

# MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Czerwiec 2007

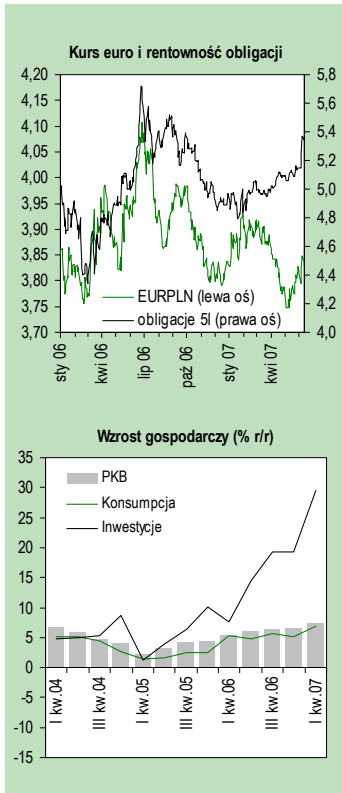
## Drugi kwartał nieco słabszy

▪ **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami sprzed miesiąca, po majowym umocnieniu złotego, doszło do kolejnej korekty na rynku walutowym.** Wydaje nam się, że złoty może się jeszcze nieco osłabić, jednak nie zmieniamy naszych prognoz na dalszą część roku. Jednocześnie, wzrost rentowności był mocniejszy i nastąpił wcześniej niż się spodziewaliśmy, głównie na skutek korekty na rynkach międzynarodowych, przed którą polski rynek i tak bronił się stosunkowo długo.

▪ **Wzrost PKB w I kw. 2007 był wyższy niż się spodziewano, osiągając 7,4% r/r za co odpowiedzialne były przede wszystkim składniki popytu wewnętrznego** (wzrost konsumpcji o prawie 7% i inwestycji o niemalże 30% r/r). Równocześnie jednak dane makroekonomiczne za kwiecień pokazały nieznaczne spowolnienie wzrostu produkcji i sprzedaży, sugerując nieznaczne spowolnienie tempa wzrostu gospodarki w II kwartale br. Inflacja nadal pozostaje stosunkowo niska, utrzymując się w pobliżu celu inflacyjnego pomimo ekspansji gospodarczej. Zapewne presja inflacyjna będzie w średnim okresie narastać na fali szybko rosnącego popytu konsumpcyjnego i utrzymujących się napięć na rynku pracy. Przewidujemy jednak, że będzie to następować stopniowo i inflacja netto jak również CPI pozostaną pod kontrolą.

▪ **Podobnego zdania jest zapewne większość członków Rady Polityki Pieniężnej, ponieważ RPP pozostawiła w maju stopy procentowe bez zmian, zgodnie z oczekiwaniami rynku.** W komunikacie po posiedzeniu Rada stwierdziła, że zmalało ryzyko tego, że inflacja znajdzie się w średnim okresie powyżej celu, choć nadal jest ono wyższe od prawdopodobieństwa, że inflacja będzie niższa od celu. Oznacza to, że nieformalnie nadal obowiązuje restrykcyjne nastawienie polityki pieniężnej. Równocześnie, komunikat i wypowiedzi RPP wskazują, że o ewentualnej kolejnej podwyżce stóp przesądzą nadchodzące dane.

▪ **Kluczowym czynnikiem dla decyzji RPP w przyszłości jest rozwój sytuacji na rynku pracy, któremu przyglądamy się bliżej w ramach Tematu miesiąca.** Nasza analiza prowadzi do wniosku, że najbliższe kwartały będą okresem szybkiego wzrostu płac, do czego przyczyni się spadek bezrobocia oraz emigracja zarobkowa, przy utrzymaniu niskiej aktywności zawodowej polskiego społeczeństwa. Jednocześnie jednak, można spodziewać się utrzymania dość szybkiego wzrostu wydajności pracy między innymi dzięki silnie zwiększonej aktywności inwestycyjnej. Niemniej, wzrost płac będzie prawdopodobnie większy niż wydajności pracy, co jest równoznaczne ze wzrostem dynamiki jednostkowych kosztów pracy. Będzie to jednak przebiegało w sposób na tyle umiarkowany, że nie powinno naszym zdaniem przelożyć się na gwałtowne przyspieszenie inflacji, która w średnim okresie powinna pozostać w pobliżu celu inflacyjnego. Dlatego sądzimy, że RPP nie zdecyduje się na agresywne podwyżki stóp procentowych i podtrzymujemy nasze przewidywania, zakładające kolejną podwyżkę stóp w lipcu, a następną na przełomie roku.



### W tym miesiącu:

Temat miesiąca	
<b>Jaka praca, taka płaca</b>	2
Gospodarka Polski	7
Pod lupą: Bank centralny	10
Pod lupą: Rząd i polityka	12
Monitor rynku	14
Przegląd międzynarodowy	16
Kalendarz makroekonomiczny	17
Dane i prognozy ekonomiczne	18

**Maciej Reluga**  
Główny Ekonomista  
022 586 8363

**Piotr Bielski**  
022 586 8333

**Piotr Bujak**  
022 586 8341

**Cezary Chrapek**  
022 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

### Na rynku finansowym 30 maja 2007 r.:

Stopa depozytowa NBP	2,75	WIBOR 3M	4,44	USDPLN	2,8415
Stopa referencyjna NBP	4,25	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	4,37	EURPLN	3,8190
Stopa lombardowa NBP	5,75	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,15	EURUSD	1,3440

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 12.06.2007 r.

## Temat miesiąca

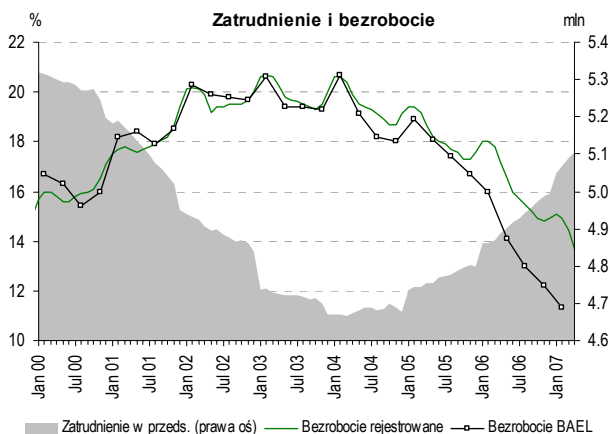
### Jaka praca, taka płaca

Elementem układanki makroekonomicznej, któremu ze szczególną uwagą przyglądają się obecnie z każdej strony bankierzy centralni i uczestnicy rynku finansowego jest sytuacja na rynku pracy. Za kluczowy wskaźnik dla polityki pieniężnej uważana jest obecnie – co wynika z wypowiedzi samych członków Rady Polityki Pieniężnej – relacja pomiędzy dynamiką wynagrodzeń a tempem wzrostu wydajności pracy. Tym samym, rozwój wydarzeń na rynku pracy jest najważniejszym czynnikiem dla oceny średnioterminowych perspektyw inflacji, a co za tym idzie dla oczekiwań co do dalszych ruchów w krajowej polityce pieniężnej. Dlatego w tej edycji MAKROskopu przyglądamy się bliżej dotychczasowym tendencjom na krajowym rynku pracy i staramy się ocenić perspektywy rozwoju sytuacji oraz określić, jakie to może mieć konsekwencje dla polityki makroekonomicznej.

#### Spojrzenie z perspektywy czasu

Aby lepiej ocenić bieżące zjawiska na rynku pracy, warto spojrzeć na nie jako część dłuższego procesu. Lata 2000-2004 upłynęły na polskim rynku pracy pod znakiem spadku zatrudnienia i wzrostu bezrobocia do rekordowo wysokiego poziomu ponad 20%. Ilustruje to wykres 1.

Wykres 1.

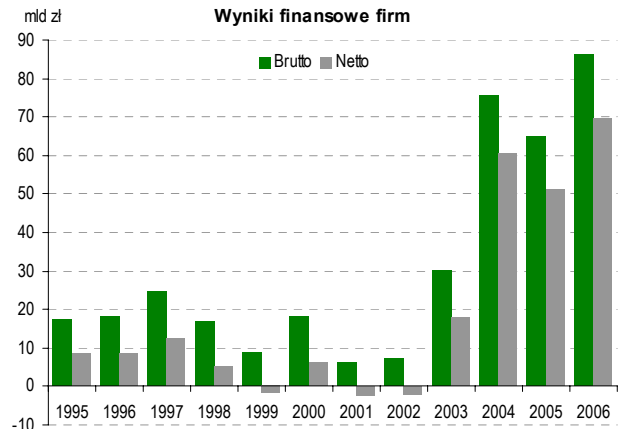


Źródło: GUS, obliczenia własne

Co ważne, spadek popytu na pracę obserwowany był nie tylko w okresie silnego spowolnienia gospodarczego (lata 2000-2002), ale również wówczas, gdy polska gospodarka zaczęła stopniowo przyspieszać (lata 2003-2004). Popularne stało się wówczas hasło „ożywienie bez zatrudnienia” (ang. *jobless recovery* – zob. MAKROskop z maja 2003 roku). Silny wzrost wydajności pracy umożliwił zwiększanie dochodu narodowego bez wzrostu popytu na pracę, a nawet przy jego zmniejszeniu. Przełożyło się to na spadek łącznych kosztów pracy w polskich firmach oraz znaczną poprawę

ich konkurencyjności. Nastąpiła gwałtowna zmiana *in plus* w zakresie sytuacji finansowej polskich przedsiębiorstw, co pokazuje wykres 2.

Wykres 2.



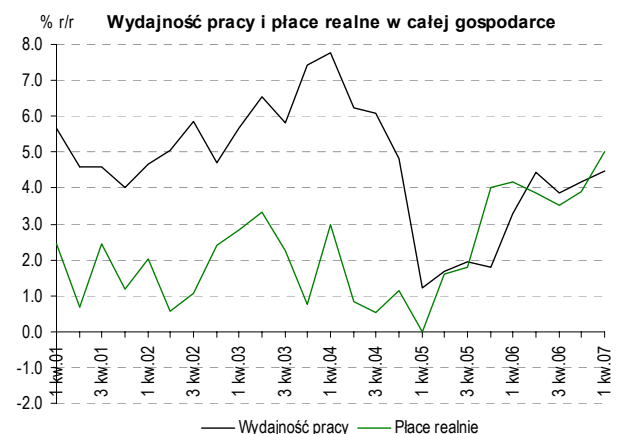
Źródło: GUS

Hasło „ożywienie bez zatrudnienia” było aktualne aż do końca 2004 roku, gdy kilka miesięcy po wejściu Polski do Unii Europejskiej, zatrudnienie zaczęło coraz szybciej rosnać, przekładając się na spadek bezrobocia. Początkowo, poprawa sytuacji pracowników nie następowała zbyt szybko. Ostatnio jednak, tempo wzrostu popytu na pracę i redukcja bezrobocia osiągnęły rekordowo szybkie tempo.

#### Rewolucja na rynku pracy

Rosnące zapotrzebowanie na pracowników, zarówno wykwalifikowanych, jak i niewykwalifikowanych, przy wyczerpującym się szybko zasobie wolnej siły roboczej, spowodowało, że rynek pracodawcy zamienił się w rynek pracownika. W naturalny sposób, jak na rynku każdego dobra lub usługi, znajduje to odzwierciedlenie we wzroście płac. Przeciętne wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw zaczęły w ostatnich miesiącach rosnać wyraźnie szybciej niż przez kilka poprzednich lat. Co więcej, przyspieszenie dynamiki płac dotyczy nie tylko sektora przedsiębiorstw, ale całej gospodarki (patrz wykres 3).

Wykres 3.

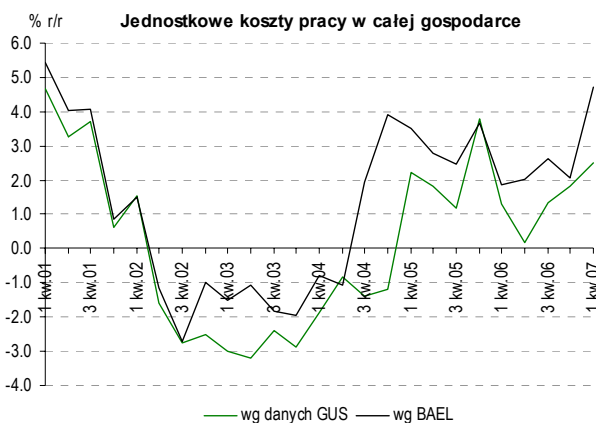


Źródło: GUS, obliczenia własne

W I kwartale 2007 roku nominalny wzrost przeciętnych płac w przemyśle wyniósł 8,3% r/r, a w całej gospodarce 7,1% r/r. Uwzględniając inflację na poziomie ok. 2%, obie wielkości wynoszą realnie odpowiednio 6,3% r/r i 5,1% r/r. Wynika z tego, że o ile w przypadku przemysłu realna dynamika płac utrzymała się poniżej rosnącej nadal w bardzo szybkim tempie wydajności pracy (w I kwartale o blisko 10% r/r), to w skali całej gospodarki wzrost płac zaczął już przekraczać dynamikę wydajności pracy (w I kwartale wyniosła ona ok. 4% r/r).

Gdy realny wzrost płac przekracza w długim okresie dynamikę wydajności pracy, to można spodziewać się nasilenia presji na wzrost cen. Jednocześnie bowiem działają dwa inflacjogenne czynniki: wzmocnienie popytu konsumpcyjnego oraz wzrost kosztów pracy ponoszonych przez firmy, wyrażonych jednostkowymi kosztami pracy. Obserwowany od pewnego czasu silny wzrost popytu konsumpcyjnego oraz wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy (patrz wykres 4) wywołuje obawy bankierów centralnych o średnioterminowe perspektywy inflacji.

