest już uwzględniony na rynku finansowym od dość dawna, a spadek stawek rynkowych z poziomów notowanych na koniec września (wycena podwyżek rzędu 100 pb) wydaje się uzasadniony.

Na rynku finansowym 31 października 2006 r.:

| | | | | | |
|------------------------|------|---------------------------------------|------|--------|--------|
| Stopa depozytowa NBP | 2,50 | WIBOR 3M | 4,21 | USDPLN | 3,0631 |
| Stopa referencyjna NBP | 4,00 | Rentowność bonów skarbowych 52-tyg. | 4,33 | EURPLN | 3,8871 |
| Stopa lombardowa NBP | 5,50 | Rentowność obligacji skarbowych 5 lat | 5,06 | EURUSD | 1,2690 |

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.11.2006 r.

Gospodarka Polski



Przemysł i budownictwo w silnym trendzie wzrostowym

- Produkcja przemysłowa wzrosła we wrześniu o 11,7% r/r, nieco słabiej niż w kilku poprzednich miesiącach, ale wynikało to głównie z mniejszej liczby dni roboczych.
- Sezonowo skorygowany wzrost produkcji wyniósł 13,8% r/r, powyżej średniego wzrostu 12,2% r/r w okresie styczeń-sierpień. Średnio III kwartale br. wzrost produkcji przemysłowej (skorygowany sezonowo) wyniósł 13,6% r/r wobec 10,4% w I kw. i 13,2% w II kw. Wzrost produkcji zanotowano w 27 spośród 29 działów przemysłu, co oznacza szerokie podstawy ekspansji.
- Szacunkom wzrostu PKB w III kw. na poziomie 5,5% dobrze wróżą również dane mówiące, że produkcja budowlano-montażowa podskoczyła we wrześniu aż o 21,3% r/r. Średnio w III kw. produkcja w budownictwie wzrosła o 13,8% r/r wobec 6,2% w pierwszym półroczu.

...podobnie jak sprzedaż detaliczna

- Sprzedaż detaliczna we wrześniu zwiększyła się nominalnie o 14,5% r/r, realnie o 14,4% r/r. Nominalny wzrost zanotowany został we wszystkich komponentach sprzedaży detalicznej, co oznacza, że mamy do czynienia z ekspansją popytu konsumpcyjnego na szeroko zakrojoną skalę, a nie przejściowym ożywieniem w niektórych segmentach rynku.
- Podobnie jak w przypadku produkcji, w całym III kw. br. realny wzrost sprzedaży detalicznej był silniejszy niż w poprzednich dwóch kwartałach. Co więcej, zarówno dynamika produkcji przemysłowej oraz budowlanej, jak i sprzedaży detalicznej w III kw. okazały się wyższe od przewidywań. Dlatego są podstawy, aby oceniać, że wzrost PKB w III kw. będzie nie niższy niż w II kw. i może wynieść 5,5% lub jeszcze więcej, ale zależy to od wkładu eksportu netto.

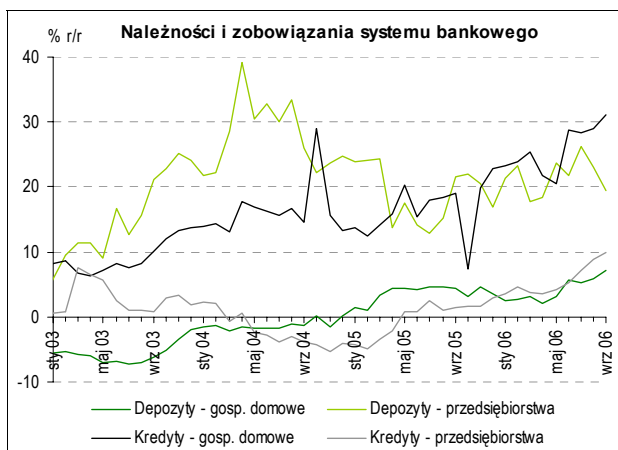
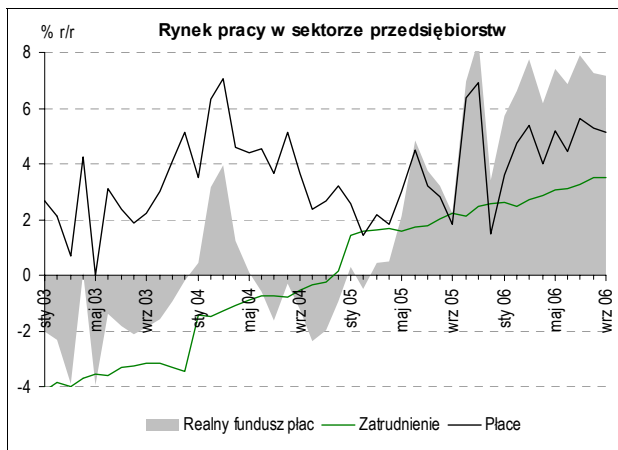
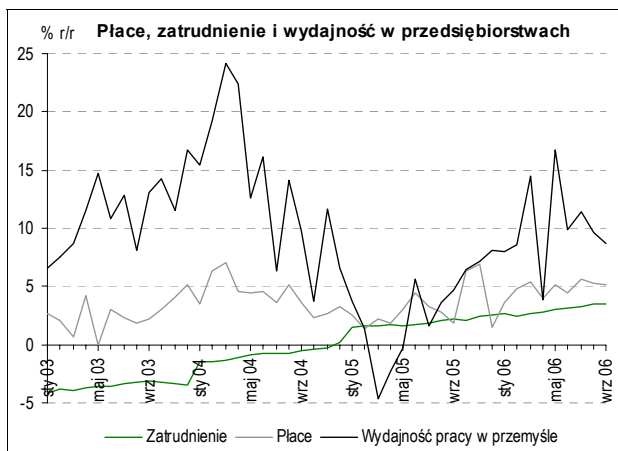
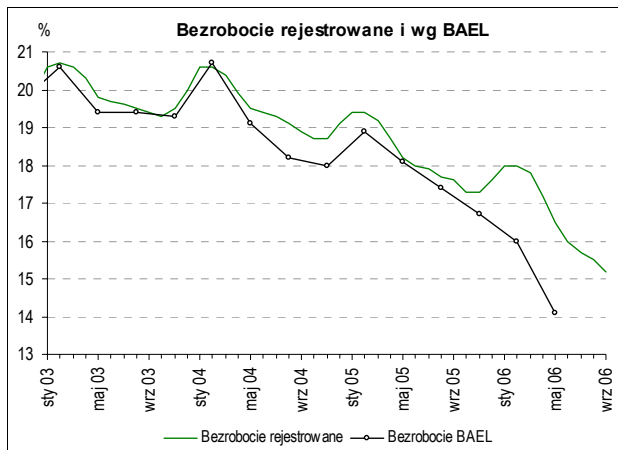
Wskaźniki koniunktury wskazują na trwałość ekspansji

- Wskaźniki koniunktury za październik były optymistyczne. W przetwórstwie przemysłowym wskaźnik koniunktury nie uległ zmianie (pozostając na poziomie 16 pkt), w budownictwie nastąpił spadek o 3 pkt (do 33 z 36 pkt), a indeks dla handlu detalicznego poprawił się o 2 pkt (do -1 z -3).
- Nieznaczne pogorszenie koniunktury w budownictwie wobec września to rezultat działania sezonowości, natomiast w ujęciu rocznym ocena koniunktury w tym sektorze po raz kolejny wyraźnie się poprawiła (o 13 pkt). W przetwórstwie przemysłowym i handlu detalicznym roczna dynamika wskaźników koniunktury była lepsza niż przed miesiącem. Szczegółowa ocena sytuacji przedsiębiorstw była w sumie nieznacznie lepsza niż przed miesiącem i wyraźnie lepsza niż przed rokiem.

Utrzymują się dobre nastroje konsumentów

- Wyniki badania nastrojów konsumentów instytutu Ipsos pokazały, że dobre nastroje wśród gospodarstw domowych utrzymują się, a po ich silnym załamaniu w lipcu nie ma śladu.
- Wyniki badania koniunktury konsumentckiej za październik przeprowadzone przez GUS pokazały kontynuację trendu poprawy, zapowiadając dalszy wzrost konsumpcji prywatnej w ostatnim kwartale roku. Konsumentci lepiej oceniali swoją sytuację finansową i zdecydowanie bardziej niż w poprzednich miesiącach byli przekonani, że obecny okres sprzyja dokonywaniu poważniejszych zakupów (rekordowo wysoka wartość indeksu). Pogorszeniu uległy jedynie oceny obecnej i przyszłej sytuacji gospodarczej kraju, ale mogło to być związane z wydarzeniami na scenie politycznej, więc może się okazać przejściowym zjawiskiem.

Gospodarka Polski



...dzięki wyraźnemu spadkowi bezrobocia

- Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła na koniec września do 15,2% z 15,5% w sierpniu i 17,6% rok wcześniej. Liczba bezrobotnych spadła o 14,4% r/r do 2,36 mln osób. Był to najsilniejszy spadek bezrobocia od początku 1998 roku, odzwierciedlając obecną siłę ekspansji polskiej gospodarki i wróżąc dobrze popytowi konsumpcyjnemu w najbliższych miesiącach.
- Silny spadek bezrobocia pozytywnie wpływa na nastroje konsumentów. Przy słabnących obawach o utratę pracy i większych możliwościach jej znalezienia, konsumenci będą zapewne nadal zwiększali swoje wydatki.
- Według szacunków Ministerstwa Pracy stopa bezrobocia rejestrowanego spadła na koniec października do 14,9%, spadając poniżej poziomu 15% po raz pierwszy od prawie 6 lat.