#### Wykres 4.



Źródło: GUS, obliczenia własne

Rosnące napięcia na rynku pracy były jednym z kluczowych argumentów za pierwszą od 2004 roku podwyżką stóp procentowych dokonaną przez RPP w kwietniu br. Na razie, nieco pogorszona relacja dynamiki płac do wydajności pracy nie wydaje się bardzo niebezpieczna dla równowagi makroekonomicznej, ponieważ istnieje swego rodzaju bufor w postaci bardzo dużych nadwyżek finansowych polskich firm, wynikających z szybszego wzrostu wydajności pracy niż płac w poprzednich latach (patrz wykres 2 i 3). Niemniej, istnieje duża niepewność co do dalszego rozwoju wydarzeń. Podejmując decyzje na następnych posiedzeniach, każdy z członków RPP będzie musiał przy pomocy różnych analiz i własnej oceny sytuacji gospodarczej odpowiedzieć sobie na pytanie, jak dynamika

jednostkowych kosztów pracy będzie kształtować się w średnim okresie czasu.

#### Presja na wzrost płac w sektorze publicznym

Jednym z czynników, które zdaniem bankierów centralnych będą wywierać presję na wzrost dynamiki wynagrodzeń jest nasilenie żądań płacowych w sektorze publicznym. Wypowiadał się na ten temat m.in. Stanisław Owsiak, którego głos jest bardzo ważny dla rozkładu sił w Radzie. W wywiadzie dla PAP z 21 maja br. stwierdził on, że „ważne jest to, czy to co się dzieje w sferze płacowej w sektorze stricte gospodarczym może przenieść się na tzw. sektor budżetowy”. Członek RPP wyraził obawę, że dobra sytuacja budżetu „może sprokurować żądania płacowe”. Pojawiające się coraz liczniej żądania podwyżek płac przez różne grupy społeczne (np. pracowników służby zdrowia) potwierdzają te obawy. Ponieważ w sektorze publicznym dominują branże usługowe, które charakteryzują się bardzo niskim przyrostem wydajności pracy, ewentualne spełnienie przez rząd żądań płacowych przełoży się na pogorszenie relacji pomiędzy dynamiką płac a tempem wzrostu wydajności pracy w całej gospodarce. Nawet jeśli założymy, że w sektorze prywatnym dynamika płac będzie zbliżona do dynamiki wydajności pracy.

#### Niedopasowania strukturalne

Czynnikiem, działającym w kierunku przyspieszenia dynamiki płac, na który również zwracają uwagę bankierzy centralni, są strukturalne niedopasowania na polskim rynku pracy. Zaliczyć do nich trzeba przede wszystkim niedopasowanie kwalifikacji pracowników do potrzeb pracodawców (wynikające częściowo z dużej liczby osób długotrwale bezrobotnych) oraz małą mobilność pracowników, wynikającą ze niedoskonałego funkcjonowania rynku mieszkaniowego (relatywnie wysoki koszt wynajmu mieszkań w odniesieniu do przeciętnej płacy) oraz złego stanu infrastruktury transportowej, nie tylko pomiędzy regionami, ale nawet w obrębie największych aglomeracji. Niedopasowania strukturalne powodują, że tzw. stopa bezrobocia nie powodująca przyspieszenia wzrostu płac (ang. NAWRU) jest w Polsce stosunkowo wysoka. Szacunki NAWRU w ramach modelu ECMOD wykorzystywanego przez NBP do sporządzania projekcji inflacji wskazują, że znajduje się ona wyraźnie powyżej 10%. Sugeruje to, że rzeczywista stopa bezrobocia (według najnowszych szacunków na koniec maja wyniosła 13%), choć ciągle bardzo wysoka w porównaniu z innymi krajami UE, jest już być może poniżej poziomu NAWRU. Sugerują to informacje z wielu przedsiębiorstw o problemach ze znalezieniem odpowiednich pracowników, nawet w

regionach charakteryzujących się wysoką stopą bezrobocia rejestrowanego.

### Niska aktywność zawodowa

Relatywnie niski poziom efektywnej podaży pracy w Polsce wiąże się nie tylko z wysokim poziomem bezrobocia strukturalnego, ale także, a raczej przede wszystkim z niskim poziomem aktywności zawodowej polskiego społeczeństwa. Nawet gdyby wszyscy bezrobotni znaleźli zatrudnienie, to wskaźnik zatrudnienia wzrósłby zaledwie do poziomu ok. 54%, czyli w pobliże obecnej średniej unijnej dla 27 państw członkowskich, która w świetle Strategii Lizbońskiej uważana jest za niewystarczającą (celem jest poziom 70%). Pokazuje to, że zwiększenie zatrudnienia w Polsce do poziomu uważanego za pożądany byłoby możliwe jedynie poprzez zaktywizowanie osób biernych zawodowo. Niski poziom aktywności zawodowej w Polsce ma dwie główne przyczyny:

- bardzo dużą liczbę osób korzystających ze świadczeń przedemerytalnych,
- znacznie wyższą niż w innych krajach liczbę rencistów.

Rezultatem działania tych czynników jest ograniczenie aktywności zawodowej osób w wieku 55-64 lat, który wynosi w Polsce niespełna 30% wobec ponad 40% średnio w UE. Obniża to poziom aktywności zawodowej polskiego społeczeństwa ogółem. Wykres poniżej pokazuje, że wskaźnik aktywności zawodowej w kraju jest o wiele niższy niż przeciętnie w UE i w najważniejszych gospodarkach w regionie.

Wykres 5.



Źródło: Eurostat

### Emigracja przyspiesza tempo konwergencji płac

Dodatkowym czynnikiem przyczyniającym się do wzrostu napięć na krajowym rynku pracy jest emigracja. Masowe wyjazdy Polaków do krajów starej UE, które otworzyły

swoje rynki pracy, ograniczyły podaż wolnej siły roboczej w kraju. Co ważne, wyjeżdżają przede wszystkim ludzie młodzi o relatywnie wysokiej wydajności. Problem emigracji zarobkowej może się w kolejnych latach nasilać, ponieważ swoje rynki pracy dla Polaków otwierać będą kolejne kraje starej UE. Nawet jeśli w najbliższych latach rozpocznie się częściowy powrót emigrantów z krajów, które wcześniej otworzyły swoje rynki pracy, to kolejna fala exodusu siły roboczej wystąpi w 2011 roku, gdy swoje rynki pracy będą zmuszone otworzyć Niemcy i Austria. Duża liczba Polaków pracujących za granicą przekłada się na przyspieszenie tempa konwergencji poziomu płac w Polsce i krajach UE. Konkurując o pracowników na rynku unijnym, krajowe przedsiębiorstwa muszą coraz częściej godzić się na podwyżki płac.

Problem emigracji zarobkowej ma jednak w przypadku Polski relatywnie mniejsze znaczenie niż na przykład w odniesieniu do krajów bałtyckich. W oparciu o dane z brytyjskiego urzędu imigracyjnego oraz Eurostatu, stosunek liczby Polaków pracujących w Wielkiej Brytanii do ogólnej liczby aktywnych zawodowo Polaków jest mniejszy niż odpowiednia relacja dla krajów bałtyckich. Dlatego trudno zakładać, aby problem w postaci emigracji zarobkowej przełożył się w Polsce na tak silną presję płacową, jaka widoczna jest w krajach bałtyckich.

### Czy wzrost płac można powstrzymać?

Przeciwdziałanie opisanym wyżej czynnikom wywierającym presję na wzrost płac wydaje się trudne. W warunkach ciągłego napięcia na scenie politycznej, stawianie przez rząd oporu żądaniom płacowym w sektorze publicznym może okazać się niemożliwe. Ograniczenie zakresu świadczeń rentowych i przedemerytalnych, co mogłoby zwiększyć aktywność zawodową, również nie będzie łatwe z powodów politycznych. W ostatnim czasie widzimy raczej rosnącą presję na zwiększanie zakresu świadczeń przedemerytalnych, a konkretniej naciski na rozszerzenie zakresu stosowania emerytur pomostowych. Walka z niedopasowaniami strukturalnymi na rynku pracy to zadanie na długie lata i nie przyniesie odczuwalnych skutków w krótkim okresie czasu. Powstrzymanie procesu emigracji wydaje się nierealne. Co prawda pojawiają się sygnały spadku odpływu netto pracowników na Wyspy Brytyjskie, ale w ciągu kilku lat pojawi się nowy, bardzo atrakcyjny – z powodu małej odległości i olbrzymich rozmiarów rynku pracy – cel wyjazdów zarobkowych Polaków, tj. Niemcy i Austria. Ewentualnym sposobem na poprawę salda migracji netto jest szerokie otwarcie polskiego rynku pracy dla pracowników ze Wschodu. Wymagałoby to jednak



uzyskania zgody Komisji Europejskiej, co wcale nie wydaje się oczywiste. Podobnie jak to, czy pracownicy zza naszej wschodniej granicy lub z Dalekiego Wschodu nie będą woleli wybrać dużo lepiej płatną, ale nielegalną pracę w krajach starej UE, czy legalne, ale mniej intratne posady w Polsce.

### Co ze wzrostem wydajności?

Wiele wskazuje na to, że przyspieszenia tempa wzrostu płac w najbliższych latach w porównaniu z ich przeciętną dynamiką w kilku poprzednich latach nie da się uniknąć. Powstaje jednak pytanie, czy nie zrekompensuje tego dalszy dynamiczny wzrost wydajności pracy.

Czynnikiem sprzyjającym dalszemu wzrostowi wydajności pracy jest przede wszystkim potencjał wynikający z ciągle dużo niższego poziomu wydajności pracy w Polsce niż w bardziej rozwiniętych gospodarczo krajach. Uwolnieniu tego potencjału w najbliższych latach sprzyja rosnący napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, dynamiczny wzrost nakładów inwestycyjnych w sektorze przedsiębiorstw oraz coraz większe publiczne inwestycje infrastrukturalne, eliminujące częściowo strukturalne bariery na rynku pracy i zwiększające atrakcyjność Polski dla lokowania zagranicznego kapitału pomimo rosnących stopniowo kosztów pracy. Co ważne, w inwestycjach przedsiębiorstw rośnie udział takich, które są nastawione na ograniczenie zatrudnienia. Stopniowo rosnąca w polskiej gospodarce relacja kapitału do pracy przemawia za utrzymaniem szybkiego wzrostu wydajności pracy w średnim okresie czasu. Wzrostowi wydajności w sektorze przedsiębiorstw i całej gospodarce sprzyjać będzie również zmieniająca się struktura zatrudnienia, polegająca na wzroście w ogóle siły roboczej udziału młodych pracowników o relatywnie wyższej wydajności, choć proces ten ogranicza wspomniana wyżej emigracja zarobkowa.

Czy istnieją również czynniki, które mogą hamować przyrost wydajności pracy w Polsce? Niektórzy ekonomiści sugerują, że czynnikiem, który może osłabić dynamikę wydajności pracy jest planowana redukcja składek rentowych w części płaconej przez pracownika<sup>1</sup>. Ich zdaniem w przypadku redukcji składki rentowej wg proponowanego przez rząd schematu optymalne zachowanie pracownika polegałoby na zmniejszeniu albo czasu pracy, albo też wkładanego w nią wysiłku. Sugeruje się, że „skoro za tę samą pracę pracownik ma dostać więcej, to dlaczego niby ma się przemęczać”.

Naszym zdaniem taka argumentacja nie jest przekonująca. Zakładając racjonalność pracowników można dojść do innych wniosków na temat ich zachowania w reakcji na wzrost płacy netto wywołany redukcją składki rentowej płaconej przez pracownika. Mianowicie, pracownicy podejmują decyzje o podziale czasu pomiędzy czas wolny i pracę (i zaangażowaniu w pracę) na podstawie postrzeganych przejściowych zmian koniunktury i realnej płacy netto wobec poziomów uważanych za normalne w danym okresie czasu<sup>2</sup>. W warunkach bardzo dobrej koniunktury gospodarczej, umożliwiającej redukcję składek ponoszonych przez pracownika (z punktu widzenia pracownika może się ona wydawać przejściowa ze względu na powszechnie dyskutowane zagrożenia dla finansów publicznych w średnim okresie) i rosnącego poziomu realnych płac netto, pracownicy zwiększają czas pracy i wysiłek wkładany w pracę, przewidując, że czas wolny odzyskają w przyszłości, kiedy to zgodnie z oczekiwaniami realna płaca netto będzie niższa od postrzeganego za normalny poziomu. Taka reakcja pracowników nazywana jest substytucją międzyokresową.

Naszym zdaniem, dynamika wydajności pracy będzie się utrzymywać na solidnym poziomie, choć w warunkach rekordowego przyrostu zatrudnienia nie będzie ona tak wysoka, jak w okresie 2000-2004, gdy dochód narodowy dynamicznie rósł bez wzrostu zatrudnienia.

### Jak zachowają się pracodawcy?

Nawet zakładając utrzymanie szybkiego tempa wzrostu wydajności pracy, przyspieszenie wzrostu płac będzie powodować wzrost dynamiki jednostkowych kosztów pracy. To, czy pogorszenie relacji dynamiki płac do wydajności pracy będzie na tyle silne, aby znacząco zachwiać równowagą makroekonomiczną polskiej gospodarki zależeć będzie od reakcji pracodawców na kurczące się zasoby wolnej siły roboczej i rosnące żądania płacowe. Naszym zdaniem jest mało prawdopodobne, aby w sektorze prywatnym dynamika płac mogła w dłuższym terminie przekroczyć dynamikę wydajności pracy, a jeśli nawet przejściowo do tego dojdzie, to jest mało prawdopodobne, aby znalazło to znaczne odzwierciedlenie w polityce cenowej firm.

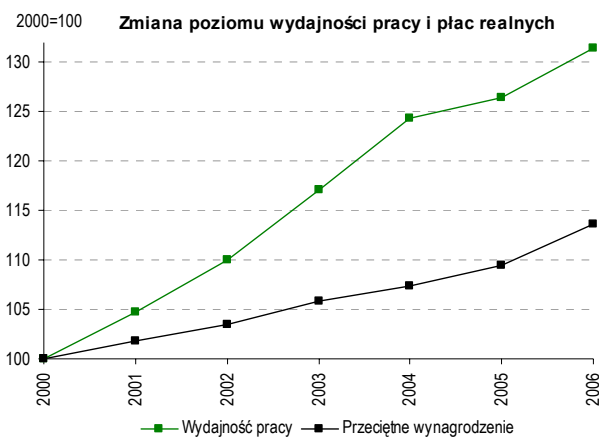
Stając w obliczu nadmiernych żądań płacowych przedsiębiorcy mają kilka możliwości reakcji. Przede wszystkim, do pewnego stopnia przedsiębiorstwa mogą sobie pozwolić na podniesienie płac z powodu zakumulowania bardzo wysokich nadwyżek finansowych. W poprzednich latach mieliśmy bowiem do czynienia z bezprecedensowym wzrostem zyskowności firm, m.in.

<sup>1</sup> J. Jankowiak i M. Gronicki, *O klinie na poważnie*, Rzeczpospolita, 5 marca 2007 r.

<sup>2</sup> por. R. Lucas, L.A. Rapping, *Real Wages, Employment and Inflation*, Journal of Political Economy, September/October 1969.

dzięki obserwowanej w latach 2000-2004 bardzo korzystnej relacji dynamiki płac do wydajności pracy. Z tego punktu widzenia obecne przyspieszenie wzrostu płac jest swego rodzaju naturalną rekompensatą dla pracowników za nie opłacony wcześniej bardzo silny wzrost wydajności pracy. Skumulowany wzrost wydajności pracy w latach 2001-2006, czyli począwszy od dna trwającego obecnie cyklu gospodarczego, wyniósł według naszych szacunków nieco ponad 31%, natomiast realny wzrost płac niespełna 14% (patrz wykres 6).

**Wykres 6.**



Źródło: GUS, obliczenia własne

Rozbieżność między jednym a drugim przyrostem ilustruje rozmiar przestrzeni na podwyżki płac realnych, które doprowadziłyby do pełnego opłacenia wzrostu wydajności pracy od początku obecnej dekady. Wyrównanie dynamiki płac i wydajności pracy w dłuższym okresie czasu nie powinno mieć negatywnych konsekwencji inflacyjnych, szczególnie w warunkach silnej konkurencji rynkowej, ale odbyłoby się z kosztem zmniejszenia zyskowności firm. W tym przypadku nie musiałoby jednak wcale dojść do spowolnienia wzrostu gospodarczego, ponieważ niższy popyt inwestycyjny (przy niższych zyskach) zostałby zrekompensowany wzmocnieniem popytu konsumpcyjnego. Ten ostatni z kolei, przy założeniu rosnącej konkurencji międzynarodowej (efektów coraz większej otwartości polskiej gospodarki)<sup>3</sup>, miałby ograniczone konsekwencje inflacyjne, choć mógłby spowodować powiększenie nierównowagi zewnętrznej polskiej gospodarki.

Oprócz bufora w postaci bardzo wysokich zysków firm. za scenariuszem, w którym firmy godzą się na podwyżki płac i nie powoduje to silnych efektów inflacyjnych przemawia hipoteza płac proefektywnościowych. Zakłada ona, że podnoszenie płac przez firmy sprzyja

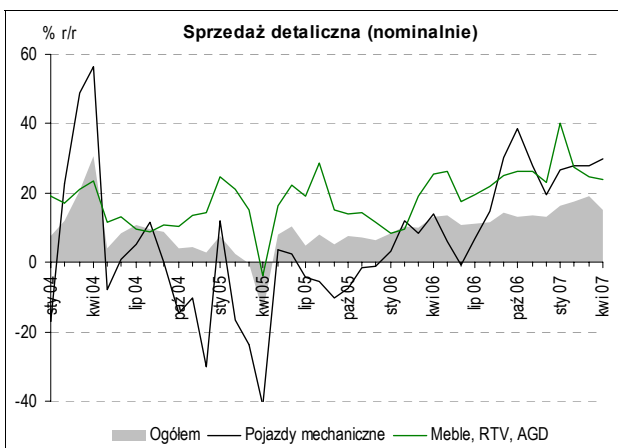
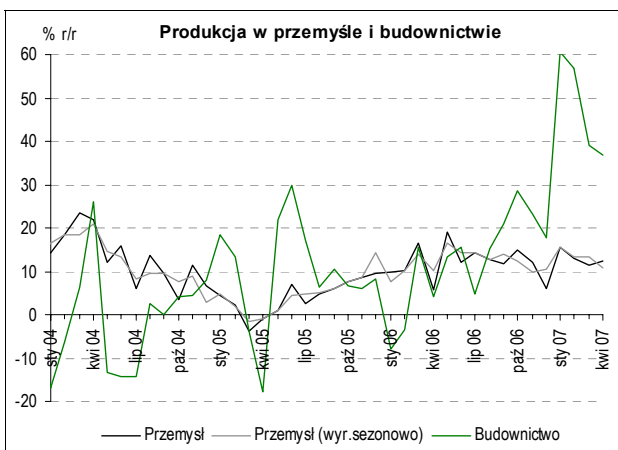
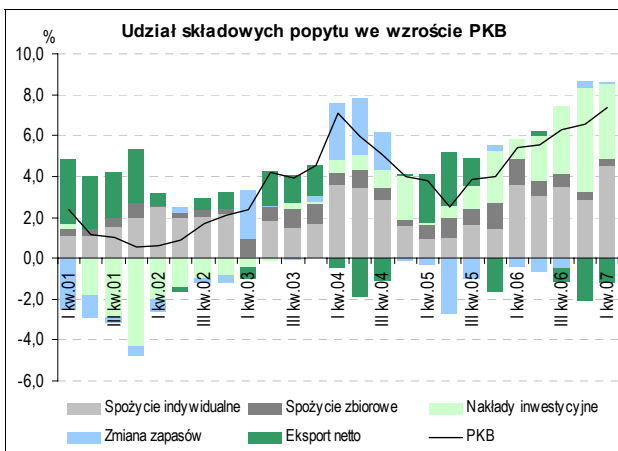
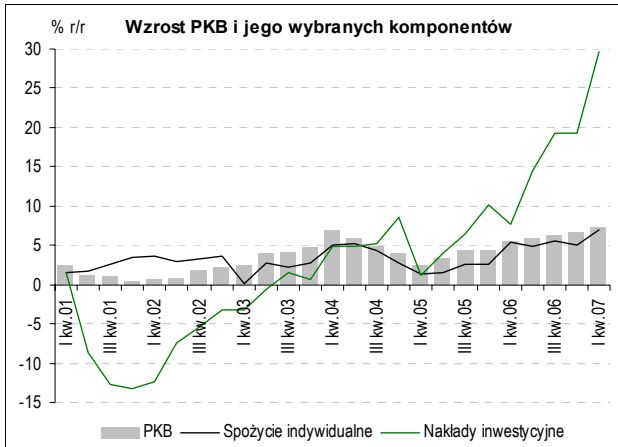
wzrostowi wydajności pracy przez przyciągnięcie pracowników o wyższych kwalifikacjach. W przypadku polskiej gospodarki efekt taki mógłby wystąpić np. w postaci powrotu części pracowników z emigracji w reakcji na zmniejszenie różnicy płac w kraju i za granicą. Podwyżki płac, pozytywnie działające na dynamikę wydajności miałyby ograniczone efekty inflacyjne i nie pogarszałyby istotnie sytuacji finansowej przedsiębiorstw.

Inną możliwością reakcji firm na niedobór pracowników i rosnące żądania płacowe może być ograniczenie skali ekspansji działalności, przynajmniej w kraju. Nie chcąc podnosić płac (czyli godzić się na wzrost kosztów) i nie mogąc podnosić cen (a więc przychodów) z powodu silnej konkurencji zagranicznej w warunkach rosnącej globalizacji gospodarki, polskie firmy mogą przenosić część produkcji lub uruchamiać nowe moce produkcyjne krajach o niższych kosztach wytwarzania, głównie w krajach WNP lub krajach dalekiego wschodu. W tym przypadku mielibyśmy prawdopodobnie do czynienia ze spowolnieniem wzrostu gospodarczego w Polsce. Jednocześnie, przy intensywnej konkurencji międzynarodowej, a także przy osłabieniu aktywności gospodarczej trudno byłoby mówić o nasileniu presji inflacyjnej.

Podsumowując, najbliższe kwartały będą nieuchronnie okresem szybkiego wzrostu płac, do czego przyczyni się spadek bezrobocia oraz emigracja zarobkowa przy niskiej aktywności zawodowej polskiego społeczeństwa. Jednocześnie jednak można spodziewać się utrzymania dość szybkiego wzrostu wydajności pracy dzięki silnie zwiększonej aktywności inwestycyjnej. Niemniej, wzrost płac będzie prawdopodobnie większy niż wydajności pracy, co jest równoznaczne ze wzrostem dynamiki jednostkowych kosztów pracy. Będzie to jednak przebiegało w sposób na tyle umiarkowany, że nie powinno naszym zdaniem przełożyć się na gwałtowne przyspieszenie inflacji, która w średnim okresie powinna pozostać w pobliżu celu inflacyjnego na poziomie 2,5%. Dlatego sądzymy, że RPP nie zdecyduje się na agresywne podwyżki stóp procentowych i podtrzymujemy nasze przewidywania, zakładające kolejną podwyżkę stóp w lipcu, a następną na przełomie roku.

<sup>3</sup> Znaczenie tego czynnika podkreślane jest przez niektórych członków RPP, ostatnio m.in. przez Stanisława Owsiaka i Andrzeja Sławińskiego.

## Gospodarka Polski

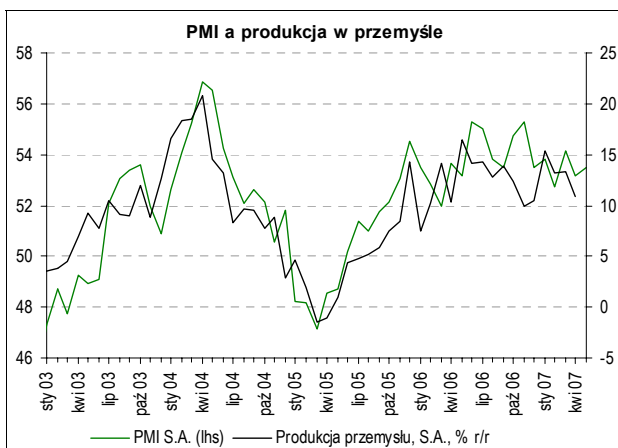
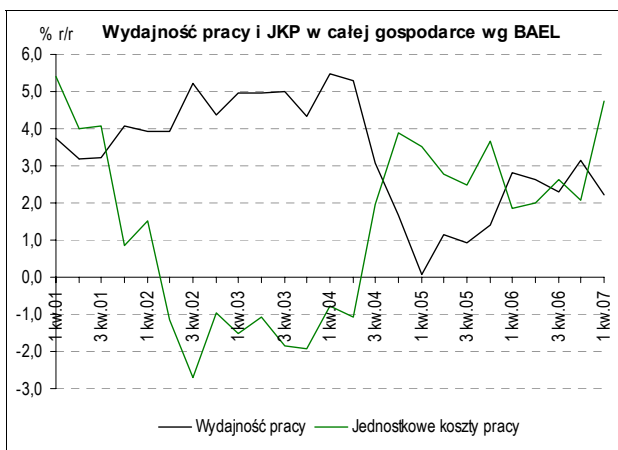
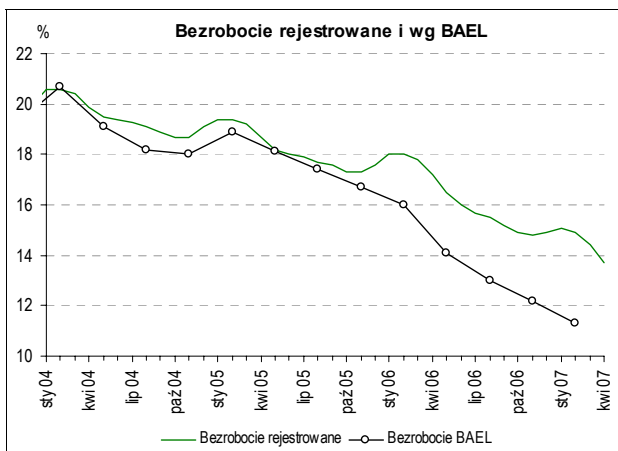
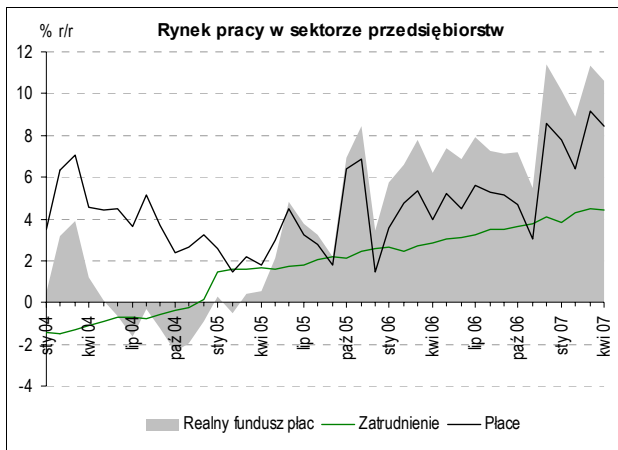
**Wzrost PKB przekroczył 7% w I kwartale 2007 r.**

- I kwartał 2007 był kolejnym, w którym polska gospodarka rozwijała się szybciej niż prognozowano. Wzrost PKB wyniósł 7,4% r/r i był najwyższy od ponad 10 lat.
- Głównym czynnikiem, odpowiedzialnym za tak szybki wzrost była konsumpcja prywatna, która zwiększyła się o 6,9% r/r (wobec ok. 5% w IV kw. 2006 i całym ubiegłym roku), co podwyższyło ogólną dynamikę PKB o 4,6 pkt. proc.
- Jednocześnie, tempo wzrostu inwestycji zanotowało znaczące przyspieszenie do niemal 30% r/r w porównaniu z 19,3% w IV kwartale i 16,5% średnio w 2006 roku.
- Oba powyższe czynniki spowodowały znaczący wzrost popytu krajowego – o 8,6% r/r, co było wynikiem równie dobrym jak osiągnięty w IV kwartale ub.r.
- Eksport netto z kolei zanotował ujemny wkład w PKB, rzędu 1,2 pkt proc., przy eksporcie i imporcie rosnącymi odpowiednio o 11,8% i 14,7% r/r.
- Tempo wzrostu gospodarczego w I kwartale było z pewnością powyżej potencjalnego tempa wzrostu, a było powodowane w znacznej mierze wzrostem konsumpcji prywatnej. Może to powodować zwiększenie presji inflacyjnej, wymagając tym samym reakcji Rady.
- Z drugiej strony, pozytywnym czynnikiem jest znaczący wzrost inwestycji, który może zwiększać potencjalne tempo wzrostu w średnim okresie, ograniczając tym samym presję inflacyjną w przyszłości.
- Należy również pamiętać, że szybkie tempo wzrostu w I kwartale było w jakiejś mierze związane z dobrymi warunkami atmosferycznymi (o czym świadczą wyniki budownictwa – wzrost wartości dodanej o ok. 40% r/r), co może się nie powtórzyć w dalszej części roku.