...i wzrostowi dochodów

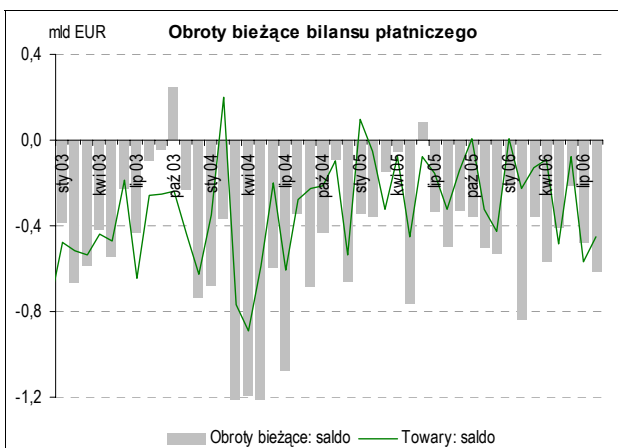
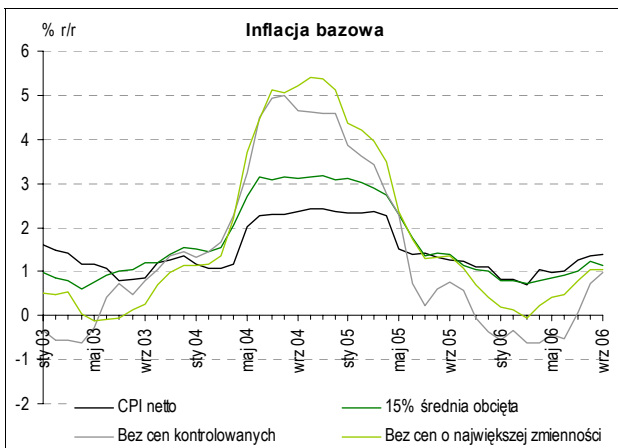
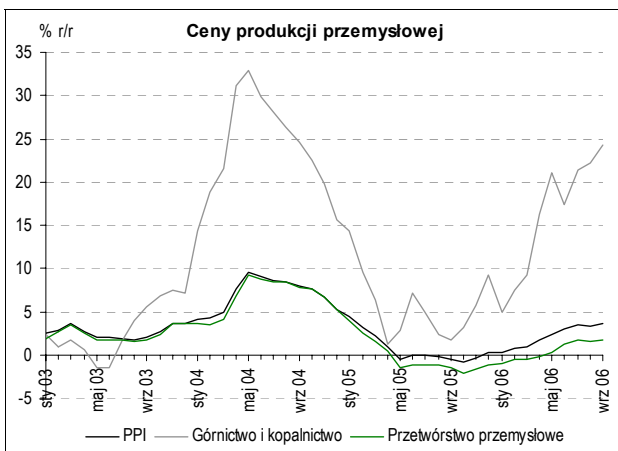
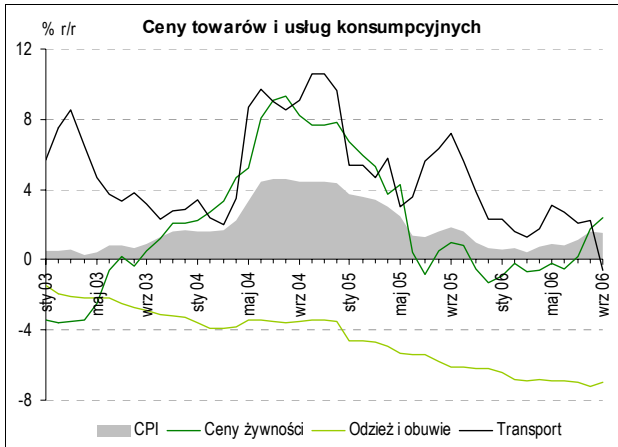
- Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw nie zmieniło się we wrześniu w porównaniu z sierpniem i wzrosło o 5,1% w ujęciu rocznym. Wynik ten był niższy od mediany prognoz rynkowych, która wskazywała na wzrost o 5,7% r/r i naszej prognozy na poziomie 6,3% r/r.
- W rezultacie dane nie zostały odebrane przez rynek jako czynnik zwiększający oczekiwania na szybkie zapoczątkowanie cyklu podwyżek stóp procentowych. Z drugiej strony, mimo że wrześniowa dynamika płac była niższa od przewidywań, pozostała ona w trendzie wzrostowym. Przeciętny wzrost płac we wrześniu był wyższy niż w okresie styczeń-sierpień, gdy wyniósł 4,8% r/r. Wróży to dobrze dochodom gospodarstw domowych i popytowi konsumpcyjnemu.
- Szczególnie, że wzrost zatrudnienia pozostał we wrześniu na rekordowo wysokim poziomie 3,5% r/r zanotowanym w sierpniu, przewyższając średnie tempo wzrostu zatrudnienia w okresie styczeń-sierpień, które wyniosło 2,9% r/r.
- W wyniku solidnego wzrostu płac oraz kontynuacji rekordowo silnego wzrostu zatrudnienia, fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw zwiększył się we wrześniu o 8,8% r/r nominalnie i 7,1% r/r w ujęciu realnym. W całym III kwartale br. fundusz płac w firmach wzrósł realnie o 7,4% r/r (nominalnie o 9% r/r), przyspieszając z 6,8% r/r w II kw. br. i 6,7% r/r w I kw. br.
- Rosnąca dynamika funduszu płac wspiera nasz szacunek zakładający wzrost konsumpcji indywidualnej w III kwartale o 5% r/r i generalnie dobrze świadczy o sile aktywności gospodarczej. Druga strona medalu jest jednak taka, że coraz silniejszy popyt konsumpcyjny może zacząć wywierać wyraźną presję na ceny. Dlatego rozwój sytuacji na rynku pracy z pewnością pozostanie w centrum uwagi banku centralnego.

Dalsze ożywienie popytu na kredyty

- Wzrost kredytów przyspieszył we wrześniu do 19,2% r/r, najwyższego tempa od 6 lat, z 18% w sierpniu i ok. 12% na początku br. Nadal najszybciej rosną kredyty dla gospodarstw domowych, ale równocześnie nastąpiło wyraźne ożywienie w przypadku kredytów dla firm, które zwiększyły się o 9,9% r/r wobec 8,8% w sierpniu i poniżej 4% na początku br. Takie informacje potwierdzają oczekiwania kontynuacji szybkiego wzrostu konsumpcji prywatnej i inwestycji w II półroczu br.
- Podaż pieniądza M3 wzrosła we wrześniu o 13% r/r. Wzrost depozytów ogółem wyniósł 11,6%, wzrost depozytów gospodarstw domowych sięgnął 7,3%, a depozytów firm 19,4%.
- Wyniki ankiety NBP przeprowadzonej wśród przewodniczących komitetów kredytowych banków wskazuje na dalszy wzrost popytu na kredyt w IV kwartale.

Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

Gospodarka Polski

**Stabilizacja dynamiki CPI oraz PPI**

▪ Inflacja CPI pozostała we wrześniu na poziomie 1,6% r/r, ponieważ wzrost cen żywności okazał się mniejszy niż przewidywany. Niemniej jednak, efekt letniej suszy był nadal widoczny gdyż ceny żywności zdrożały o 0,6% m/m i 2,4% r/r (wobec 1,8% r/r w sierpniu). Po dwóch miesiącach silnego wzrostu, wyraźnie w dół (o 2,5% m/m) poszły natomiast ceny paliw. Inne komponenty indeksu inflacji były zgodne z przewidywaniami, nie pokazując sygnałów wyższej presji.

▪ Utrzymywanie się inflacji pod kontrolą sugeruje szacunek październikowej inflacji wykonany przez Ministerstwo Finansów. Wskazuje on na spadek inflacji do 1,2% r/r, głównie za sprawą dalszego spadku cen paliw oraz niższej niż wcześniej przewidywano dynamiki cen żywności. Nasza prognoza jest zgodna z szacunkami resortu finansów.

▪ Z powodu efektu niskiej bazy i kontynuacji wzrostu cen żywności, przewidujemy, że po spadku w październiku następnie inflacja wzrośnie do 1,9% r/r w grudniu, i później do ok. 2,5% r/r w I kwartale 2007. Nadal jednak sądzimy, że cel inflacyjny nie jest zagrożony w średnim terminie.

▪ Ceny producenta we wrześniu spadły o 0,1% m/m i wzrosły o 3,6% r/r. Równocześnie sierpniowy wskaźnik PPI zrewidowano w dół do 3,3% r/r z wcześniej publikowanego 3,4% r/r.

▪ Dość wysoka dynamika PPI nadal była głównie efektem rosnących cen w górnictwie (24,2% r/r) podczas gdy wzrost cen w przetwórstwie był wciąż ograniczony (1,7% r/r).

▪ W sumie, dane o PPI nie zdają się odzwierciedlać silnej presji na ceny, lecz efekt ostrego wzrostu cen paliw i surowców. Dlatego uważamy, że dane nie zmieniają obrazu perspektyw inflacji postrzeganego przez członków RPP i są neutralne dla przewidywań odnośnie przyszłych decyzji w polityce pieniężnej.

...także miar inflacji bazowej

▪ Miary inflacji bazowej również były dosyć stabilne we wrześniu. Dwie z pięciu miar pozostały bez zmian, jedna poszła w dół, a dwie wzrosły. Inflacja netto pozostała na poziomie 1,4% r/r, a CPI bez cen o największej zmienności na poziomie 1%. 15% średnia obciążenia spadła do 1,1% r/r z 1,2% r/r. Dwie pozostałe miary – CPI bez cen kontrolowanych i CPI bez cen o największej zmienności i bez cen paliw – poszły w górę o 0,3 pkt proc., odpowiednio do 1% i 1,2%. W sumie, dane potwierdziły, że fundamentalna presja na inflację pozostaje na niskim poziomie.

▪ Przewidujemy, że inflacja netto pozostanie poniżej celu inflacyjnego na poziomie 2,5% r/r nie tylko do końca tego roku, ale także w 2007 r. Materializacja takiego scenariusza wsparłaby nasz pogląd, że stopy procentowe mogą pozostać bez zmian w przewidywalnej przyszłości.

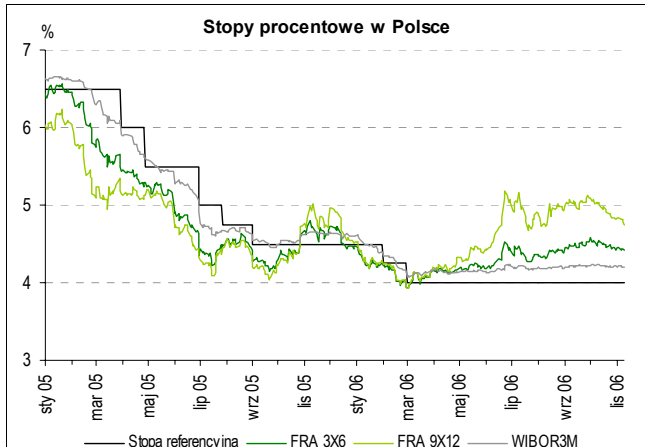
Delikatny wzrost nierównowagi zewnętrznej

▪ Deficyt obrotów bieżących wyniósł w sierpniu 610 mln €. Eksport i import utrzymały bardzo szybkie tempo wzrostu, odpowiednio 23,4% r/r i 24,3% r/r, ale warto zwrócić uwagę, że ten ostatni rósł szybciej już drugi miesiąc z rzędu, co może oznaczać, że wysoka dynamika popytu krajowego stopniowo zaczyna pogarszać bilans handlowy Polski i tendencja ta będzie postępowała w kolejnych miesiącach. Na razie jednak deficyt handlowy był nadal umiarkowany, wynosząc 453 mln €.

▪ Nadwyżka transferów bieżących wyniosła tylko 406 mln €, przy niskim napływie netto transferów z UE (13 mln €).

▪ Po korzystnej rewizji danych za lipiec, relacja do PKB skumulowanego deficytu obrotów bieżących z ostatnich 12 miesięcy pozostała po sierpniu dość niska, na poziomie 2,1% wobec 2% po lipcu.

Pod lupą: Bank centralny



Fragmety komunikatu RPP z 25 października 2006

Aktualne dane potwierdziły, że w III kw. 2006 r. inflacja bieżąca i inflacja netto ukształtowały się na poziomie wyższym od przewidywanego w lipcowej projekcji. Tym samym inflacja bieżąca znalazła się w pobliżu dolnej granicy przedziału odchyłań od celu inflacyjnego. Nowe dane oraz październikowa projekcja inflacji sygnalizują, że inflacja w średnim okresie może ukształtować się na wyższym poziomie niż oceniano na poprzednim posiedzeniu.

Na posiedzeniu w dniu 19 października 2006 r. Rada uzgodniła, że począwszy od następnego Raportu o inflacji (styczeń 2007 r.) zmodyfikowana zostanie formuła rozdziału "Polityka pieniężna" (rozdział III Raportu o inflacji). Nowa formuła tego rozdziału umożliwi pełniejsze przedstawienie ocen sformułowanych w trakcie posiedzeń Rady na tle zmieniających się procesów gospodarczych, a tym samym będzie zbliżona do praktyki stosowanej przez wiele banków centralnych (minutes).

Projekcje inflacji NBP z 2006 roku (% r/r)

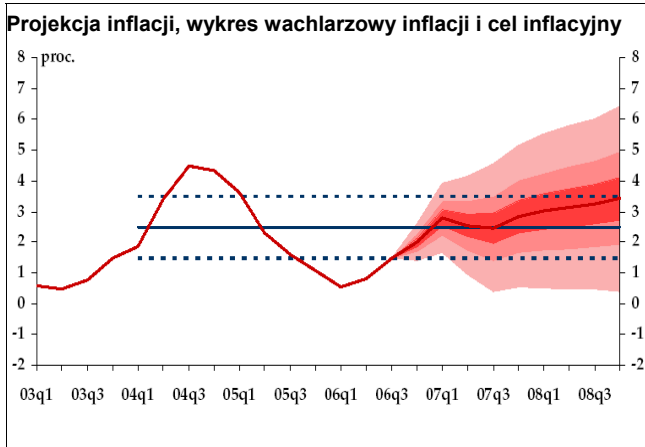
| | Styczeń | Kwiecień | Lipiec | Październik |
|-----------|---------|----------|---------|-------------|
| IV kw. 06 | 0,5-2,3 | 0,5-2,0 | 1,0-1,9 | 1,8-2,2 |
| IV kw. 07 | 1,1-3,6 | 1,3-3,4 | 1,5-3,5 | 1,9-3,8 |
| IV kw. 08 | 0,8-3,9 | 1,2-3,9 | 1,7-4,3 | 2,2-4,6 |

Projekcje wzrostu PKB z 2006 roku (%)

| | Styczeń | Kwiecień | Lipiec | Październik |
|------|---------|----------|---------|-------------|
| 2006 | 3,8-5,1 | 3,9-5,0 | 4,7-5,3 | 5,2-5,5 |
| 2007 | 3,4-5,2 | 3,4-5,8 | 3,6-5,9 | 4,1-6,2 |
| 2008 | 3,6-5,5 | 3,5-6,2 | 4,0-6,6 | 4,5-7,0 |

Źródło: Raporty o inflacji

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



Źródło: NBP, Reuters

Rada znów niewiele mówi, jest nieco bardziej „jastrzębia”

Przesłanie od Rady, zawarte w komunikacie i wypowiedziach w trakcie konferencji prasowej, było tylko nieco bardziej „jastrzębie” niż przed miesiącem, choć była zapewne głosowana podwyżka stóp procentowych.

Według Rady inflacja w średnim okresie może ukształtować się na wyższym poziomie niż oceniano na poprzednim posiedzeniu. Problem polega jednak na tym, że po poprzednim posiedzeniu Rada nie przedstawiła dokładnej oceny średnioterminowych perspektyw inflacji! We wrześniu Rada zapowiedziała bowiem pełniejszą ocenę perspektyw inflacji po posiedzeniu październikowym.

Według nas, pogląd większości w Radzie jest taki, że inflacja CPI może co prawda przejściowo przekroczyć cel w 2007 r. (głównie w wyniku wzrostu cen żywności), ale niekoniecznie musi to oznaczać podwyżkę stóp procentowych, ponieważ nie ma znacznego zagrożenia dla celu w średnim terminie.

Na początku 2007 r. decyzje Rady będą zależały od napływu nowych danych makroekonomicznych. Jeśli statystyki z rynku pracy będą nadal mocniejsze od oczekiwanych i nastąpi istotny wzrost jednostkowych kosztów pracy, to nie można wykluczyć dostosowania stóp (jedna lub dwie podwyżki o 25 pb) przez bank centralny. Póki co jednak utrzymujemy nasz pogląd o stabilnych stopach procentowych przez jakiś czas.

Dane z rynku pracy będą bardzo ważne, ale nie decydujące, gdyż w Radzie jest pogląd, że sytuacja finansowa przedsiębiorstw jest na tyle dobra, że stanowi swego rodzaju margines bezpieczeństwa w przypadku silniejszej presji płacowej, tzn. firmy mogą zdecydować się na obniżenie swoich marż, ponieważ ich możliwości podwyżek cen na bardzo konkurencyjnym rynku są ograniczone.

... a nowa projekcja nie robi na niej (i na rynku) wrażenia

Wyniki nowej projekcji NBP były dość „jastrzębie” z inflacją osiagającą cel na początku przyszłego roku, następnie spadającą poniżej celu w drugiej połowie 2007 r. i ponownie rosnącą w roku 2008, nawet do blisko 3,5%.

Dodatkowo, według autorów projekcji inflacji NBP, ryzyko dla projekcji jest asymetryczne w górę, głównie w związku z sytuacją na rynku pracy, czyli możliwością silniejszej presji płacowej niż przyjęto w projekcji, zakładając, że wynagrodzenia będą rosły w latach 2007-2008 o 7% rocznie.

Projekcja na przyszły rok nie wydaje się kontrowersyjna, a jak stwierdzono podczas konferencji prasowej, jest nawet szansa, że inflacja w najbliższym czasie będzie niższa. Co ważne, większość Rady wydaje się nie podzielać poglądów autorów projekcji jeśli chodzi o dalsze perspektywy inflacji.

Według dyrektora departamentu analiz NBP, podwyżki stóp w skali wycenianej przez rynek na koniec września (data zamknięcia projekcji), czyli ok. 100 pb, nie byłyby wystarczające do osiągnięcia celu w średnim terminie.

Według szacunków opartych na modelu NBP, podwyżka rzędu 1 pkt proc. obniżyłaby tempo wzrostu PKB o 0,3 pkt proc. a inflację o 0,2 pkt proc. w IV kw. 2008.

Wynika z tego, po pierwsze, że krajowe stopy procentowe nie są zbyt skutecznym narzędziem wpływania na sytuację ekonomiczną w Polsce. Po drugie, z szacunków NBP wynika, że oficjalne stopy musiałyby być podwyższone dość znacząco z dzisiejszego poziomu 4% aby osiągnąć cel 2,5% w roku 2008.

Ponieważ inflacja zależy coraz bardziej od globalnej luki popytowej, a nie od czynników krajowych, wzrost stóp procentowych na świecie wykonuje już część pracy za polski bank centralny.

Pod lupą: Bank centralny

Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

Konferencja prasowa RPP po posiedzeniu 25 października

Leszek Balcerowicz; przewodniczący RPP

Ja uważam, że po to jest niezależność banku centralnego, żeby działać wcześniej niż później, tak aby inflacja nie wykraczała znacząco poza cel inflacyjny. (...) Wiarygodność należy rozumieć jako zbieżność słów i czynów (...) Też odczuwam tęsknotę za pełną wiedzą, wiedząc, że ta tęsknota nie będzie nigdy spełniona. Ciąta monetarna podejmuje decyzję w warunkach niepełnej informacji, a jak już jest pełna informacja, to już jest za późno. (...) Życzeniowe myślenie jest nieodpowiedzialne, zwłaszcza na stanowiskach państwowych.

Andrzej Wojtyła; członek RPP

Gospodarka rozwija się w tempie znacznym, ale stabilnym. Czynniki tego wzrostu, takie jak utrwalony wzrost inwestycji, korzystna sytuacja eksportu w sytuacji zwiększonego wzrostu PKB, pozwalają w sposób optymistyczny patrzeć na zagrożenia inflacyjne. Nie widać niekorzystnych zmian w kierunku zwiększenia deficytu bieżącego, mamy korzystną sytuację finansową przedsiębiorstw, i nadal utrzymującą się korzystną tendencję w relacji wydajności pracy do płac. Nawet jeżeli doszłoby do przyspieszenia wzrostu płac, to istniejąca korzystna sytuacja przedsiębiorstw umożliwiłaby absorpcję tych zmian (wzrost płac) w strukturze kosztów.

Jesteśmy bardzo wdzięczni analitykom NBP, ale jednocześnie sytuacja obecnie jest dość skomplikowana, na czynniki, które można stosunkowo łatwo modelować, nakładają się te, które modelować trudniej.

Halina Wasilewska-Trenkner; członek RPP

Sądzę, że tu zostało opisane to, co było przedmiotem największej troski RPP na dzisiejszym posiedzeniu i jak trudno było osiągnąć pewien konsensus dotyczący przyszłości.

Urszula Grzełowska, kandydatka na Prezesa NBP

Reuters, 26 października

Nie ma obecnie palącej potrzeby podnoszenia stóp procentowych. Myślę, że RPP może poczekać przynajmniej pół roku. Obawiam się, że wzrost gospodarczy w przyszłym roku może być nieco niższy niż 5%.

Jan Czekał, członek RPP

Reuters, 27 października

Podwyżka stóp przed końcem roku nie jest przesądzona, bo nie ma takiej sytuacji, że chcemy nowego prezesa przywitać nowymi słowami. Ścieżka inflacji została podwyższona (w stosunku do lipcowej projekcji), ale czy to oznacza, że cel inflacyjny nie może być osiągnięty? Głównym czynnikiem wzrostu inflacji były ceny żywności. Nas najbardziej interesuje, czy wyższa inflacja oznacza wzrost popytu wewnętrznego, to będzie decydowało o naszych przyszłych decyzjach.

Mirosław Pietrewicz, członek RPP

PAP, 27 października

W chwili obecnej nie ma potrzeby podnoszenia stóp. Trzeba pilnie obserwować sytuację, ale dopiero po następnej projekcji będziemy mogli lepiej ocenić perspektywy inflacji i podjąć ewentualnie decyzje odnośnie stóp procentowych. Jeżeli w trzecim kwartale nadal byłby to zdrowy wzrost, z dużym udziałem inwestycji, co wskazywałoby na możliwość wzrostu potencjału gospodarki, to tu nie widzę zagrożenia dla inflacji.

Dariusz Filar, członek RPP

Radio PiN, 31 października

Można powiedzieć, że w Radzie były opinie wskazujące na to, że podwyżka jest potrzebna (...) Teraz sytuację mamy następującą, w listopadzie będziemy mieli tylko dane miesięczne, które wiele nie zmieniają w obrazie, musiałyby być jakieś bardzo dramatyczne, żeby obraz się zmienił, a z kolei w grudniu będzie już tylko miesiąc do kolejnej projekcji.

Marian Noga, członek RPP

Reuters, 8 listopada

Moim zdaniem już teraz należałoby zacieśnić politykę monetarną, gdyż RPP powinna działać wyprzedzająco. Myślę, że ktoś, kto zakłada podwyżkę stóp w przyszłym roku o 75, czy nawet 100 punktów bazowych, głęboko się myli.

Komentarz

Już jakiś czas temu było jasne, że kilkumiesięczny okres zbieżności poglądów w Radzie Polityki Pieniężnej się skończył. Na ostatniej konferencji prasowej zostało to uwidocznione szerszej publiczności. Choć z ust prezesa NBP usłyszeliśmy o zgodności czynów i słów, to jednak przekazane przez niego uzasadnienie decyzji Rady było dalekie od ideału, gdyż jego argumenty mogłoby być przydatne raczej przy podwyżce stóp procentowych. Wydaje się, że wniosek o podwyżkę stóp został zgłoszony i nie uzyskał większości. Aby ocenić szanse na podwyżki stóp procentowych w nadchodzących miesiącach należy oczywiście pilnie śledzić wypowiedzi tych członków, którzy tworzą większość. Z tego punktu widzenia pozytywnie oceniamy fakt zaprezentowania argumentów większości członków Rady przez prof. Andrzeja Wojtyłę podczas konferencji prasowej. Przedstawienie tak zbilansowanych poglądów doprowadziło do spadku stóp rynkowych.

Naszym zdaniem, różnice w poglądach członków Rady odnośnie perspektyw inflacji są czymś jak najbardziej normalnym. Dlatego właśnie za pozytywny należy uznać fakt, że decyzje w sprawie stóp procentowych podejmowane są kolegią, bo dzięki temu mniejsze jest ryzyko popełnienia błędu. Różnica poglądów (w tym wypadku niechęć do podwyżki stóp) nie ma przy tym nic wspólnego z brakiem odpowiedzialności na stanowiskach państwowych czy myśleniem życzeniowym.