**... ale początek II kwartału nieco słabszy**

- Wzrost produkcji przemysłowej w kwietniu wyniósł 12,4% r/r wobec oczekiwań powyżej 15%. Było to jednocześnie poniżej średniego wzrostu produkcji w I kwartale (13,2%).
- Wzrost produkcji w sektorze przetwórczym wyniósł 14,1%, co było lekkim przyspieszeniem w stosunku do marca (13,7%), ale poniżej średniej wartości osiągniętej w I kwartale (16,2%).
- Podobne wnioski przynosi porównanie w przypadku danych o produkcji przemysłowej wyrównanej sezonowo – wzrost o 10,9% r/r w kwietniu i spowolnienie o ponad 3 punkty procentowe wobec pierwszego kwartału.
- Optymistycznym akcentem były dane o produkcji w sektorze budowlano-montażowym, która w kwietniu kontynuowała bardzo szybki wzrost na poziomie blisko 37% r/r.
- Sprzedaż detaliczna wzrosła w kwietniu nominalnie o 15,1% r/r (konsensus oczekiwań rynkowych wskazywał na 20% r/r), a realnie o 13,4%, spowalniając o kilka punktów procentowych w stosunku do tempa wzrostu odnotowanego w marcu (19,2% r/r).
- Struktura sektorowa wskazuje na najszybszy wzrost sprzedaży w przypadku pojazdów mechanicznych oraz mebli RTV i AGD, natomiast pewne spowolnienie zostało odnotowane w przypadku towarów żywnościowych.
- Kwietniowe dane o sprzedaży i produkcji potwierdzają spowolnienie ekspansji gospodarczej na początku drugiego kwartału, co było powszechnie spodziewane. Równocześnie jednak trudno uznać dwucyfrowe tempo wzrostu za kiepski rezultat. Utrzymujemy w mocy nasze prognozy, że drugi kwartał tego roku pokaże umiarkowane spowolnienie tempa wzrostu PKB do ok. 6,5%, natomiast w całym roku wzrost gospodarczy przekroczy 6%.

## Gospodarka Polski

**Płace i zatrudnienie w górę, chociaż nieco wolniej**

▪ Płace w sektorze przedsiębiorstw wzrosły w kwietniu o 8,4% r/r, wolniej niż przewidywały prognozy (8,8%) i wolniej niż w marcu (9,1% r/r). Prawdopodobnie na marcowy wynik miały wpływ jednorazowe wypłaty bardzo wysokich premii w niektórych firmach. Niemniej jednak zanotowana dynamika jest nadal bardzo wysoka (pomijając marzec br., to najszybszy wzrost od stycznia 2001 r.) i świadczy o utrzymywaniu się presji płacowej w sektorze przedsiębiorstw.

▪ Przeciętne zatrudnienie wzrosło w kwietniu o 4,4% r/r, nieco wolniej niż w marcu (4,5%). W sumie, fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw zwiększył się w kwietniu o 13,2% r/r nominalnie i 10,6% r/r realnie. Tak silny wzrost dochodów gospodarstw domowych będzie sprzyjał dalszemu szybkiemu wzrostowi konsumpcji prywatnej w II półroczu.

**Mocne ożywienie rynku pracy w I kwartale wg BAEL**

▪ Kwartalny raport GUS nt. aktywności ekonomicznej ludności (tzw. BAEL) przyniósł informacje, wskazujące na znaczące wzmocnienie pozytywnych tendencji na rynku pracy w I kwartale tego roku.

▪ Zanotowano znaczący spadek liczby bezrobotnych (o prawie 30% r/r) i przyspieszenie tempa spadku stopy bezrobocia (do 11,3%, czyli aż o 4,8 pkt proc. r/r), przy jednoczesnym spowolnieniu tempa spadku liczby aktywnych zawodowo (-0,3% r/r wobec średnio 1% w 2006 roku).

▪ Liczba pracujących wzrosła aż o 5,3% r/r, co było znaczącym przyspieszeniem w porównaniu z 3,6% w IV kw. ub.r. i 3,4% średnio w 2006 roku. Było to tempo wzrostu nie notowane do tej pory w badaniach.

▪ Na podstawie tych danych oraz dynamiki wzrostu PKB można oszacować, że wzrost jednostkowych kosztów pracy w całej gospodarce przyspieszył w I kwartale do 4,7% r/r.

▪ Oczywiście, dla banku centralnego to sygnał niepokojący. Z drugiej strony jednak, nasze szacunki zatrudnienia dla całej gospodarki na podstawie miesięcznych danych dla sektora przedsiębiorstw wskazują na tempo wzrostu rzędu ok. 3%, co implikuje wzrost jednostkowych kosztów pracy o ok. 2,5%. Nawet jeśli ryzyko dla tego szacunku jest w górę, to różnica pomiędzy danymi BAEL jest znacząca.

▪ Ponadto, warto przypomnieć, że analitycy banku centralnego w przeszłości zwracali już uwagę, że dane BAEL i sporządzane na ich podstawie szacunki kosztów pracy są obciążone dużą niepewnością (duże prawdopodobieństwo przeszacowywania jednostkowych kosztów pracy).

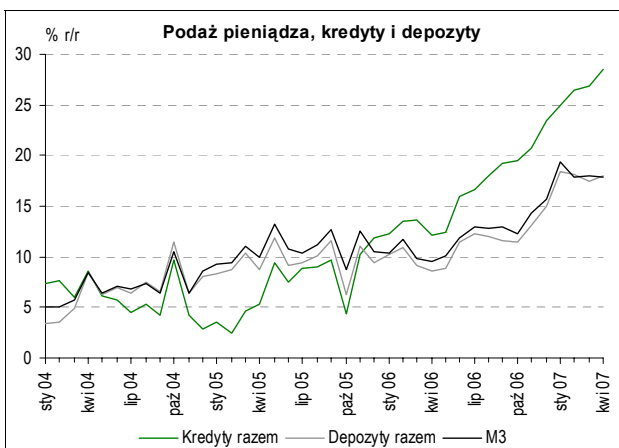
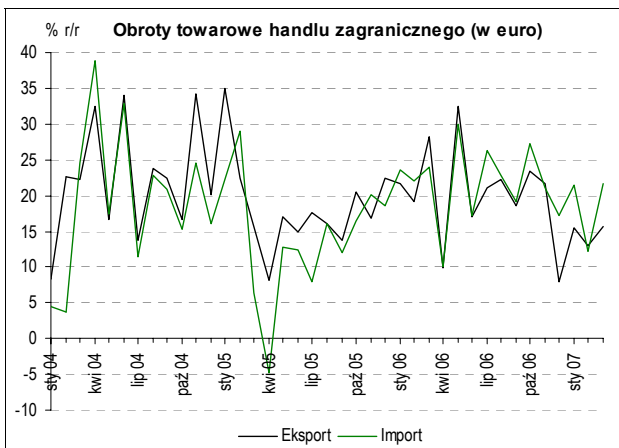
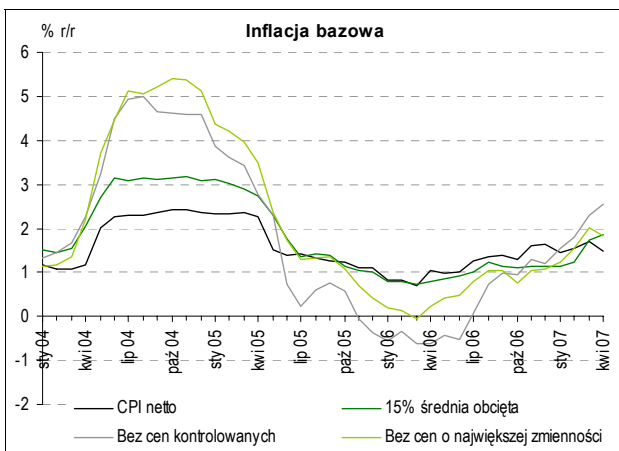
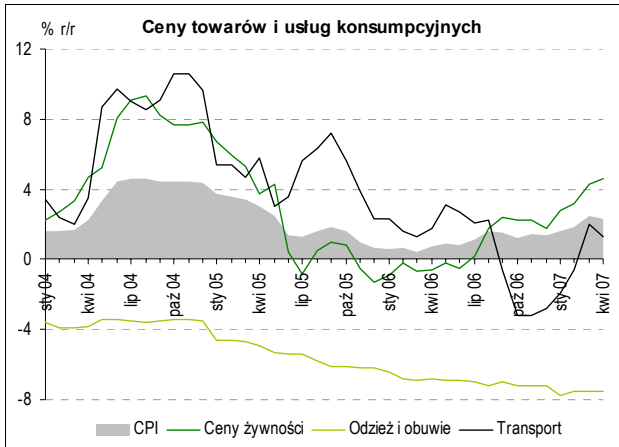
**Wskaźniki koniunktury nadal optymistyczne**

▪ Wskaźniki koniunktury GUS pokazały, że w II kwartale optymizm przedsiębiorstw pozostaje największy od wielu lat. W maju we wszystkich analizowanych sektorach planowane było zwiększenie zatrudnienia i spodziewana była poprawa sytuacji finansowej firm. Oczekiwana przyszła dynamika cen uległa obniżeniu w przetwórstwie przemysłowym, a w budownictwie i handlu detalicznym oczekuje się obecnie szybszego wzrostu cen niż poprzednio.

▪ Wskaźnik PMI dla Polski wzrósł w maju do 53,5 z 53,2 pkt. w kwietniu. Badanie pokazało kontynuację szybkiego wzrostu nowych zamówień, chociaż w przypadku zamówień eksportowych nastąpił spadek po raz pierwszy od roku. Wzrost zatrudnienia przyspieszył do rekordowego poziomu. Spadały zapasy wyrobów gotowych. Firmy podnosiły ceny jednak wolniej niż w kwietniu.



## Gospodarka Polski

**Inflacja nadal pod kontrolą**

- Zgodnie z oczekiwaniami inflacja CPI w kwietniu obniżyła się do 2,3% r/r z poziomu 2,5% r/r w marcu, znajdując się ponownie poniżej celu inflacyjnego.
- Głównym czynnikiem napędzającym inflację pozostają ceny żywności i paliw.
- CPI po wyłączeniu tych elementów, czyli inflacja bazowa netto spadła w kwietniu do 1,4% r/r wobec 1,7% r/r w marcu. Pozostałe miary inflacji bazowej pozostały niskie, a tylko jedna z nich była powyżej poziomu 2% (CPI po wyłączeniu cen kontrolowanych, 2,6% r/r w kwietniu). Pokazuje to, że fundamentalna presja na wzrost cen pozostaje umiarkowana i RPP nie musi spieszyć się z ewentualnymi następnymi podwyżkami stóp.
- Do podobnych wniosków prowadzą ostatnie dane o cenach producentów, wg których roczna dynamika PPI obniżyła się w kwietniu do 2,3% z 3,3% w marcu, bardziej niż się spodziewano.
- W warunkach coraz szybszego wzrostu gospodarczego, w tym coraz silniejszego popytu konsumpcyjnego, presja na wzrost cen będzie narastać. Przewidujemy jednak, że będzie to następowało stopniowo i inflacja netto osiągnie w tym roku maksymalnie 2%.
- Inflacja CPI pozostanie natomiast pod wpływem rosnących cen żywności oraz paliw i będzie w najbliższych 2-3 miesiącach utrzymywać się powyżej 2%.
- Wg prognozy Ministerstwa Finansów stopa inflacji w maju spadła do 2,1% r/r. Sugeruje to, że negatywny wpływ majowych mrozów na ceny żywności może nie być nadmiernie silny i chociaż w czerwcu może nastąpić ponownie wzrost CPI m.in. za sprawą efektu niskiej bazy, to wzrost powyżej poziomu 2,5% wydaje się stosunkowo mało prawdopodobny.

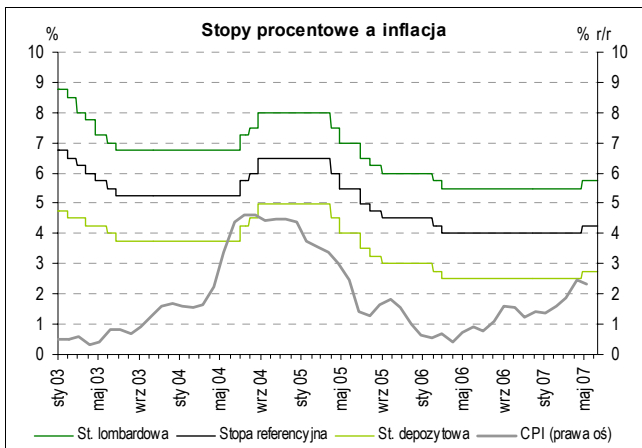
**Szybki wzrost eksportu, jeszcze szybszy importu**

- Deficyt obrotów bieżących wyniósł w marcu 539 mln € wobec 561 mln € w lutym i oczekiwań rynkowych na poziomie 453 mln €.
- Dwunastomiesięczny skumulowany deficyt obrotów bieżących utrzymał się na niskim poziomie, poniżej 2,5% PKB.
- Tempo wzrostu eksportu poprawiło się w stosunku do lutego i wyniosło 15,8% r/r, sygnalizując, że popyt zagraniczny na polskie towary utrzymuje się na wysokim poziomie. Mocno przyspieszył wzrost importu, osiągając 21,7% r/r. Jednak, jak wynika z informacji NBP, na tak znaczny wzrost dynamiki importu wpłynęła jednostkowa transakcja. Można się zatem spodziewać, że chociaż tempo wzrostu importu pozostanie wysokie, wspierane szybką ekspansją popytu wewnętrznego, to jednak w kolejnych miesiącach saldo wymiany handlowej nie będzie się pogarszało w takim tempie jak w marcu.