Na podstawie wywiadów z członkami Rady (fragmenty niektórych poniżej), wydaje nam się, że „jastrzębiom” mogło zabraknąć na październikowym posiedzeniu tylko jednego głosu. Za podwyżką opowiedzieli się bowiem prawdopodobnie, oprócz przewodniczącego Rady, Dariusz Filar, Marian Noga i Halina Wasilewska-Trenkner. Nie sądzimy aby bilans głosów zmienił się do końca roku. W przyszłym roku natomiast zobaczymy zmianę na stanowisku Prezesa NBP.

Pierwsze wypowiedzi prawdopodobnej kandydatki na stanowisko prezesa NBP na temat stóp procentowych wskazują, że jej poglądy mogą być zbieżne z reprezentowanymi obecnie przez większość w Radzie. Jednocześnie, nie można wykluczyć, że opowie się ona za podwyżką stóp procentowych w przyszłym roku.

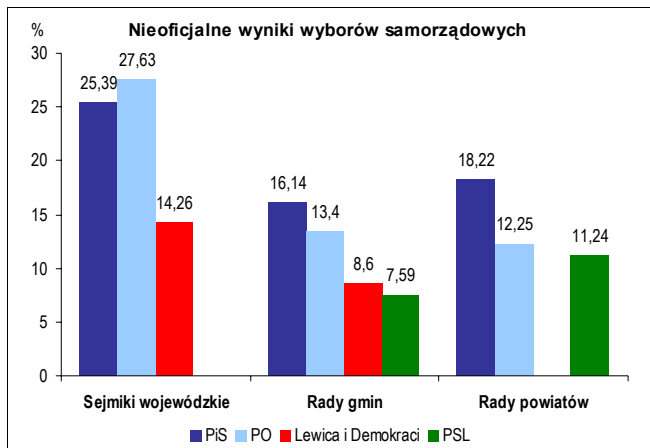
Wypowiedzi dwóch członków Rady będących w większości potwierdzają, naszym zdaniem, że podwyżki stóp procentowych w tym roku nie będzie. Najwyraźniej zresztą członkowie czekają na nowego Prezesa NBP. Już w *Założeniach Polityki Pieniężnej na rok 2007* napisano, że zmiana ta może mieć wpływ na prowadzenie polityki pieniężnej. Mamy również nadzieję, że będzie miała wpływ na sposób komunikacji Rady. Cieszy nas podjęcie pewnych konkretnych kroków w tym kierunku już teraz – w *Raportach o inflacji* mają być przedstawiane bardziej szczegółowe oceny formułowane w trakcie posiedzeń Rady, zbliżone do *minutes*.

Póki co jednak, Rada najwyraźniej chce mieć więcej czasu na przeanalizowanie sytuacji, tym bardziej, że sytuacja na rynku walutowym oraz na rynku surowców sprzyja otoczeniu inflacyjnemu i wzrost inflacji CPI w pierwszym kwartale może okazać się mniej znaczący niż jeszcze niedawno sądzono. Decyzje Rady będą w dużym stopniu zależały od kolejnych danych, w szczególności od informacji z rynku pracy i wskaźników inflacji na przełomie roku. Jeśli chodzi o wzrost gospodarczy, co najmniej równie ważna będzie jego struktura, jak tempo.

Wydaje się bardzo mało prawdopodobne aby „jastrzębiom” udało się dokonać podwyżki stóp przed końcem tego roku. Filar pośrednio sam to potwierdził, mówiąc, że w listopadzie RPP nie będzie miała wiele więcej informacji o gospodarce niż obecnie, a w grudniu pozostanie już tylko miesiąc do kolejnej projekcji inflacji. Warto jednak zauważyć, że wnioski płynące z projekcji inflacji nie są całkowicie akceptowane przez większość członków Rady. Stąd, istotność projekcji styczniowej może być również w pewnym stopniu ograniczona.

Stwierdzenie, że Rada powinna zaostrzyć politykę pieniężną już teraz, sugeruje, że prof. Noga głosował za podwyżką stóp w październiku. O ile ma on nadzieję, że większość Rady zdecyduje się na podwyżkę w pierwszym kwartale 2007 (choć będzie to zależało od napływających danych), podkreślił on, że łączny wzrost stóp powyżej 50 pkt bazowych jest bardzo mało prawdopodobny.

Pod lupą: Rząd i polityka



PO wygrywa w sejmikach, PiS w gminach i powiatach

- Według nieoficjalnych wyników wyborów samorządowych podanych w poniedziałek o godz. 11.00, w wyborach do rad gmin najwięcej głosów zdobył komitet wyborczy PiS - 16,14%, drugie PO - 13,43%, a trzecie - Lewica i Demokraci - 8,66%.
- W wyborach do rad powiatów PiS zdobyło 18,22% głosów, Platforma Obywatelska - 12,25%, a PSL - 11,24%.
- W wyborach do sejmików województw PO zdobyła 27,63% głosów, PiS - 25,39%, a Lewica i Demokraci - 14,26%.
- PO zdobyła największą liczbę głosów w wyborach do rad dużych miast.
- W Warszawie odbędzie się II tura wyborów na prezydenta pomiędzy kandydatem PiS Kazimierzem Marcinkiewiczem (38,4% głosów) a Hanną Gronkiewicz-Waltz z PO (36,7%).

Prognozy Komisji Europejskiej

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 |
|---|------|------|------|------|
| Wynik finansów publicznych (% PKB) | | | | |
| Bez kosztów reformy | -2,5 | -2,2 | -2,0 | -1,8 |
| Koszty reformy emerytalnej | 1,9 | 2,0 | 2,0 | 2,1 |
| Po uwzgl. kosztów reformy | -4,4 | -4,2 | -4,0 | -3,9 |
| Dług publiczny (% PKB) | | | | |
| Bez kosztów reformy | 42,0 | 42,4 | 43,1 | 42,7 |
| Koszty reformy emerytalnej | 5,3 | 6,9 | 8,0 | 8,9 |
| Po uwzgl. kosztów reformy | 47,3 | 49,3 | 51,1 | 51,6 |
| Prognozy makroekonomiczne (% r/r) | | | | |
| PKB | 3,2 | 5,2 | 4,7 | 4,8 |
| HICP | 2,2 | 1,4 | 2,5 | 2,8 |
| Stopa bezrobocia | 17,7 | 13,9 | 12,2 | 11,6 |

Źródło: Autumn 2006 Economic Forecasts, Komisja Europejska

Nowe prognozy Komisji Europejskiej

- Komisja Europejska podwyższyła prognozy wzrostu gospodarczego dla Polski na lata 2006-2007 do 5,2% i 4,7%.
- Komisja spodziewa się, że deficyt budżetowy Polski spadnie z 2,2% PKB w tym roku do 1,8% PKB w 2008 r., ale zgodnie z decyzjami UE od kwietnia 2007 polski rząd nie będzie już miał prawa zaliczać do wyniku sektora finansów publicznych kosztów reformy emerytalnej, co spowoduje wzrost deficytu fiskalnego o około 2 proc. PKB.
- Prognozy Komisji dotyczące deficytu fiskalnego są mniej optymistyczne niż przewidywania Ministerstwa Finansów (deficyt sektora *general government* na poziomie 3,5% w 2007 r.), ale w porównaniu z niektórymi innymi krajami w regionie, szczególnie na tle Węgier (które zanotują deficyt na poziomie ok. 10% w tym roku), Polska wypada dość dobrze.

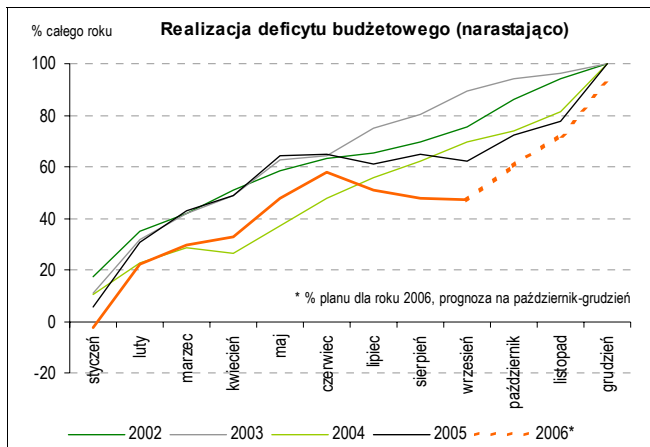
Prognozy Międzynarodowego Funduszu Walutowego

| | 2005 | 2006 | 2007 |
|------------------------------------|------|------|------|
| PKB (% r/r) | 3,4 | 4,9 | 4,5 |
| Konsumpcja prywatna (% r/r) | 2,0 | 4,3 | 3,8 |
| Nakłady inwestycyjne (% r/r) | 6,5 | 10,0 | 9,5 |
| CPI (% r/r) | 2,1 | 0,8 | 2,0 |
| Stopa bezrobocia (%) | 17,7 | 17,0 | 16,1 |
| Eksport (% r/r) | 8,1 | 11,8 | 10,3 |
| Import (% r/r) | 4,9 | 12,9 | 11,4 |
| Saldo obrotów bieżących (% PKB) | -1,4 | -1,7 | -2,1 |
| Wynik finansów publicznych (% PKB) | -3,9 | -4,5 | -4,4 |
| Dług publiczny (% PKB) | 47,7 | 48,9 | 50,0 |

Źródło: IMF Country Report No. 06/391

... oraz Międzynarodowego Funduszu Walutowego

- Najnowszy raport Międzynarodowego Funduszu Walutowego również pozytywnie ocenia perspektywy rozwoju gospodarczego w Polsce, prognozując wzrost PKB o 4,9% w 2006 i 4,5% w 2007.
- MFW wskazuje szanse, przed którymi stoi polska gospodarka, podkreślając jednak, że mogą one zostać zaprzepaszczone bez odpowiednich działań w polityce makroekonomicznej. Fundusz zwraca uwagę m.in. na konieczność bardziej zdecydowanych cięć deficytu fiskalnego i kontynuację prywatyzacji.
- W ocenie Funduszu sytuacja inflacyjna nie wskazuje na konieczność zacieśnienia polityki pieniężnej mimo obaw niektórych członków RPP.
- Poważne obawy MFW wzbudziła reforma systemu nadzoru nad rynkiem finansowym i ryzyko upolitycznienia nowej instytucji Komisji Nadzoru Finansowego.



Kolejna nadwyżka w budżecie

- Deficyt budżetu państwa po dziewięciu miesiącach roku wyniósł 14,49 mld zł (47,4% rocznego planu) wobec 14,52 mld zł po sierpniu. Oznacza to, że wrzesień był trzecim z rzędu miesiącem kiedy osiągnięto nadwyżkę w budżecie.
- Podobnie jak w poprzednich miesiącach dobry wynik był zasługą silnego wzrostu dochodów oraz opóźnienia niektórych wydatków. Ta druga informacja oznacza, że w kolejnych miesiącach nastąpi szybki przyrost deficytu wraz z akumulacją opóźnionych wydatków.
- Wg szacunków resortu finansów w październiku deficyt wzrósł do 60-61,5% planu. Jednak mimo to na koniec roku zrealizowany deficyt powinien być niższy od planowanego w ustawie poziomu 30,5 mld zł o ok. 2,0-2,5 mld zł.

Źródło: PKW, Ministerstwo Finansów, Komisja Europejska, MFW

Pod lupą: Rząd i polityka

Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

Komentarz

Jarosław Kaczyński, premier RP

Handelsblatt, 30 października

Po pierwsze, jeśli w ciągu dwóch lat poprzedzających przystąpienie do strefy euro będziemy musieli stosować stały kurs walutowy, wówczas złoty mógłby utracić stabilność. Obawiamy się silnej reakcji społeczeństwa (...) przy urnach. Stowacja jest tu doskonałym przykładem. Przez kilka lat (prowadzono tam) bardzo efektywną liberalną politykę, a ci, którzy ją wprowadzili, zostali odsunięci od władzy.

Wypowiedzi premiera i prezydenta RP sugerują, że dla obecnej ekipy rządzącej szybkie wprowadzenie euro nie jest priorytetem. Tymczasem brak woli politycznej do przystąpienia do strefy euro był jednym z czynników ryzyka, wymienionych w raporcie MFW. Zdaniem Funduszu Polska już teraz odnosi korzyści związane z tym, że rynek finansowy antycypuje wprowadzenie euro w Polsce w przyszłości i podważenie tego nastawienia mogłoby mieć negatywne konsekwencje rynkowe, które utrudniłyby wykorzystanie szans stojących przed gospodarką.

Zyta Gilowska, wicepremier RP, minister finansów

Parkiet, 30 października

Jeżeli pozytywne tendencje przeniosą się na 2007 r., to wolno przypuszczać, że - licząc już zgodnie z metodologią unijną - możemy uplasować się (jeśli chodzi o deficyt finansów publicznych) w okolicach 3,5 procent PKB (wobec wcześniej oczekiwanych 3,7 procent PKB). Gdyby to było poniżej 3,5 procent to znajdziemy się poza zasięgiem krytyki. Jest to bowiem wartość bliska wartości referencyjnej i wtedy mielibyśmy prawo przystąpić do odliczania procentowych części kosztów netto reformy emerytalnej. W efekcie może się okazać, że będziemy poza procedurą nadmiernego deficytu.

Chociaż Ministerstwo Finansów przedstawia sytuację polskich finansów publicznych w dość jasnych barwach, oceny instytucji międzynarodowych są znacznie bardziej sceptyczne. Ostatni raport MFW wyraźnie zwraca uwagę na niewystarczające kroki w kierunku ograniczenia deficytu i długu publicznego, co może zagrozić perspektywom szybkiego wzrostu gospodarczego w przyszłości. Wg nieoficjalnych informacji strategię fiskalną polskiego rządu ma zamiar również skrytykować Komisja Europejska w przygotowywanym właśnie raporcie nt. polskiego programu konwergencji. Rekomendacja Komisji, nad którą debatować będą później ministrowie finansów krajów UE, będzie kolejnym krokiem w procedurze nadmiernego deficytu. Projekt rekomendacji KE stwierdza, że działania polskich władz w celu redukcji nadmiernego deficytu do 2007 roku są niewystarczające. Napisano również, że biorąc pod uwagę ryzyko, iż deficyt w 2007 r. okaże się wyższy od planowanego (jak wskazują jesienne prognozy Komisji), to przekroczy on znacznie 3% PKB. Ponieważ Polska nie jest członkiem strefy euro, karą dla Polski za przekraczanie limitu deficytu może być „jedynie” zablokowanie części funduszy pomocowych, płynących z unijnego budżetu. Jednak na szczęście na tym etapie zastosowanie tych sankcji wydaje się mało prawdopodobne (biorąc pod uwagę doświadczenia innych krajów, które miały problemy z redukcją deficytów). Jeżeli z oceną KE zgodzi się rada ministrów finansów UE, mogą oni ustalić zalecane tempo cięć deficytu dla Polski w kolejnych latach.

Piotr Soroczyński, wiceminister finansów

PAP, 8 listopada

W tej chwili trwają prace nad aktualizacją (programu konwergencji), między innymi nad ścieżką spełnienia kryterium fiskalnego. Sądzę, że to powinno zakończyć się do końca tego lub do połowy przyszłego tygodnia. Z pewnością ścieżka nie będzie gorsza niż ta prezentowana przy budżecie, być może będzie lepsza, ale wiele zależy od tego jakie będzie wykonanie budżetu w 2006 roku. (...) Podjęte zostaną wszelkie starania, aby nie osiągnąć progu 50 proc. PKB (przez dług publiczny). Według aktualnych planów dług ustabilizuje się wokół progu 50 proc. PKB, a nie 52-53 proc. jak planowano jeszcze rok temu.

Informacja Ministerstwa Finansów o nowych szacunkach inflacji na październik miała ponownie wpływ na prognozy rynkowe, ponieważ w poprzednich miesiącach zapowiedzi resortu okazywały się dość trafne (choć analitycy nie uwierzyli w prognozę ministerstwa w całej pełni, jako że konsensus prognoz ukształtował się na poziomie 1,3%).

Jacek Krzyślak, dyrektor działu analiz MF

PAP, 2 listopada

Spadek wynika z faktu, że ceny artykułów nieżywnościowych i usług są niższe o 0,1 proc. niż miesiąc temu, a to wynika m.in. z obniżki cen paliw o 4,4 proc. w ujęciu miesięcznym. Po stronie żywności mamy wzrost o 0,6 proc., napoje alkoholowe wzrosły o 0,1 proc., natomiast ceny artykułów nieżywnościowych spadły o 0,1 proc. Jeżeli chodzi o poszczególne kategorie z żywności to ceny warzyw wzrosły 8,2 proc, pieczywa 2,0 proc, natomiast ceny owoców spadły o 3,3 proc., a mięsa o 1,4 proc. (...) Wydaje nam się, że na koniec roku 12-miesięczny wskaźnik cen wyniesie 1,9 proc.

Z jednej strony, niższy poziom CPI na przełomie roku może być traktowany przez rynek jako czynnik zmniejszający szanse na szybką podwyżkę stóp procentowych w Polsce. Z drugiej strony, nasze szacunki wskazują, że jeśli założenia ministerstwa dotyczące wzrostu cen okażą się poprawne, to inflacja netto wzrośnie w październiku do 1,6% z 1,4% r/r we wrześniu.

Ludwik Kotecki, wicedyrektor działu analiz MF

Reuters, 25 października

Po ponownym przeliczeniu szacujemy, że wzrost gospodarczy w III kwartale wzrośnie o 5,5 procent, dzięki dynamicznej produkcji przemysłowej, rosnącym inwestycjom oraz silnemu eksportowi. W całym roku wzrost gospodarczy może przekroczyć szacowane wcześniej 5,2 procent.

Prawie co miesiąc okazuje się, że publikowane dane statystyczne nt. sytuacji ekonomicznej są wyraźnie lepsze od przewidywań. Podobnie było również we wrześniu, kiedy to zanotowano szybki wzrost produkcji w przemyśle i budownictwie oraz wysoką sprzedaż detaliczną. W sumie, wyniki całego III kwartału wskazują, że tempo rozwoju gospodarki było wyższe niż sugerowały do niedawna prognozy. Dane te dają podstawy, aby wierzyć, że wzrost PKB w III kwartale był przynajmniej równie szybki, co ten zanotowany w poprzednim kwartale (5,5%). Ocenę taką potwierdził p.o. prezesa GUS, podsumowując sytuację gospodarczą w III kwartale. W związku z tym wydaje się prawdopodobne, że wzrost w całym roku będzie również bliski 5,5%. Oficjalne dane o PKB w III kw. zostaną opublikowane 30 listopada.

Janusz Witkowski, p.o. prezesa GUS

Reuters, 24 października

Wszystko wskazuje na to, że kwartał trzeci z punktu widzenia wzrostu gospodarczego mógł być nie gorszy niż kwartał drugi.

Szacunki resortu pracy wskazują, że stopa bezrobocia rejestrowanego w październiku obniżyła się poniżej poziomu 15% po raz pierwszy od prawie sześciu lat. Podstawą do szacunku są dane z urzędów pracy, a oficjalne dane zostaną opublikowane przez GUS w drugiej połowie miesiąca. Czynniki sezonowe mogą podnieść stopę bezrobocia w miesiącach zimowych ponownie do nieco powyżej tego poziomu. Jednak, w relacji rok do roku utrzymana jest tendencja spadkowa i oczekujemy że będzie ona kontynuowana w 2007 roku. Prognozujemy że stopa bezrobocia osiągnie 15,2% w grudniu i może wzrosnąć jeszcze wyżej w pierwszym kwartale przyszłego roku, ale później powinna obniżyć się do ok. 13,5% pod koniec 2007 roku. Mimo wszystko, stopa bezrobocia w Polsce prawdopodobnie pozostanie najwyższa w Unii Europejskiej.

Bohdan Socha, wiceminister pracy i polityki społecznej

Reuters, 7 listopada

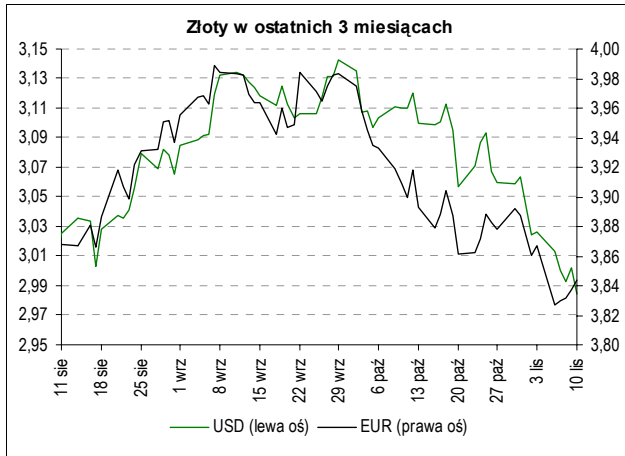
Szacujemy, że w październiku stopa bezrobocia spadła o 0,3%, do 14,9%, a liczba bezrobotnych spadła o 62.000 do 2,3 miliona osób.

Anna Kalata, minister pracy i polityki społecznej

Reuters, 9 listopada

Zwiększenie środków na aktywizację zawodową i utrzymująca się stosunkowo dobra pogoda mogą skutkować spadkiem bezrobocia w stosunku do października, choć wcześniej tego nie zakładaliśmy. Oznacza to, że na koniec roku bezrobocie będzie poniżej szacowanego przez nas wcześniej poziomu 15,5%.

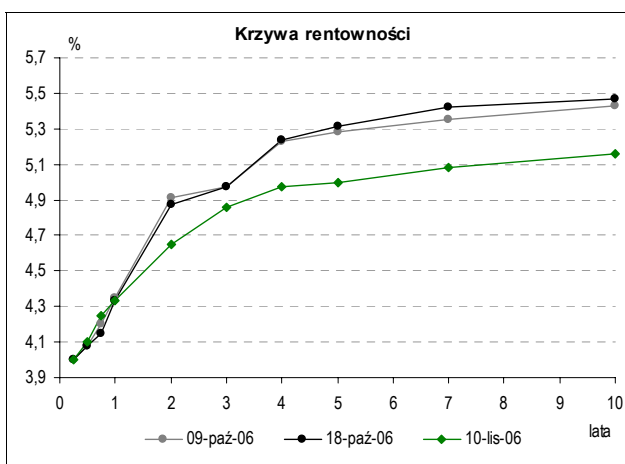
Monitor rynku



Dalszy wzrost wartości złotego

▪ Od początku października złoty umacniał się wobec euro i dolara za sprawą poprawy nastrojów w regionie i przebił ważne pasmo oporu 3,88-3,9 wsparty przez umacniającego się forinta oraz korony (CZK i SK). Na dalszą aprecjację walut i poprawę nastawienia do gospodarek rozwijających się wpływ miały pozytywne dane z rynku pracy w USA sugerujące łagodniejszy przebieg spowolnienia w Stanach Zjednoczonych. W ostatnich dniach złoty oscylował w wąskim przedziale 3,81-3,85.