**Kredytowe eldorado**

- Wprawdzie tempo wzrostu podaży pieniądza i depozytów ustabilizowało się od początku br. na poziomie ok. 18% r/r, jednak nieprzerwanie trwa ożywienie na rynku kredytów bankowych.
- W kwietniu wzrost kredytów dla gospodarstw domowych przyspieszył do 39% r/r, a wzrost kredytów dla przedsiębiorstw zwiększył się do 19,2% r/r. W obydwu przypadkach były to najwyższe roczne dynamiki od końca 1999 r.
- Na rekordowo wysokim poziomie (ponad 30% r/r) utrzymuje się wzrost depozytów przedsiębiorstw, co świadczy o tym, że polskie firmy nadal notują wyjątkowo szybki wzrost przychodów, a ich sytuacja finansowa jest bardzo dobra.
- Wzrost depozytów gospodarstw domowych nieco spowolnił (do 9,2% r/r), co jednak mogło w dużej części wynikać z szybko rosnącej popularności alternatywnych form oszczędzania.

## Pod lupą: Bank centralny



### Informacja po majowym posiedzeniu Rady (nowe elementy pogrubioną czcionką)

Gospodarka polska znajduje się nadal w okresie silnego wzrostu obejmującego wszystkie jej sektory. Dane, które napłynęły w maju potwierdzają wcześniejszą ocenę, że wysoki poziom aktywności gospodarczej powinien utrzymać się przynajmniej przez kilka najbliższych kwartałów, **choć tempo wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach będzie prawdopodobnie nieco niższe niż w I kw. 2007 r.** Utrzymaniu szybkiego wzrostu gospodarczego w Polsce sprzyjać będzie wysoka aktywność w gospodarce światowej, a przede wszystkim utrwalanie się ożywienia gospodarczego w strefie euro, które następuje w warunkach stabilnej inflacji. **W kwietniu roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych w Polsce wyniosło 2,3%, a więc było bliskie celowi inflacyjnemu NBP, który wynosi 2,5%.**

W ocenie Rady, w najbliższych kwartałach utrzyma się wysokie tempo wzrostu popytu krajowego, najprawdopodobniej przewyższające tempo wzrostu potencjalnego PKB. Najnowsze dane o sytuacji na rynku pracy wskazują na dalsze narastanie presji płacowej, które może prowadzić do wzrostu inflacji. Rada ocenia jednak, że wzrost inflacji w średnim okresie będzie ograniczany przede wszystkim przez prawdopodobne utrzymanie się wysokiego tempa wzrostu wydajności, któremu sprzyjać będzie wysoki wzrost inwestycji, bardzo dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw oraz niską dynamikę cen zewnętrznych, związaną z procesem globalizacji i towarzyszącym jej wzrostem konkurencji na rynku dóbr i usług podlegających wymianie międzynarodowej.

Rada ocenia, że w III kwartale 2007 r. inflacja CPI może ulec przedsięwziętemu obniżeniu w stosunku do obecnego poziomu.

W ocenie Rady, w średnim okresie prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego **obniżyło się wskutek dokonanej w ubiegłym miesiącu podwyżki stóp procentowych NBP, choć nadal jest wyższe od prawdopodobieństwa, że inflacja będzie niższa od celu.** Pełniejsza ocena skali ryzyka wzrostu inflacji ponad cel inflacyjny będzie możliwa po analizie danych napływających w najbliższych miesiącach. Rada będzie bacznie obserwować relację pomiędzy tempem wzrostu wynagrodzeń i wydajności pracy, poziomem kursu złotego, oddziaływanie procesów globalizacyjnych na gospodarke oraz inne czynniki.

### Fragmety minutes (posiedzenie kwietniowe)

Na posiedzeniu zarysowały się trzy różne oceny kwietniowej projekcji. Część członków Rady uznała perspektywę inflacji zarysowaną w kwietniowej projekcji za prawdopodobną. Inni uczestnicy dyskusji oceniali natomiast, że inflacja może być wyższa niż wskazuje na to projekcja, ze względu na możliwe niedoszacowanie w projekcji dynamiki płac oraz wzrostu PKB. Wreszcie, pozostali członkowie Rady podkreślali, że zgodnie z kwietniową projekcją z modelu ECMOD oraz wynikami innych prac progностycznych prowadzonych w NBP, w krótkim okresie inflacja będzie się kształtować wyraźnie poniżej celu inflacyjnego, a w dłuższym okresie inflacja nie będzie tak wysoka jak wynika z projekcji.

Wśród członków RPP przeważał pogląd o konieczności zaostrzenia polityki pieniężnej, natomiast istniała różnica zdań co do właściwego momentu podwyższenia stóp procentowych.

[Według większości członków Rady] nieznaczne zaostrzenie polityki monetarnej powinno mieć niewielki lub żaden wpływ na tempo wzrostu gospodarczego.

### Rada w maju nie zaskoczyła – stopy bez zmian

▪ Zgodnie z oczekiwaniami, Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła w maju stopy procentowe bez zmian. Stopa referencyjna nadal wynosi 4,25%.

▪ Zarówno komunikat (szczegóły poniżej), jak i komentarze członków Rady (szczegóły na następnej stronie) nie wniosły wiele nowego do obrazu sytuacji.

▪ Podtrzymujemy naszą opinię, że kolejna podwyżka stóp procentowych jest możliwa w trzecim kwartale (być może nawet w lipcu), jednak będzie to zależało od nadchodzących danych ekonomicznych, w szczególności dotyczących rynku pracy i tempa aktywności ekonomicznej.

▪ Wciąż uważamy, że po kolejnej podwyżce o 25 pb na przełomie roku, cykl zacieśnienia polityki pieniężnej zakończy się na poziomie ok. 5% dla stopy referencyjnej.

### Komunikat sugeruje, że Rada zaczeka na więcej danych

▪ W komunikacie kluczowe jest stwierdzenie, że zmalało ryzyko tego, że inflacja znajdzie się w średnim okresie powyżej celu, choć nadal jest ono wyższe od prawdopodobieństwa, że inflacja będzie niższa od celu. Oznacza to, że wciąż obowiązuje nieformalne restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej.

▪ Pomimo tego, że w komunikacie Rady pojawiło się kilka nowych elementów (szczegóły w tabeli obok), był on neutralny dla rynku. Nie zmienił on bowiem, naszym zdaniem, perspektywy polityki pieniężnej na najbliższe miesiące.

▪ RPP nie odniosła się w komunikacie bezpośrednio do danych BAEL za I kwartał. Nie wynika to jednak zapewne z braku zaniepokojenia wynikającym z tych danych przyspieszeniem wzrostu jednostkowych kosztów pracy, gdyż Rada zauważyła jednocześnie, że najnowsze dane z rynku pracy wskazują na dalsze narastanie presji płacowej.

▪ W komunikacie pojawił się jeden nowy akapit wskazujący na czynniki mogące powodować narastanie presji inflacyjnej w przyszłości oraz czynniki ją ograniczające. Wydaje się jednak, że podobną treść zawierały *minutes* z posiedzenia kwietniowego (szczegóły poniżej). Rada dodała też w komunikacie, że tempo wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach będzie prawdopodobnie nieco niższe niż w I kw. 2007 r., choć trudno to chyba uznać za zmianę oczekiwań.

▪ Ciekawe jest, że RPP uznała, że poziom inflacji kwietniowej (2,3%) jest **bliski** celowi inflacyjnemu. Ponieważ Rada postrzega, naszym zdaniem, cel symetrycznie, ewentualny wzrost inflacji do 2,7% również nie powinien sam w sobie stanowić istotnego argumentu za podwyżką stóp. Należy jednak pamiętać, że dla niektórych członków uzasadnienie decyzji o podwyżce przy inflacji przekraczającej cel będzie dużo łatwiejsze.

### Minutes również neutralne

▪ Zgodnie z zapowiedziami począwszy od maja 2007 r. Rada zaczęła publikować syntetyczny opis dyskusji na posiedzeniach decyzyjnych (ang. *minutes*). Sprawozdania z dyskusji podczas posiedzeń RPP publikowane będą co miesiąc, w ostatni czwartek przed kolejnym posiedzeniem.

▪ Sprawozdanie z kwietniowego posiedzenia potwierdza naszą ocenę rozkładu poglądów w Radzie. Sytuacja na rynku pracy oraz perspektywy wzrostu gospodarczego pozostają najważniejszymi czynnikami ryzyka dla perspektyw inflacji w ocenie większości członków Rady.

▪ Kwietniowa podwyżka stóp miała charakter sygnalizacyjny, a na razie nawet członkowie Rady o „jastrzębich” poglądach, nie wydają się przekonani o konieczności mocnych i szybkich podwyżek stóp.

## Pod lupą: Bank centralny

### Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

#### Sławomir Skrzypek, prezes NBP

PAP, 5 czerwca

Jak do tej pory jesteśmy po bezpiecznej stronie. Według naszych prognoz w ciągu najbliższych dwunastu miesięcy powinniśmy mieścić się w przedziale wahań, który dopuszcza polityka bezpośredniego celu inflacyjnego, jednak zagrożenia wynikające z narastającej presji płacowej będą bardzo poważnie brane pod uwagę przy naszych kolejnych decyzjach.

PAP, konferencja prasowa, 30 maja

Presja płacowa będzie narastała i może mieć wpływ na inflację. Z drugiej strony, spada udział kosztów płac w przedsiębiorstwach i to wymaga dalszej analizy. Przedsiębiorstwa mają też duży potencjał wynikający z wysiłku restrukturyzacyjnego.

#### Jan Czekaj, członek RPP

Reuters, 31 maja

Jeśli ta dynamika wskaźników gospodarczych się utrzyma, a presja inflacyjna będzie się nasilać, to reakcja Rady będzie potrzebna. Któraś z tych opcji [podwyżki stóp procentowych albo w lecie, albo na jesieni] będzie zapewne miała rację, ale ja bym nie przesądzał terminu podwyżki. [...] Obecny wzrost gospodarczy jest zapewne wyższy od potencjalnego.

#### Dariusz Filar, członek RPP

Radio TOK FM Reuters, 31 maja

Kwietniowa podwyżka stóp procentowych o 25 punktów bazowych nie rozwiązała problemu inflacji. Sądziłem, że będziemy szli o 25 punktów w górę, przy stosunkowo dużych pauzach, ale fakt, że pierwsza decyzja (o podwyżce stóp) została podjęta dopiero w kwietniu sprawia, że paazy te uległy zmniejszeniu.

PAP, 22 maja

W całej gospodarce wzrost wydajności od kilku kwartałów zamyka się w przedziale 2-3 proc. Jeżeli uwzględnimy cel inflacyjny 2,5 proc. i założymy nawet, że tempo wzrostu wydajności nieco się jeszcze podniesie, to tylko dynamikę płac w całej gospodarce zbliżoną do 6 proc. można uznać za sprzyjającą realizacji celu inflacyjnego. Jeśli tempo wzrostu płac staje się wyższe, to rodzi zagrożenie wyjściem inflacji ponad cel.

Już od czerwca, przez lipiec i sierpień, Rada może otrzymywać bardzo istotne informacje prowadzące ku potrzebie dokonania kolejnej podwyżki stóp procentowych. W ten horyzont wpisana jest dodatkowo lipcowa projekcja, która - zważywszy, że uwzględnili dane za I kwartał - może pokazywać wyższą ścieżkę inflacji w horyzoncie 2008 roku

#### Marian Noga, członek RPP

Reuters, 8 czerwca

Nowe szacunki ekspertów NBP wskazują, że w najbliższych miesiącach inflacja będzie wyższa niż wskazywała na to kwietniowa projekcja. [...] Chcąc realizować naszą misję [...] moim zdaniem polityka pieniężna wymagać może zacieśnienia w dwóch ruchach. Kolejne kroki powinny, ponad wszelką wątpliwość, nastąpić w tym roku. Im szybciej to nastąpi tym lepiej, bo im później to zrobimy tym te podwyżki mogą musieć być większe a ich skuteczność i tak będzie mniejsza niż gdyby następowały teraz.

#### Halina Wasilewska-Trenkner, członek RPP

PAP, 1 czerwca

Myślę, że głosy mówiące o łącznej skali podwyżek wynoszącej 150 pb są przesadzone, ale prawdopodobnie trzeba będzie podwyższyć stopy procentowe w obawie o przyszłą inflację. Należałoby dokonać tego w sposób niegwałtowny, który byłby bezpieczny dla gospodarki.

PAP, konferencja prasowa, 30 maja

Biorąc pod uwagę część informacji (m.in. dane BAEL za I kw.) wiemy, że zwiększa się prawdopodobieństwo, że może dojść do zwiększenia presji inflacyjnej w tym roku. O sile tej presji będziemy mogli powiedzieć po danych z I kwartału.

### Komentarz

Pomimo tego, że minęło już ustawowe sześć tygodni od podjęcia przez Radę decyzji o podwyżce stóp procentowych na kwietniowym posiedzeniu, wciąż nie znamy wyników głosowania Rady. Zapewne już wkrótce dowiemy się kto zagłosował za podwyżką stóp procentowych, a jest to o tyle istotne, że komentarze tych członków, którzy stanowią większość powinny być dużo uważniej śledzone przez rynek. Ponadto, biorąc pod uwagę, że Rada uzasadniała kwietniową podwyżkę jako wzmacniającą wiarygodność polityki pieniężnej, ciekawe jak zagłosował Prezes NBP.