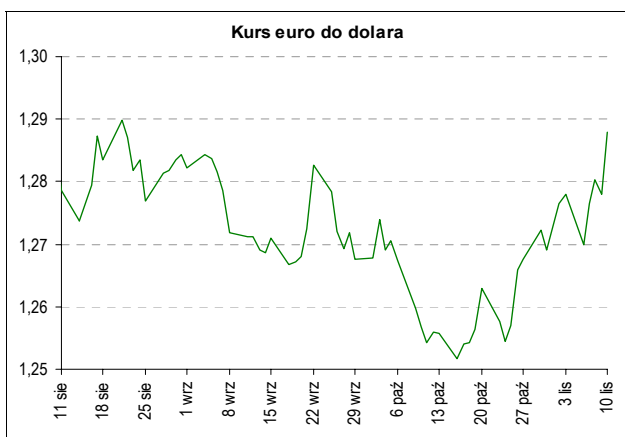
▪ Sądzymy, że złoty może jeszcze zyskać na wartości, jednak ważnym pasmem oporu będzie przedział 3,8-3,81. Sądzymy, że potencjał do umocnienia polskiej waluty jest już znacznie mniejszy niż przed miesiącem. Kurs EURPLN raczej pozostanie powyżej 3,8, a USDPLN nieco poniżej 3,0, ale dalsze umacnianie w regionie i pozytywne dane z gospodarki amerykańskiej, mogą mocniej wpłynąć na wzrost wartości złotego.



Zdecydowany spadek rentowności

▪ Znacząca poprawa nastrojów w regionie oraz polepszenie nastawienia do rynków wschodzących pozytywnie wpłynęło również na polski rynek długu. Rentowności spadły wzdłuż krzywej o niemal 30 pb. Spory wpływ na umocnienie obligacji miały dane z USA i zachowanie rynków bazowych, obniżenie prognoz inflacji przez Ministerstwo Finansów spowodowany spadkami cen paliw jak również gołębie wypowiedzi Urszuli Grzeleńskiej. To wszystko mimo jastrzębiej projekcji inflacji.

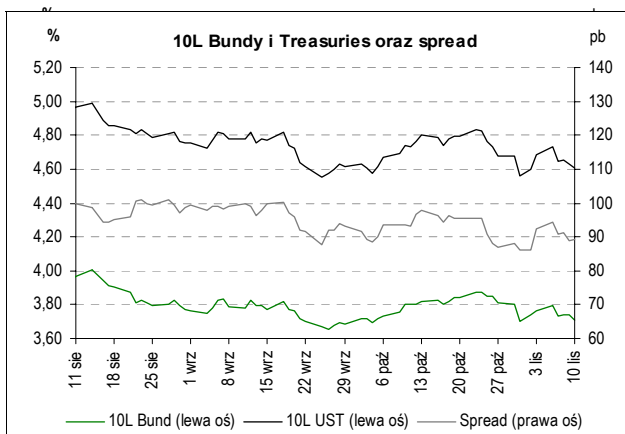
▪ Spadek prognoz inflacji, wypowiedzi Urszuli Grzeleńskiej oraz jak się wydaje zmniejszająca się istotność wyników projekcji inflacji dla większej części członków RPP wspierają nasze oczekiwania o braku podwyżek stóp w najbliższych miesiącach. W dalszym ciągu spore znaczenie może mieć skala osłabienia gospodarczego w USA oraz dane z krajowego rynku pracy. Ceny obligacji są bardzo wysokie, a pole do ich dalszego wzrostu znacząco się zawężało.



Znacząca przecena dolara

▪ Od momentu publikacji ostatniego raportu dolar znacząco stracił na wartości w związku z serią słabszych danych makroekonomicznych z USA (przede wszystkim PKB za III kw., indeksy aktywności) oraz dosyć łagodnym komunikacie Fed. Lekkie umocnienie nastąpiło po danych z rynku pracy jednak potem dolar osłabił się znacząco do niemal 1,29 po informacji o możliwej dywersyfikacji rezerw walutowych Chin oraz w związku z oczekiwaną podwyżką stóp przez EBC.

▪ Zgodnie z naszymi oczekiwaniami dolar słabnie względem wspólnej waluty w związku ze spowolnieniem amerykańskiej gospodarki. Spory wpływ na kurs EURUSD będą miały m.in. dane z USA o inflacji, choć wydaje się, że dane obrazujące wzrost gospodarczy mogą być istotniejsze. Dalej spodziewany się wzrost kursu EURUSD do powyżej 1,3 w przyszłym roku.



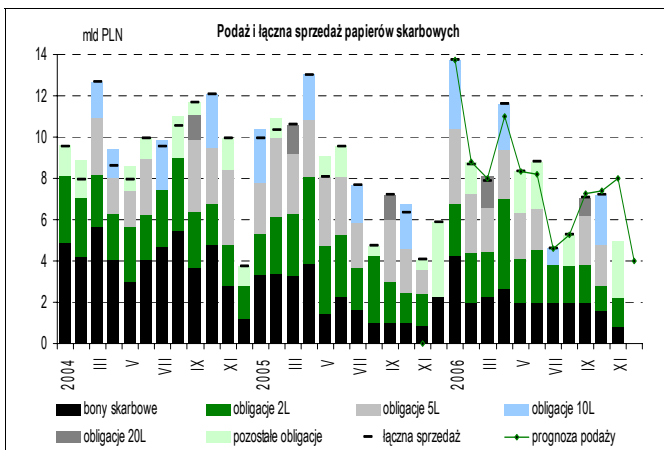
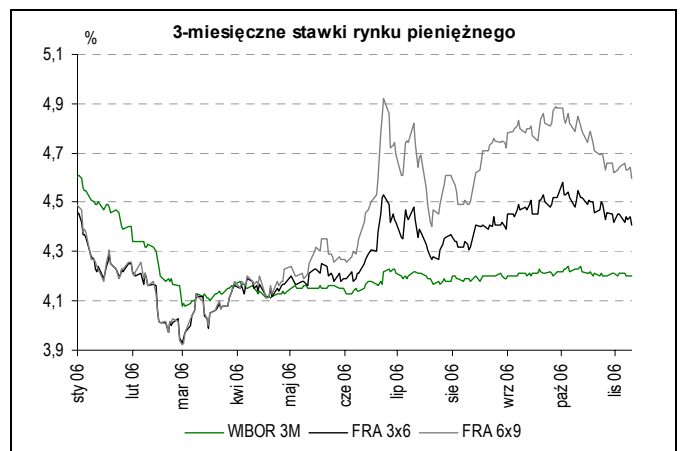
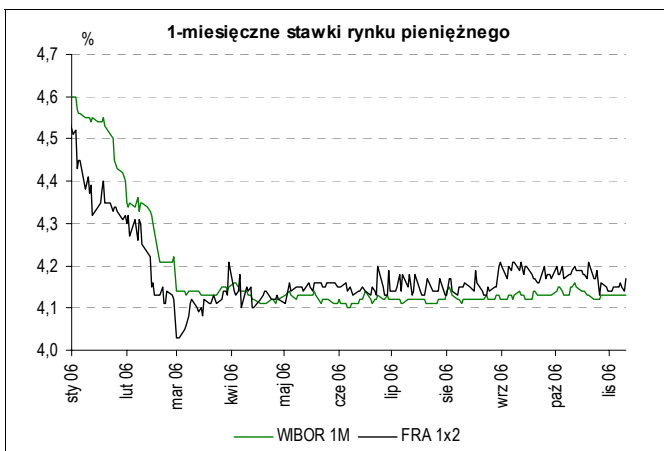
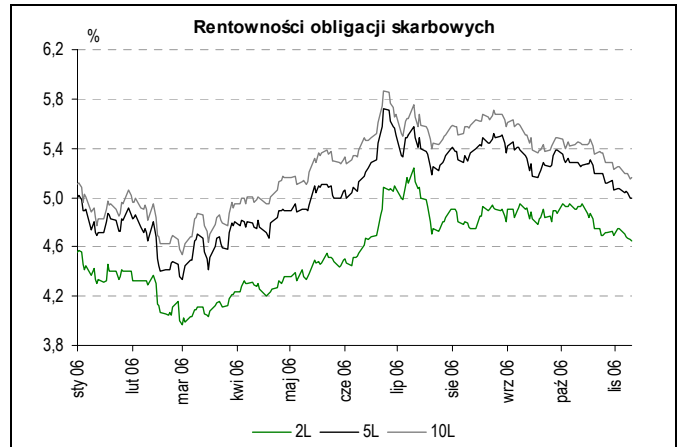
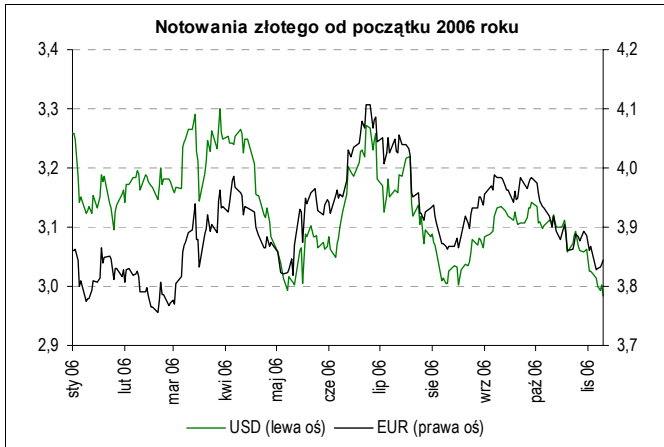
Oczekiwane spowolnienie w USA umacnia rynki bazowe

▪ Rewaluacja ocen, co do spodziewanego rozwoju gospodarczego w USA, m.in. po publikacji danych o PKB, danych z rynku nieruchomości oraz statystyk aktywności gospodarczej w USA spowodowała umocnienie Treasuries, co przełożyło się również na rynek europejski. Ceny długu były wsparte przez zmniejszające się obawy o presję inflacyjną (spadek CPI, neutralny komunikat Fed). Mimo rewizji danych z rynku pracy w USA rentowności 10-letnich Treasuries i Bundów spadły w ciągu miesiąca o ok. 10 pb.

▪ Utrzymujemy pogląd, że stopy w USA zostaną utrzymane w 2006 r. na poziomie 5,25%, a w II kw. przyszłego roku nastąpią obniżki stóp do 4,75%, a w całym 2007 r. nawet o 75-100 pb z powodu spowolnienia gospodarczego. W strefie euro po spodziewanej podwyżce w grudniu oczekujemy również wzrostu stóp w I kw. 2007.

Źródło: Reuters, BZ WBK

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

| OFERTA / SPRZEDAŻ | | |
|--------------------------|----------------------|----------------------|
| Data przetargu | 52-tyg. | Suma |
| 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 / 2 000 | 2 000 / 2 000 |
| 09.10.2006 | 800 / 800 | 800 / 800 |
| 23.10.2006 | 800 / 800 | 800 / 800 |
| razem październik | 1 600 / 1 600 | 1 600 / 1 600 |
| 06.11.2006 | 800 / 800 | 800 / 800 |
| 20.11.2006 | 800 - 1000 | 800 - 1000 |
| razem listopad* | 1 600 - 1 800 | 1 600 - 1 800 |

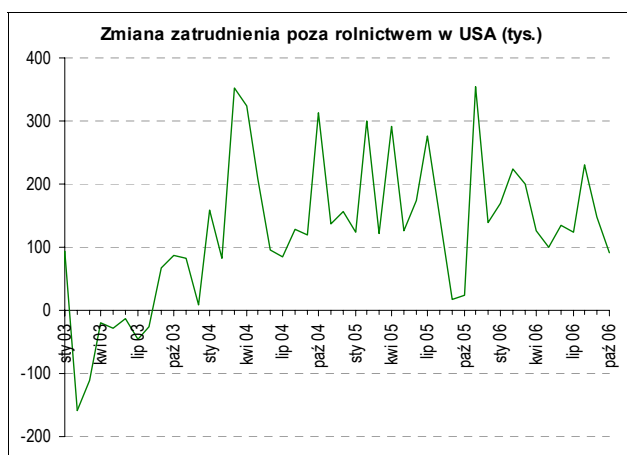
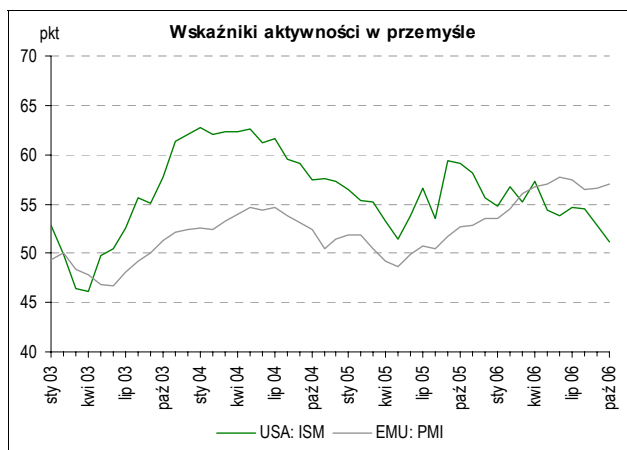
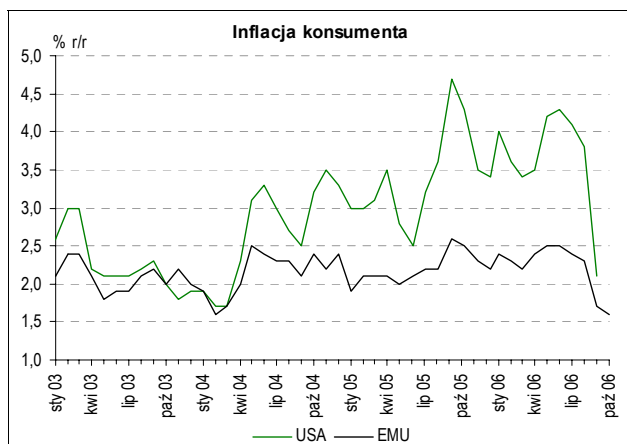
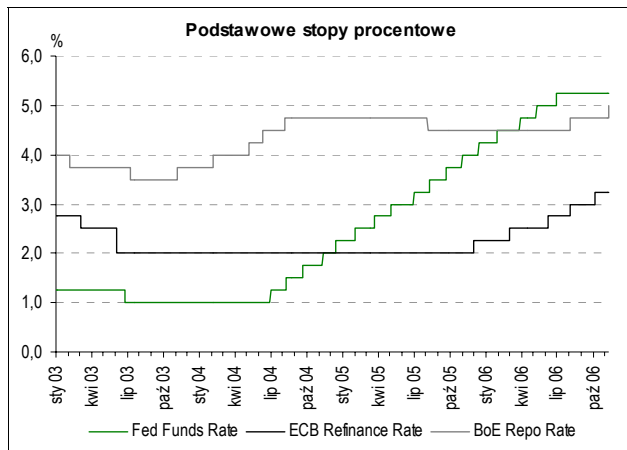
* na podstawie informacji Ministerstwa Finansów

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 | 2 400 | 2 400 | 18.10 | PS0511 | 2 000 | 2 000 |
| listopad | 02.11 | OK1208 | 1 400 | 1 400 | 08.11 | WZ0911 IZ0816 | 2 760 500 | 2 760 0 | 15.11 | PS0511 | 1 500 - 2 500 | - |
| grudzień | 06.12 | OK1208 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |

* razem z przetargiem uzupełniającym

Przegląd międzynarodowy



Źródło: Reuters, EBC, Federal Reserve

W strefie euro oczekiwana podwyżka stóp w grudniu

- Fed jak oczekiwano pozostawił w październiku stopy bez zmian. Komunikat zawierał stwierdzenia, że gospodarka spowalnia, ale jednocześnie dał do zrozumienia, że presja inflacyjna będzie nadal uważnie monitorowana, co można zinterpretować jako pewną skłonność do zaostrzenia polityki pieniężnej. Niemniej, komunikat został zinterpretowany przez rynek jako mniej „jastrzębi” niż oczekiwała część uczestników rynku.
- EBC pozostawił stopy bez zmian na poziomie 3,25%, ale zasygnalizował, że koszt pożyczek wzrośnie ponownie o 25 pb do 3,5% w grudniu, aby pozostawić presję inflacyjną pod kontrolą. Prezes EBC stwierdził, że polityka pieniężna pozostaje akomodacyjna a oczekiwania odnośnie wzrostu stóp do końca roku są trafne.

Spadające ceny konsumentów, wysoki bazowy CPI

- CPI w USA spadł we wrześniu o 0,5% m/m (+2,1% r/r), bardziej niż przewidywano (-0,3% m/m), m.in. dzięki spadającym cenom energii (-7,2% m/m) i benzyny (-13,5% m/m). Bazowy CPI wzrósł o 0,2% m/m (2,9% r/r) przy rosnących czynszach oraz rosnących cenach w opiece zdrowotnej. PPI spadł o 1,3% m/m (najbardziej od kwietnia 2003) w wyniku spadku cen energii, rekordowo wysokiego spadku ceny benzyny (22,2% m/m) i oleju grzewczego (18,5% m/m). Bazowy PPI wzrósł o 0,6% m/m.
- Inflacja HICP dla strefy euro spadła we wrześniu do 1,7% r/r (0,0% m/m) z 2,3% r/r w sierpniu. Dane bazowe, wykluczające ceny żywności i energii, wyniosły 1,5% r/r i 0,3% m/m. Przedwstępne dane o HICP pokazały spadek inflacji w październiku do 1,6%, przy oczekiwaniach przewidywali stabilizację inflacji. PPI spadł o 0,5% m/m (+4,6% r/r).

Nieoczekiwany spadek dynamiki PKB w USA

- Wskaźnik ISM dla sektora przetwórczego w Stanach Zjednoczonych spadł w październiku do poziomu 51,2 (najniższy od czerwca 2003) z 52,9. W sumie, dane mogą zostać dość pozytywnie przyjęte przez Fed, który liczy na zmniejszenie presji inflacyjnej kosztem pewnego spowolnienia gospodarki. Amerykański wskaźnik ISM dla sektora usług wzrósł do poziomu 57,1 z 52,9 we wrześniu.
- PMI dla sektora przetwórczego w strefie euro wzrósł w październiku do 57,0 z 56,6 we wrześniu. Dane były mocniejsze od przewidywanych 56,7. Wzrost indeksu jest konsekwencją silnego eksportu oraz silnego popytu krajowego. Wzrost w sektorze usług spowolnił do najniższego poziomu od 11 miesięcy. Indeks PMI spadł do 56,5 z 56,7, poniżej prognoz analityków na poziomie 57,0.
- PKB w USA w III kw. wzrósł o 1,6% r/r, przy 2,6% w II kw. najslabiej od ponad trzech lat, przy oczekiwaniach na poziomie 2,2% (największy od 1991r. spadek wydatków na nowe nieruchomości. Wskaźnik inflacyjny PCE wzrósł w III kw. o 2,3% kw/kw i 2,4% r/r (najbardziej od 1995 roku).

Bardzo dobre dane z rynku pracy

- Dane z amerykańskiego Departamentu Pracy pokazały spadek stopy bezrobocia w październiku do najniższego poziomu od niemal 5,5 lat. Stopa bezrobocia spadła w październiku do 4,4% z 4,6% we wrześniu. To była najniższa wartość od maja 2001 (4,3%) i może spowodować wzrost zaniepokojenia zacieśniającymi się warunkami na rynku pracy, co mogłoby doprowadzić do zwiększonej presji inflacyjnej. W USA utworzono 92 tys. nowych miejsc pracy poza sektorem rolniczym przy oczekiwaniach 125 tys., podczas gdy wartości za dwa poprzednie miesiące zostały zrewidowane w górę o 139 tys. (148 tys. we wrześniu, 230 tys. w sierpniu).

Kalendarz wydarzeń i publikacji

| Poniedziałek | Wtorek | Środa | Czwartek | Piątek |
|---|---|---|--|--|
| 13 listopada USA: Budżet federalny (X) | 14 POL: Bilans płatniczy (IX) POL: Podaż pieniądza (X) GER: Indeks ZEW (XI) EMU: Wstępny PKB (III kw.) USA: PPI (X) USA: Sprzedaż detaliczna (X) | 15 POL: Aukcja obligacji 5-letnich POL: CPI (X) USA: Protokół FOMC | 16 POL: Place brutto i zatrudnienie (X) EMU: Finałny HICP (X) USA: CPI (X) USA: Napływ kapitału netto (IX) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnej (X) USA: Produkcja przemysłu (X) USA: Philadelphia Fed index (XI) | 17 EMU: Produkcja przemysłu (IX) USA: Liczba rozpoczętych inwestycji budowlanych (X) |
| 20 POL: Przetarg bonów skarbowych POL: Produkcja przemysłowa (X) POL: Ceny produkcji (X) | 21 | 22 POL: Aukcja zamiany USA: Finałny Michigan (XI) | 23 POL: Inflacja bazowa (X) POL: Wskaźniki koniunktury (XI) GER: Ifo indeks (XI) EMU: Saldo obrotów bieżących (IX) | 24 POL: Sprzedaż detaliczna (X) POL: Bezrobocie (X) |
| 27 | 28 POL: Spotkanie RPP EMU: Podaż pieniądza M3 (X) USA: Zamówienia na dobra trwałe (X) USA: Zaufanie konsumentów (XI) USA: Sprzedaż domów (X) | 29 POL: Spotkanie RPP – decyzja USA: Bazowy PCE (III kw.) USA: Sprzedaż nowych domów (X) | 30 POL: PKB (III kw.) EMU: Wskaźnik nastrojów (XI) EMU: Zrewidowany PKB (III kw.) EMU: Wstępny HICP (XI) USA: Chicago PMI (XI) | 1 grudnia EMU: PMI w sektorze przetwórczym (XI) USA: ISM w sektorze przetwórczym (XI) |
| 4 POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: PPI (X) | 5 EMU: PMI w sektorze usług (XI) USA: Jednostkowe koszty pracy i produktywność pracy (III kw.) USA: Zamówienia w przemyśle (X) USA: ISM w sektorze usług (XI) | 6 POL: Aukcja obligacji 2-letnich | 7 EMU: Spotkanie ECB – decyzja | 8 USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (X) USA: Bezrobocie (X) |
| 11 USA: Zapasy hurtowe (X) | 12 GER: Indeks ZEW (XII) USA: Bilans handlowy (X) USA: Budżet federalny (XI) USA: Spotkanie Fed – decyzja | 13 USA: Sprzedaż detaliczna (XI) | 14 POL: CPI (XI) USA: Ceny w handlu zagranicznym (XI) | 15 POL: Place brutto i zatrudnienie (XI) EMU: Finałny HICP (XI) USA: CPI (XI) USA: Napływ kapitału netto (X) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnej (XI) USA: Produkcja przemysłu (XI) |