Prezes NBP, Sławomir Skrzypek, odwołał Wojciecha Kwaśniaka ze stanowiska Generalnego Inspektora Nadzoru Bankowego (GINB). Jak poinformował NBP w komunikacie "Wojciech Kwaśniak pozostaje w NBP na stanowisku doradcy prezesa - pełnomocnika do spraw budowy sieci bezpieczeństwa finansowego w Polsce". Nowym szefem GINB został profesor Alfred Janc.

Jeśli Prezes nie poparł w kwietniu wniosku o podwyżkę stóp (wynika to z jego niektórych wypowiedzi), to zakładając, że Andrzej Sławiński i Andrzej Wojtyła głosowali „za”, przeważający był prawdopodobnie głos Jana Czekaja (raczej mniejsza szansa, że taką decyzję podjął Stanisław Owsiak). Ze względu na jego kluczowy głos, uczestnicy rynków finansowych powinni szczególnie brać pod uwagę jego wypowiedzi starając się przewidzieć kolejne ruchy Rady (oczywiście, oprócz sytuacji gospodarczej). Ostatnia wypowiedź prof. Czekaja sugeruje możliwość kolejnej podwyżki stóp za kilka miesięcy.

Wydaje się, że frakcja tradycyjnie „jastrzębia” (proponująca podwyżkę stóp procentowych już w październiku ubiegłego roku; swoją drogą późniejszy rozwój sytuacji pokazał, że niekoniecznie był to dobry pomysł) pozostaje wierna swoim poglądom. Dariusz Filar, Marina Noga i Halina Wasilewska-Trenkner wskazują na możliwość bądź konieczność wzrostu stóp procentowych w najbliższym czasie. Z drugiej strony, Stanisław Nieckarz i Mirosław Pietrewicz mówiąc o podwyżkach wskazują na trudne warunki konieczne do spełnienia (wzrost PKB równie wysoki w II kw. jak w I, znaczne osłabienie kursu złotego), aby one nastąpiły.

Profesor Filar zasugerował, że kolejne wnioski o podwyżki będą zgłaszane w miesiącach letnich. Jednak, jak zaznaczyliśmy powyżej, powodzenie wniosku zależy od poparcia członków „umiarkowanych”. Jakie argumenty zdołają ich do tego przekonać? Czy to, że jak mówi profesor Noga (szczególnie poniżej), nowe szacunki NBP wskazują na podwyższenie prognoz inflacji? Czy może znaczące tempo wzrostu płac nie znajdujące odzwierciedlenia we wzroście wydajności? Z tego punktu widzenia, ciekawych wskazówek udzielił profesor Filar. Mianowicie określił on bezinflacyjne tempo wzrostu płac w całej gospodarce. Rzeczywiście wydaje się, że płace będą rosły w najbliższych kwartałach szybciej niż wspomniane przez Filara 6%, jednak nie wiemy czy jego pogląd podzielany jest przez większość członków Rady.

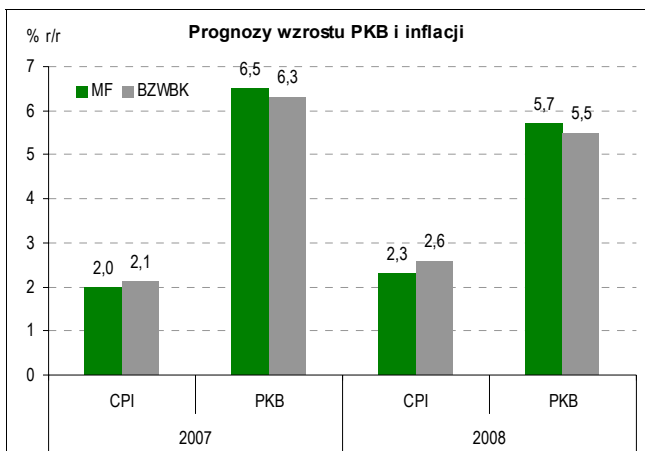
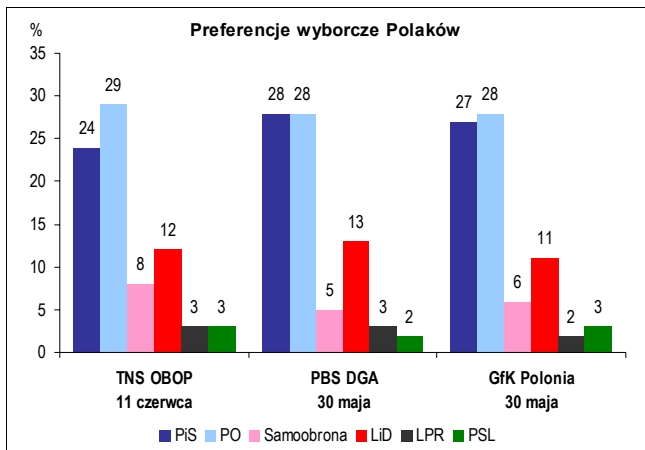
Marian Noga wskazał na szybko rosnący popyt jako jeden z głównych czynników, które powodują, że era bezinflacyjnego wzrostu gospodarczego się kończy. Oznacza to, jego zdaniem, że Rada musi działać. Jednak dwie podwyżki stóp sugerowane przez niego można uznać za umiarkowane (zgodnie z naszymi oczekiwaniami), co jest zgodne z poglądem przedstawianym (poniżej) przez Halinę Wasilewską-Trenkner. Ciekawe, że Noga wskazał, że traktuje cel asymetrycznie, mówiąc, że dla niego bardziej komfortowa jest sytuacja, kiedy inflacja jest blisko celu, ale poniżej 2,5 procent. Nie sądzimy aby taki punkt widzenia był reprezentatywny dla większości Rady, która postrzega cel symetrycznie.

Halina Wasilewska-Trenkner z jednej strony podkreśla utrzymanie czujności przez Radę ze względu na rosnące ryzyko wzrostu inflacji, z drugiej zaś strony dochodzi ona do wniosku, że „można jeszcze poruszać się w marginesie swobody” i nie trzeba gwałtownie podnosić stóp. Tak więc, nawet „jastrzębie” z Rady nie są przekonani o konieczności gwałtownych ruchów, na przykład takich jak sugerował były członek RPP, Bogusław Grabowski (150 pb).

Podczas konferencji prasowej Wasilewska-Trenkner odniosła się do danych BAEL w reakcji na pytanie jednego z dziennikarzy, wspominając o możliwym nasileniu presji inflacyjnej, ale równocześnie nawet ona (reprezentująca „jastrzębie” skrzydło w RPP) zaznaczyła od razu, że nadal trudno ocenić siłę tej presji.

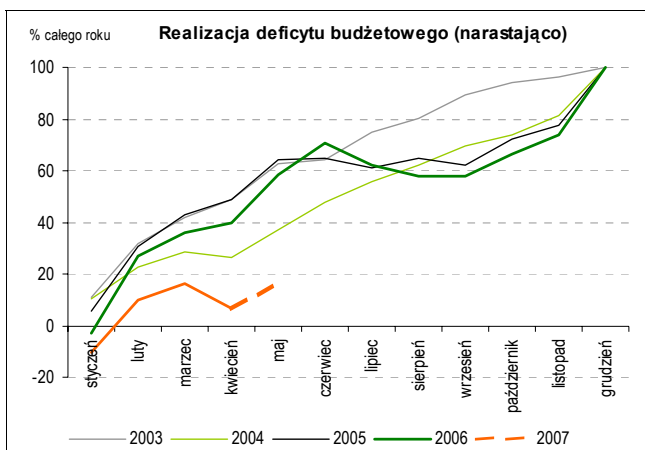


## Pod lupą: Rząd i polityka



### Założenia makroekonomiczne budżetu na 2008 r.

	2007	2008
Wzrost PKB (%)	6,5	5,7
Eksport (%)	11,0	9,0
Import (%)	15,5	11,2
Popyt krajowy (%)	8,5	6,8
Akumulacja brutto (%)	19,4	13,4
CPI (średnia, %)	2,0	2,3
Przeciętna płaca brutto (%)	7,2	6,0
Przeciętne zatrudnienie (%)	2,9	2,3
Stopa bezrobocia (%)	11,3	9,9
USDPLN (średni)	2,84	2,77
EURPLN (średni)	3,81	3,74
Deficyt obr. bieżących (% PKB)	3,9	4,7
Stopa NBP (średnia, %)	4,3	4,7



### W sondażach PO nieco traci dystans wobec PiS

- Im bliżej prac nad budżetem i ustawami mu towarzyszącymi tym więcej pojawia się potencjalnych punktów spornych pomiędzy koalicjantami. Zdecydowali się oni nawet na podpisanie aneksu do umowy koalicyjnej.
- Z punktu widzenia rynku finansowego ta informacja nie wnosi zbyt wiele. Ważniejsze wydają się losy obniżenia klina podatkowego i reformy finansów publicznych, bo od przyjęcia tych propozycji (szczególnie tej drugiej) swoje losy w rządzie uzależniła Zyta Gilowska. Niestety zmniejszyła się ostatnio szansa na to, że pierwszy projekt zostanie przyjęty w całości (szczegóły na następnej stronie).
- Póki co, premier wciąż popiera minister finansów, a w ewentualnym sporze z LPR i Samoobroną PiS ma dość dobrą pozycję biorąc pod uwagę różnice w poparciu w sondażach.

### Prace nad budżetem 2008 w toku

- Rząd przyjął założenia do przyszłorocznego budżetu. Resort finansów podwyższył prognozowane tempo wzrostu gospodarczego, utrzymując jednocześnie prognozę inflacji.
- Dochody budżetowe mają w przyszłym roku wynieść 241,6 mld zł, co przy zachowaniu „kotwicy budżetowej” na poziomie 30 mld zł oznacza wydatki w wysokości 271,6 mld zł.
- Ministerstwo Finansów założyło, że ustawy mające konsekwencje budżetowe zostaną przyjęte w proponowanym kształcie. Dotyczy to w szczególności redukcji składki rentowej, bo ustawa o reformie finansów publicznych powoduje oszczędności raczej w dłuższym terminie (choć wciąż nie wiemy w jaki sposób ma ona przynieść 10 mld zł).
- Jeśli nie dojdzie do redukcji składki lub będzie miała miejsce w zmienionej znacząco formie, to zaistnieje ryzyko wydania tej kwoty (maksymalnie nawet 20 mld zł w 2008 roku) na inne cele. Dodatkowej redukcji deficytu raczej trudno jest oczekiwać.
- Ministerstwo prognozuje wzrost dochodów podatkowych i niepodatkowych o 12,8%. Jednocześnie wzrost wydatków na pierwszy rzut oka nie wydaje się zbyt duży (ok. 5%).
- Jednak, jak zaznaczono w *Założeniach projektu budżetu* kwoty dochodów i wydatków mogą ulec zwiększeniu po uwzględnieniu przepływów finansowych pomiędzy Polską a UE. Jeśli porównamy kwotę wydatków planowanych na 2008 z wydatkami na 2007 po odjęciu od nich wydatków związanych z finansowaniem programów i projektów z udziałem środków z UE, to planowany wzrost wydatków w 2008 jest dwucyfrowy.
- Wcześniej podano informację, że oczekiwane przychody z prywatyzacji w 2008 r. to 4,6 mld zł wobec założonych 3,0 mld zł w tym roku. Warto przypomnieć, że po pierwszym półroczu zostanie zrealizowana ok. 1/3 tegorocznych wpływów.

### Wciąż świetne wyniki budżetu centralnego

- Deficyt po kwietniu wyniósł 6,9% całorocznego planu (2,06 mld zł) wobec wcześniejszych szacunków na poziomie 7-8% i znacznie poniżej planów z początku roku. Doskonałe wykonanie budżetu zmniejszyło potrzeby pożyczkowe (ministerstwo odwołało aukcję obligacji).
- Choć wynik kwietniowy, szczególnie po stronie dochodów, był pod wpływem pewnych czynników jednorazowych, wynika on również z dobrej koniunktury gospodarczej.
- Według wstępnego szacunku Ministerstwa Finansów po maju deficyt wyniósł 16-17% planu, co było częściowo związane z przyspieszeniem terminowych wydatków budżetu.
- Wygląda na to, że deficyt budżetu może wynieść w tym roku kilka miliardów zł poniżej planu, nawet zakładając, że w drugiej połowie roku będzie obowiązywała obniżona składka rentowa.

Źródło: Ministerstwo Finansów, ośrodki badania opinii publicznej, szacunki własne



## Pod lupą: Rząd i polityka

### Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

#### Jarosław Kaczyński, Premier RP

PAP, 28 maja

Jest kwestia dyskusji ograniczenia (klina podatkowego) w przyszłym roku. O tym rzeczywiście będziemy rozmawiać. Jeśli zaś chodzi o tegoroczne ograniczenie składki rentowej, to w tym przypadku jestem całkowicie zdeterminowany, tak jak w sprawie reformy finansów publicznych. To jest warunek dalszego istnienia koalicji [...].

#### Roman Giertych, wicepremier, minister edukacji

PAP, 30 maja

Obcinanie klina podatkowego (w kształcie zaproponowanym przez Min. Finansów) [...] po stronie budżetu oznacza to 19 mld zł w przyszłym roku. Doprowadzenie do takiej sytuacji oznacza ograniczenie możliwości (zwiększenia płac) dla pracowników sfery budżetowej [...]. Konsekwencją są takie, że nie ma większości w Sejmie dla tej propozycji.

#### Przemysław Gosiewski, wicepremier

Rzeczpospolita, 5 czerwca

Tegoroczna redukcja jest już przesądzona, co do przyszłego roku scenariusze są dwa - albo dalsza obniżka o 2 pkt proc. po stronie pracowników, albo redukcja składki na fundusz pracy, która dziś wynosi 2,45 proc.