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 | 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 | 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 | 13 |
| Podaż pieniądza | 13 | 14 | 14 | 14 | 12 | 14 | 14 | 14 | 14 | 13 | 14 | 14 |
| Bilans NBP | 6 | 7 | 7 | 7 | 5 | 7 | 7 | 7 | 7 | 6 | 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

| | | 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 | lis 06 |
|----------------------------------|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Produkcja przemysłowa | % r/r | 7,6 | 8,5 | 9,6 | 9,8 | 10,2 | 16,4 | 5,7 | 19,1 | 12,2 | 14,3 | 12,6 | 11,7 | 17,0 | 16,1 |
| Sprzedaż detaliczna ^c | % r/r | 7,5 | 7,3 | 6,3 | 8,6 | 10,2 | 10,1 | 13,2 | 13,7 | 10,7 | 11,0 | 11,5 | 14,5 | 13,1 | 12,5 |
| Stopa bezrobocia | % | 17,3 | 17,3 | 17,6 | 18,0 | 18,0 | 17,8 | 17,2 | 16,5 | 16,0 | 15,7 | 15,5 | 15,2 | 14,9 | 14,9 |
| Place brutto ^{b c} | % r/r | 6,4 | 6,9 | 1,5 | 3,6 | 4,8 | 5,4 | 4,0 | 5,2 | 4,5 | 5,6 | 5,3 | 5,1 | 4,9 | 4,4 |
| Zatrudnienie ^b | % r/r | 2,1 | 2,5 | 2,6 | 2,6 | 2,4 | 2,7 | 2,8 | 3,0 | 3,1 | 3,3 | 3,5 | 3,5 | 3,5 | 3,3 |
| Eksport (w euro) ^d | % r/r | 20,6 | 16,8 | 22,5 | 21,7 | 19,2 | 28,2 | 10,6 | 32,2 | 16,4 | 18,0 | 23,4 | 20,1 | 12,5 | 14,6 |
| Import (w euro) ^d | % r/r | 16,4 | 20,1 | 18,6 | 23,7 | 22,0 | 23,9 | 10,7 | 30,4 | 16,2 | 24,0 | 24,3 | 19,9 | 15,3 | 13,7 |
| Bilans handlowy ^d | mln EUR | 9 | -322 | -425 | 6 | -229 | -130 | -92 | -483 | -75 | -568 | -453 | -150 | -200 | -300 |
| Rachunek bieżący ^d | mln EUR | -357 | -502 | -530 | -211 | -839 | -356 | -570 | -404 | -215 | -475 | -610 | -300 | -300 | -380 |
| Rachunek bieżący ^d | % PKB | -1,6 | -1,8 | -1,7 | -1,6 | -1,8 | -1,9 | -2,1 | -1,9 | -2,0 | -2,0 | -2,1 | -2,1 | -2,0 | -2,0 |
| Deficyt budżetowy (narastająco) | mlrd PLN | -20,6 | -22,2 | -28,6 | 0,7 | -6,7 | -9,0 | -10,0 | -14,6 | -17,7 | -15,6 | -14,5 | -14,5 | -18,5 | -22,0 |
| Deficyt budżetowy (narastająco) | % planu ^e | 72,1 | 77,7 | 100,0 | -2,3 | 21,9 | 29,4 | 32,8 | 47,8 | 57,8 | 51,1 | 47,5 | 47,4 | 60,6 | 72,0 |
| Inflacja (CPI) | % r/r | 1,6 | 1,0 | 0,7 | 0,6 | 0,7 | 0,4 | 0,7 | 0,9 | 0,8 | 1,1 | 1,6 | 1,6 | 1,2 | 1,5 |
| Ceny produkcji (PPI) | % r/r | -0,9 | -0,4 | 0,2 | 0,3 | 0,7 | 0,9 | 1,7 | 2,3 | 3,0 | 3,5 | 3,3 | 3,6 | 3,7 | 3,8 |
| Podaż pieniądza (M3) | % r/r | 8,7 | 12,6 | 10,5 | 10,4 | 11,7 | 9,8 | 9,6 | 10,1 | 11,9 | 13,0 | 12,9 | 13,0 | 12,6 | 12,3 |
| Depozyty | % r/r | 6,3 | 11,1 | 9,4 | 10,2 | 10,8 | 9,1 | 8,6 | 8,9 | 11,4 | 12,3 | 12,0 | 11,6 | 11,9 | 10,7 |
| Kredyty | % r/r | 4,4 | 10,2 | 11,8 | 12,3 | 13,5 | 13,6 | 12,2 | 12,4 | 16,0 | 16,7 | 18,0 | 19,2 | 19,3 | 19,0 |
| USD/PLN | PLN | 3,26 | 3,37 | 3,25 | 3,16 | 3,18 | 3,23 | 3,20 | 3,05 | 3,17 | 3,15 | 3,05 | 3,12 | 3,09 | 2,99 |
| EUR/PLN | PLN | 3,92 | 3,97 | 3,85 | 3,82 | 3,79 | 3,88 | 3,92 | 3,90 | 4,02 | 4,00 | 3,90 | 3,97 | 3,90 | 3,83 |
| Stopa interwencyjna ^a | % | 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 | 4,00 |
| Stopa lombardowa ^a | % | 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 | 5,50 |
| WIBOR 3M | % | 4,50 | 4,64 | 4,62 | 4,49 | 4,26 | 4,12 | 4,14 | 4,15 | 4,17 | 4,19 | 4,19 | 4,21 | 4,22 | 4,15 |
| Rentowność bonów 52-tyg. | % | 4,19 | 4,35 | 4,38 | 4,22 | 3,97 | 3,87 | 3,95 | 4,02 | 4,20 | 4,30 | 4,35 | 4,44 | 4,35 | 4,35 |
| Rentowność obligacji 2L | % | 4,42 | 4,75 | 4,64 | 4,40 | 4,20 | 4,10 | 4,28 | 4,44 | 4,75 | 4,95 | 4,85 | 4,87 | 4,84 | 4,70 |
| Rentowność obligacji 5L | % | 4,85 | 5,23 | 5,04 | 4,82 | 4,60 | 4,59 | 4,80 | 5,00 | 5,33 | 5,37 | 5,41 | 5,31 | 5,24 | 5,05 |
| Rentowność obligacji 10L | % | 4,90 | 5,36 | 5,14 | 4,94 | 4,78 | 4,78 | 5,02 | 5,26 | 5,54 | 5,55 | 5,61 | 5,48 | 5,39 | 5,20 |

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 | 980,9 | 1 042,2 | 1 119,1 | 228,7 | 238,2 | 241,0 | 273,0 | 240,3 | 251,9 | 258,0 | 292,1 |
| PKB | % r/r | 5,3 | 3,5 | 5,4 | 5,0 | 2,4 | 3,0 | 4,1 | 4,5 | 5,2 | 5,5 | 5,5 | 5,4 |
| Popyt krajowy | % r/r | 5,9 | 3,6 | 5,4 | 5,0 | 1,4 | -0,1 | 2,3 | 5,6 | 4,8 | 4,8 | 5,9 | 5,9 |
| Spożycie indywidualne | % r/r | 4,0 | 2,6 | 4,9 | 4,2 | 1,3 | 1,4 | 2,2 | 2,6 | 5,2 | 4,9 | 5,0 | 4,5 |
| Nakłady brutto na środki trwałe | % r/r | 6,3 | 0,8 | 12,6 | 10,0 | 1,2 | 3,9 | 6,4 | 10,1 | 7,7 | 14,8 | 15,0 | 12,0 |
| Produkcja przemysłowa | % r/r | 12,3 | 4,0 | 12,3 | 8,0 | 0,7 | 2,3 | 4,5 | 8,4 | 12,4 | 12,1 | 12,3 | 12,6 |
| Sprzedaż detaliczna realnie | % r/r | 7,1 | 1,5 | 11,4 | 9,0 | -0,4 | -3,2 | 4,1 | 5,4 | 9,0 | 11,8 | 13,8 | 11,1 |
| Stopa bezrobocia ^a | % | 19,1 | 17,6 | 15,2 | 13,5 | 19,2 | 18,0 | 17,6 | 17,6 | 17,8 | 16,0 | 15,2 | 15,2 |
| Place realne brutto ^c | % r/r | 0,8 | 1,2 | 3,8 | 3,2 | -1,3 | 0,8 | 1,1 | 3,8 | 4,3 | 3,9 | 4,1 | 3,6 |
| Zatrudnienie ^c | % r/r | -0,8 | 1,9 | 3,1 | 3,2 | 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 | 19,2 | 15,0 | 23,4 | 13,1 | 15,6 | 19,8 | 23,3 | 19,5 | 20,7 | 14,2 |
| Import (w euro) ^b | % r/r | 19,5 | 13,4 | 19,9 | 17,0 | 17,8 | 6,1 | 11,8 | 18,4 | 23,3 | 19,0 | 22,8 | 15,2 |
| Bilans handlowy ^b | mln EUR | -4 552 | -2 242 | -3 219 | -5 615 | -277 | -612 | -619 | -734 | -352 | -646 | -1 171 | -1 050 |
| Rachunek bieżący ^b | mln EUR | -8 670 | -4 130 | -5 265 | -9 184 | -842 | -743 | -1 161 | -1 384 | -1 396 | -1 184 | -1 385 | -1 300 |
| Rachunek bieżący ^b | % PKB | -4,3 | -1,7 | -2,0 | -3,2 | -3,3 | -2,2 | -1,7 | -1,7 | -1,9 | -2,0 | -2,0 | -2,0 |
| Deficyt budżetowy ^a | mld PLN | -41,5 | -28,6 | -28,5 | -30,0 | -12,3 | -18,5 | -17,8 | -28,6 | -9,0 | -17,7 | -14,5 | -28,5 |
| Deficyt budżetowy | % PKB | -4,5 | -2,9 | -2,7 | -2,7 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Inflacja (CPI) | % r/r | 3,5 | 2,1 | 1,1 | 2,2 | 3,6 | 2,3 | 1,6 | 1,1 | 0,6 | 0,8 | 1,4 | 1,5 |
| Inflacja (CPI) ^a | % r/r | 4,4 | 0,7 | 1,8 | 2,5 | 3,4 | 1,4 | 1,8 | 0,7 | 0,4 | 0,8 | 1,6 | 1,8 |
| 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 | 4,6 |
| Podaż pieniądza (M3) ^a | % r/r | 8,7 | 10,5 | 11,9 | 10,5 | 11,0 | 10,8 | 12,7 | 10,5 | 9,8 | 11,9 | 13,0 | 11,9 |
| Zobowiązania ^a | % r/r | 8,1 | 9,4 | 10,3 | 10,5 | 10,4 | 9,2 | 11,6 | 9,4 | 9,1 | 11,4 | 11,6 | 10,3 |
| Należności ^a | % r/r | 2,9 | 11,8 | 18,9 | 13,0 | 4,6 | 7,4 | 9,6 | 11,8 | 13,6 | 16,0 | 19,2 | 18,9 |
| USD/PLN | PLN | 3,65 | 3,23 | 3,11 | 2,98 | 3,07 | 3,28 | 3,30 | 3,29 | 3,19 | 3,14 | 3,10 | 3,02 |
| EUR/PLN | PLN | 4,53 | 4,02 | 3,90 | 3,89 | 4,03 | 4,13 | 4,02 | 3,91 | 3,83 | 3,95 | 3,96 | 3,86 |
| 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 | 4,19 |
| Rentowność bonów 52-tyg. | % | 6,50 | 4,92 | 4,20 | 4,35 | 5,91 | 5,21 | 4,26 | 4,31 | 4,02 | 4,06 | 4,37 | 4,37 |
| Rentowność obligacji 2L | % | 6,89 | 5,04 | 4,61 | 4,90 | 5,83 | 5,27 | 4,44 | 4,60 | 4,23 | 4,49 | 4,89 | 4,81 |
| Rentowność obligacji 5L | % | 7,02 | 5,25 | 5,07 | 5,25 | 5,89 | 5,38 | 4,68 | 5,04 | 4,67 | 5,04 | 5,36 | 5,20 |
| Rentowność obligacji 10L | % | 6,84 | 5,24 | 5,25 | 5,45 | 5,76 | 5,37 | 4,72 | 5,13 | 4,83 | 5,27 | 5,55 | 5,36 |

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 10.11.2006 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.