#### Andrzej Lepper, wicepremier, minister rolnictwa

PAP, 30 maja

Ta sprawa nie została jeszcze zakończona i nie wiadomo, czy będzie obniżenie (składki rentowej) w lipcu, czy będzie obniżenie od stycznia. [...] Absolutnie nie wchodzi w grę (by rolnicy płacili składkę zdrowotną w wysokości 9 proc. od dopłat bezpośrednich od 2008 r.).

#### Andrzej Lepper, wicepremier, minister rolnictwa

PAP, 11 czerwca

Prace postępują, w tym tygodniu będzie ona (umowa koalicyjna) sfinalizowana. (Aneksu do umowy koalicyjnej jest potrzebny) bo sytuacja jest dzisiaj inna niż była rok temu. Chociażby Euro 2012, gdzie musimy się odpowiednio przygotować, odpowiednie akty prawne przyjąć.

#### Katarzyna Zajdel-Kurowska, wiceminister finansów

PAP, 31 maja

Sytuacja budżetowa jest bardzo dobra, stąd obniżenie podaży. Zobaczymy jednak, jak będzie wyglądała sytuacja w drugiej połowie roku. Mamy dużą poduszkę płynnościową, nie ma obecnie uzasadnienia, aby emitować papiery o krótkim terminie zapadalności. Jednak nie zakładamy, że zrezygnujemy z nich całkowicie. Trudno przewidzieć, jak będzie wyglądała realizacja budżetu w następnych miesiącach.

#### Katarzyna Zajdel-Kurowska, wiceminister finansów

PAP, 31 maja

Bardzo nas cieszy wysoka dynamika wzrostu w I kw., zwłaszcza w kontekście jego struktury. Wzrost inwestycji w takiej skali [...] oznacza, że gospodarka weszła w fazę ożywienia. Musimy jednak liczyć się z tym, że powtórzenie wyników I kwartału będzie trudne. Dynamika może być znacząco niższa już w II kwartale, może wynieść mniej niż 7 proc. Prawdopodobnie jednak nadal jest to, że w całym roku wzrost PKB wyniesie ponad 6 proc. W I kwartale mieliśmy poza silnymi czynnikami strukturalnymi również czynniki jednorazowe - jak łagodna zima - które pozytywnie wpłynęły na wzrost gospodarczy.

#### Anna Kalata, minister pracy i polityki społecznej

PAP, 12 czerwca

(Stopa bezrobocia) 9,9 procent na koniec 2008 roku to poziom realny ale może być jeszcze więcej (jeśli chodzi o spadek). Obserwując obecne trendy na rynku pracy można pokusić się o prognozę, że stopa bezrobocia na koniec 2008 roku może wynieść 9 procent lub nawet niżej.

### Komentarz

Pod koniec kwietnia rząd przyjął projekt ustawy mającej na celu obniżenie klina podatkowego. Projekt zakłada obniżenie składki rentowej w dwóch etapach. Od 1 lipca br. składka płacona przez pracowników ma być obniżona z 13 do 10 proc. płacy brutto. Od 1 stycznia 2008 r. składka rentowa ma być obniżona o kolejne 4 punkty procentowe, tj. z 10 do 6 proc.; tym razem obciążenia pracowników i pracodawców zmniejszą się po równo, czyli o 2 punkty procentowe.

Według szacunków rządu, zakładane obniżenie składek rentowych ograniczy dochody Funduszu Ubezpieczeń Społecznych o 3,5 mld zł w 2007 r., i o 20,1 mld zł w 2008 r. Jednocześnie zwiększą się wydatki budżetu państwa o 3,3 mld w 2007 r., i o 19,3 mld w 2008 r.

Pomimo zatwierdzenia przez Radę Ministrów, propozycja obniżenia składek rentowych wciąż wzbudza spore kontrowersje wśród partii koalicji rządzącej. Wypowiedzi liderów Samoobrony oraz LPR sugerują, że poparcie ich partii dla projektu w wersji przedłożonej przez resort finansów stoi pod dużym znakiem zapytania. Największy sprzeciw budzi drugi etap obniżki składki rentowej, który miał wejść w życie od 2008 roku i dotyczyć zarówno składki płaconej przez pracowników jak i pracodawców. Wypowiedzi premiera Kaczyńskiego sugerują, że ta część proponowanej reformy może faktycznie zostać zmodyfikowana lub wręcz zaniechana.

Dodatkowym problemem jest upływający czas. Aby możliwe było wejście w życie przepisów ustawy z dniem 1 lipca, Sejm i Senat musiałyby zakończyć prace nad projektem w rekordowo szybkim tempie. Do końca czerwca zostały zaplanowane jeszcze dwa posiedzenia Sejmu. Pierwsze, czterodniowe posiedzenie w dniach 12-15 czerwca oraz drugie, trzydniowe, w dniach 27-29 czerwca. W planach Senatu przed końcem czerwca jest tylko jedno dwudniowe posiedzenie, w dniach 20-21 czerwca.

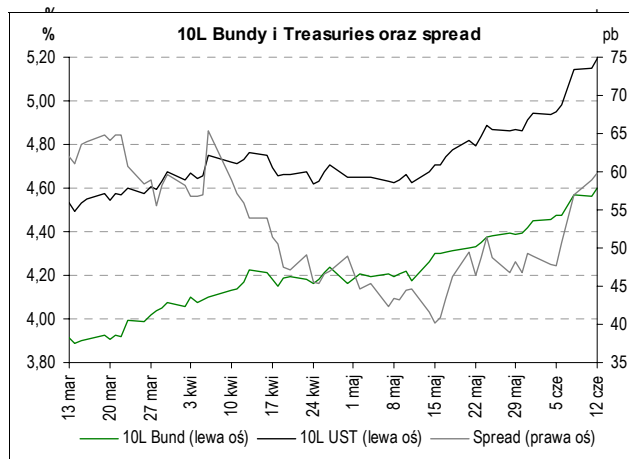
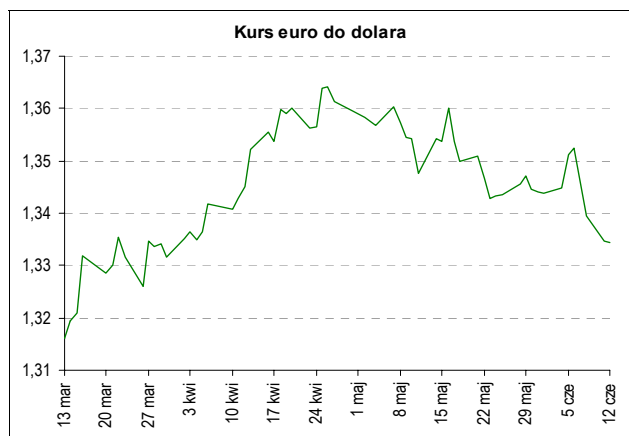
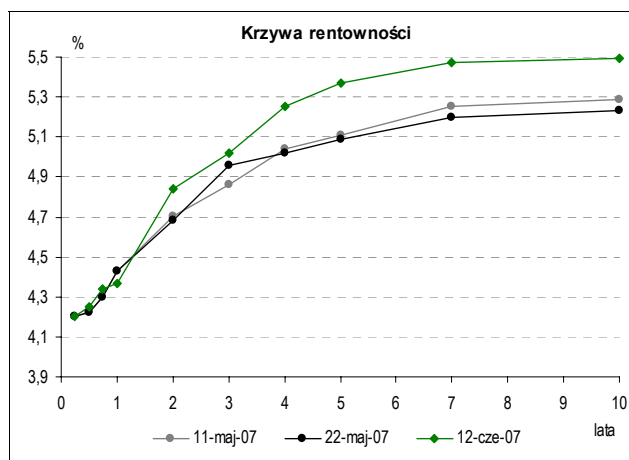
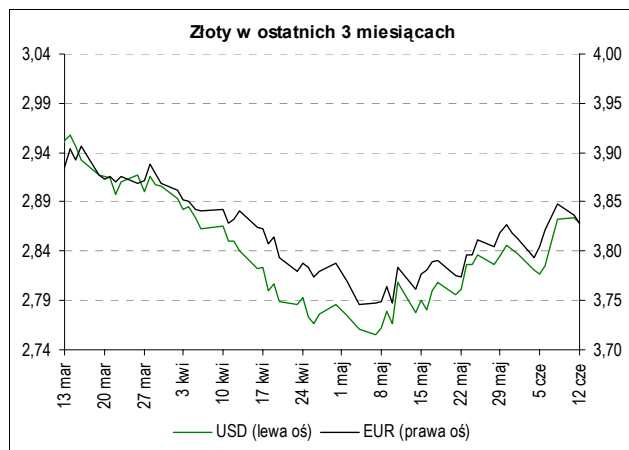
Równoległe z negocjacjami w koalicji nt. ostatecznego kształtu obniżki klina podatkowego oraz reformy finansów publicznych, trwają rozmowy nt. aneksu do umowy koalicyjnej. Jak zwykle, mniejszościowi koalicjanci wysuwają szereg żądań które w dużej części prowadzą do skonsumowania owoców szybkiego wzrostu gospodarczego i zwiększenia wydatków publicznych. Jednak - również jak zwykle - PiS może ograniczać ich zapędy perspektywą wcześniejszych wyborów.

Świetne wyniki budżetu państwa, zawdzięczane bardzo dobrej koniunkturze gospodarczej, która generuje rekordowo wysokie wpływy podatkowe, sprawiają, że Ministerstwo Finansów ma duży komfort jeśli chodzi o emisję długu i zarządzanie płynnością. Nawet jeśli wpływy z prywatyzacji będą w tym roku ponownie znacznie niższe od planowanych, podaż papierów skarbowych na rynku pierwotnym będzie prawdopodobnie również niższa od pierwotnych planów.

Opinia wiceminister finansów nt. sytuacji gospodarczej jest mniej więcej zgodna z naszymi prognozami makroekonomicznymi. My również spodziewamy się, że po rekordowo szybkim wzroście w I kwartale tego roku, kolejne kwartały przyniosą pewne spowolnienie, chociaż niezbyt gwałtowne, tak że tempo rozwoju gospodarki w całym roku powinno utrzymać się powyżej 6%, nawet jeżeli w dalszej części roku wzrostowi PKB nie będą już w równym stopniu co w I kwartale sprzyjały wyjątkowo korzystne warunki atmosferyczne.

Prognoza bezrobocia Ministerstwa Pracy jest całkiem realna biorąc pod uwagę szybkie tempo poprawy na rynku pracy obserwowane w ostatnich miesiącach oraz zakładaną przez nas kontynuację szybkiej ekspansji gospodarczej (mimo lekkiego spowolnienia wzrostu PKB).

## Monitor rynku



### Korekta na krajowym rynku walutowym

■ Po znaczącym umocnieniu złotego, jakie było obserwowane do początku maja doszło do deprecjacji krajowej waluty zarówno wobec euro jak i dolara, na co wskazywały wcześniej sygnały płynące z analizy technicznej. Osłabienie złotego szło w parze z pogorszeniem nastrojów wobec rynków wschodzących oraz znaczącym umocnieniem dolara. Do wzrostu awersji do ryzyka mogły przyczynić się również silne spadki na chińskiej giełdzie. Krajowej walucie nie pomogły dobre dane o szybkim wzroście gospodarczym w I kw.

■ Sądzymy, że w krótkim okresie złoty może się ustabilizować w pobliżu notowanych obecnie poziomów przy nieznacznym potencjale do osłabienia. Jakkolwiek dobre dane z krajowej gospodarki będą wciąż pozytywnie oddziaływać na złotego, co w średnim terminie może doprowadzić do ponownej aprecjacji.

### Spore osłabienie w reakcji na ruchy na rynkach bazowych

■ Od publikacji poprzedniego raportu rentowności krajowych obligacji skarbowych znacząco wzrosły przede wszystkim w reakcji na sytuację na rynkach bazowych. Do osłabienia doszło na całej krzywej, która nieco się wystromiła na odcinku 2-5Y. RPP zgodnie z oczekiwaniami nie zmieniła stóp w maju, co nie miało większego wpływu na rynek. Początkowo ceny polskich obligacji pozostawały stabilne w reakcji na zachowanie rynków bazowych, jednak dalszy skokowy wzrost rentowności Treasuries i Bundów nie pozostał bez wpływu na rynek krajowy.

■ Naszym zdaniem RPP pokusi się o kolejne podwyżki stóp procentowych w związku z nasilającą się presją płacową. Krzywa rentowności może się nieco ustabilizować, jednak wydaje się, że największy wpływ na poziom rentowności będą miały ruchy na rynkach bazowych i zmiany oczekiwań odnośnie stóp procentowych w USA i EMU.

### Dolar odrabia straty

■ W minionym miesiącu dolar zdecydowanie umocnił się wobec wspólnej waluty do 1,333. Działo się tak przede wszystkim w reakcji na spadek oczekiwań na obniżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych m.in. po lepszych od oczekiwań danych z USA (ISM, dane z rynku pracy) za ostatnie miesiące mimo znacznej rewizji w dół danych o PKB za I kw.. Większą wagę przypisano też inflacji w USA. Kolejnym czynnikiem był wzrost oczekiwań na większą liczbę podwyżek stóp w strefie euro.

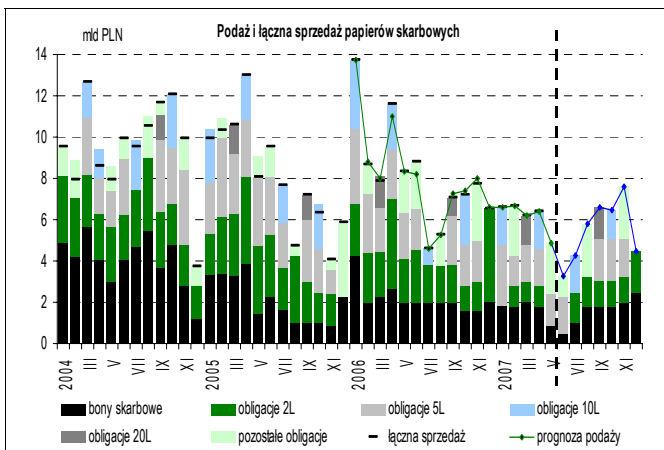
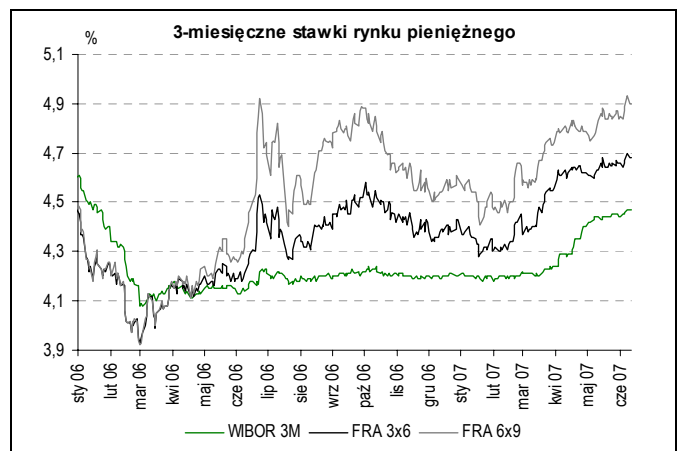
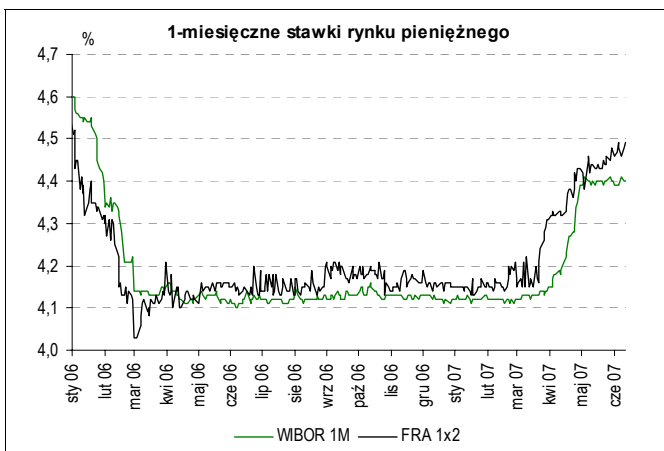
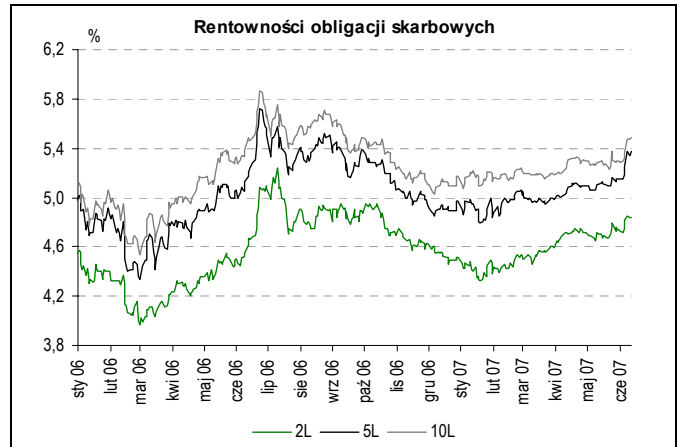
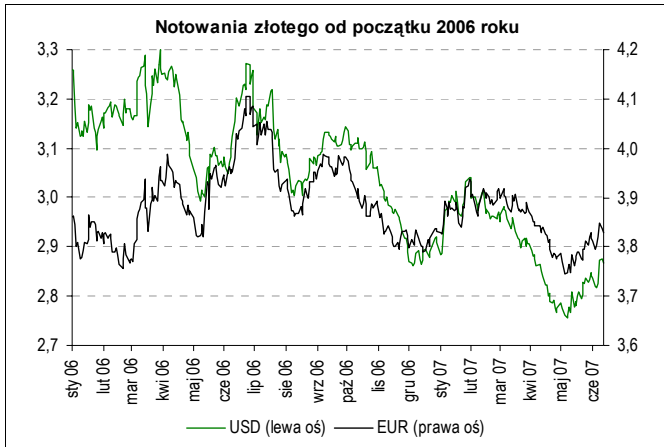
■ W dłuższym terminie spodziewamy się poprawy sytuacji gospodarczej w Stanach Zjednoczonych oraz umocnienia dolara do euro. Najbliższe ruchy będą jednak zależne od kolejnych danych o inflacji w USA, która jest wciąż głównym zmartwieniem dla Fed oraz innych danych z gospodarki amerykańskiej. Jeśli będą coraz lepsze może to w dalszym ciągu wspierać dolara.

### Skokowy wzrost rentowności

■ Ostatnie tygodnie stały pod znakiem znaczącego wzrostu rentowności na rynkach bazowych, co było związane ze wzrostem oczekiwań na podwyżki stóp w strefie euro oraz spadkiem oczekiwań na obniżki stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych w związku z publikacją lepszych od oczekiwań danych z USA oraz obaw o inflację. Rentowności 10-letnich Treasuries skoczyły od momentu publikacji poprzedniego raportu z 4,73% do 5,20% a 10-letnich BUNDY z 4,20% do 4,60%.

■ Podtrzymujemy opinię, że amerykański bank centralny może dokonać dwóch cięć stóp procentowych o 25 pb do końca tego roku w przypadku dalszych problemów na rynku nieruchomości oraz osłabienia na rynku pracy. Z kolei w strefie euro może dojść do jeszcze jednej podwyżki we wrześniu a do następnej na początku przyszłego roku. Po tak znaczącym osłabieniu zanim dojdzie do odreagowania może nastąpić stabilizacja stawek.

# Monitor rynku



**Przetargi bonów skarbowych (mln zł)**

OFERTA / SPRZEDAŻ		
Data przetargu	52-tyg.	Suma
02.04.2007	900 / 900	900 / 900
23.04.2007	900 / 900	900 / 900
<b>razem kwiecień</b>	<b>1 800 / 1 800</b>	<b>1 800 / 1 800</b>
07.05.2007	900 / 900	900 / 900
21.05.2007	-	-
<b>razem maj</b>	<b>900 / 900</b>	<b>900 / 900</b>
04.06.2007	500 / 500	500 / 500
18.06.2007	-	-
<b>razem czerwiec</b>	<b>500 / 500</b>	<b>500 / 500</b>

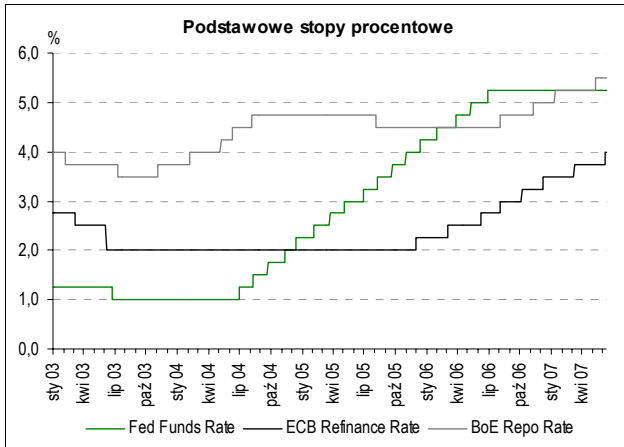
\* na podstawie informacji Ministerstwa Finansów

## Przetargi obligacji skarbowych w 2007 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg				III przetarg			
	data	obligacje	Oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	Sprzedaż
styczeń	-	-	-	-	10.01	DS1017	1 800	1 800	17.01	PS0412	3 000	3 000
luty	07.02	OK0709	1 000	1 000	14.02	WZ0118   IZ0816	2400   0	2400   0	21.02	PS0412	1 500	1 500
marzec	07.03	OK0709	1 000	1 000	14.03	WS0922	1 400	1 400	21.03	PS0412	1 800	1 800
kwiecień	04.04	OK0709	1 000	1 000	11.04	DS1017	1 800	1 800	18.04	PS0412	1 800	1 800
maj	-	-	-	-	09.05	WZ0118   IZ0816	2000   500	2000   498	16.05	PS0412	1 500	1 500
czerwiec	06.06	-	-	-	13.06	WS0437	1 000	-	20.06	PS0412	1 000 - 2 000	-
lipiec	04.07	2L	-	-	11.07	10L	-	-	-	-	-	-
sierpień	01.08	2L	-	-	08.08	10L WIBOR   12L CPI	-	-	-	-	-	-
wrzesień	05.09	2L	-	-	12.09	20L	-	-	19.09	5L	-	-
październik	03.10	2L	-	-	10.10	10L	-	-	17.10	5L	-	-
listopad	07.11	2L	-	-	14.11	10L WIBOR   12L CPI	-	-	21.11	5L	-	-
grudzień	05.12	2L	-	-	-	-	-	-	-	5L	-	-

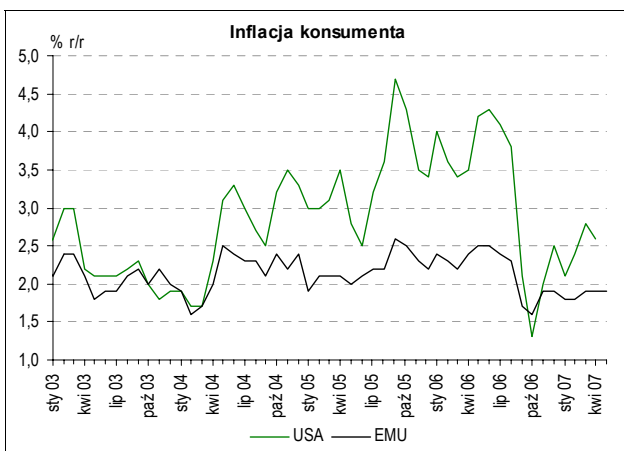
\* razem z przetargiem uzupełniającym

## Przegląd międzynarodowy

**Spodziewane kolejne podwyżki stóp w EMU**

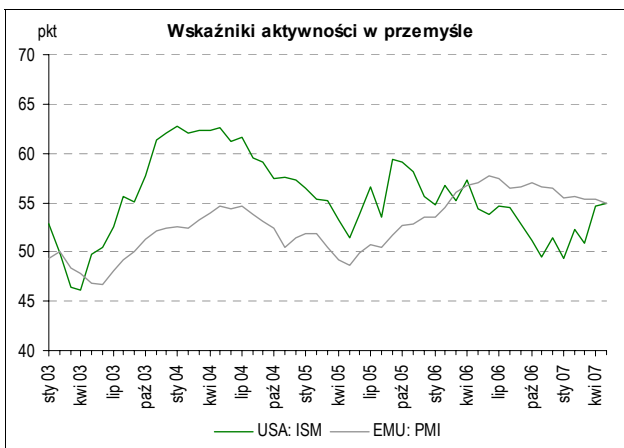
■ Po tym jak na majowym posiedzeniu Fed pozostawił główną stopę procentową na poziomie 5,25% podkreślił w komunikacie, że głównym zmartwieniem pozostaje inflacja. Protokół z posiedzenia również potwierdził obawy o inflację bazową podkreślając ryzyko dla inflacji w górę, co mogłoby negatywnie przełożyć się na oczekiwania inflacyjne. Ponownie wagę inflacji podkreślił Ben Bernanke w swoim niedawnym wystąpieniu.

■ EBC podwyższył w czerwcu główną stopę procentową w strefie euro o 25 pb do 4,0%. Komunikat ponownie zawierał sformułowanie, że polityka pieniężna pozostaje akomodacyjna, jednak tym razem pominął wyrażenie o umiarkowanym poziomie stóp. EBC wciąż widzi ryzyka dla stabilności cenowej w górę, m.in. z uwagi na wysoką aktywność gospodarczą i dobrą sytuację na rynku pracy.

**Lekkie spowolnienie inflacji bazowej w USA**

■ Ceny konsumentów w Stanach Zjednoczonych wzrosły w kwietniu o 0,4% m/m wobec oczekiwań na poziomie 0,6% m/m. Bazowa inflacja była zgodna z oczekiwaniami na poziomie 0,2% m/m. W ujęciu rocznym CPI spadł do 2,6% z 2,8% wobec rynkowego konsensusu na poziomie 2,7%, a inflacja bazowa spadła z 2,5% r/r do 2,3% r/r wobec oczekiwań na poziomie 2,4%. Dane o cenach producentów za kwiecień, pokazały wzrost cen o 0,7% m/m, podczas gdy analitycy rynkowi oczekiwali nieco niższego wzrostu o 0,6%.

■ Finalne dane za kwiecień wskazały na inflację w EMU w kwietniu na poziomie 1,9% r/r, nieco powyżej oczekiwań na poziomie 1,8%. Zgodnie ze wstępnymi szacunkami Eurostatu inflacja w maju pozostała na poziomie 1,9% r/r. Indeks PPI wzrósł w kwietniu o 2,4% r/r, wobec oczekiwań 2,3% r/r i 2,7% w marcu.

**Dobre dane o aktywności w USA, rewizje PKB za I kw. w dół**

■ Wskaźnik aktywności ISM w amerykańskim przemyśle wzrósł w maju do 55 pkt. z 54,7 punktu w kwietniu, podczas gdy analitycy prognozowali, że indeks ten spadł do 54,0. Indeks ISM dla sektora usług w Stanów Zjednoczonych. Wskaźnik ten wzrósł w maju do 59,7 z 56,0 i był znacząco powyżej oczekiwań rynkowych na poziomie 55,3.

■ Z kolei wskaźnik PMI dla strefy euro spadł w maju do 55,0 z poziomu z 55,4 w kwietniu, osiągając najniższy poziom od roku. Analitycy, którzy spodziewali się wzrostu indeksu do 55,5, odczytali to jako sygnał, że tempo wzrostu europejskiej gospodarki może osłabnąć w dalszej części roku po rekordowym wzroście osiągniętym w I kwartale. Wskaźnik PMI dla sektora usług dla strefy euro wzrósł w maju do 57,3 z 57,0 wobec prognozy na poziomie 57,1. Indeks zatrudnienia wzrósł do 55,6 z 54,1 i osiągnął najwyższy poziom od 11 miesięcy.

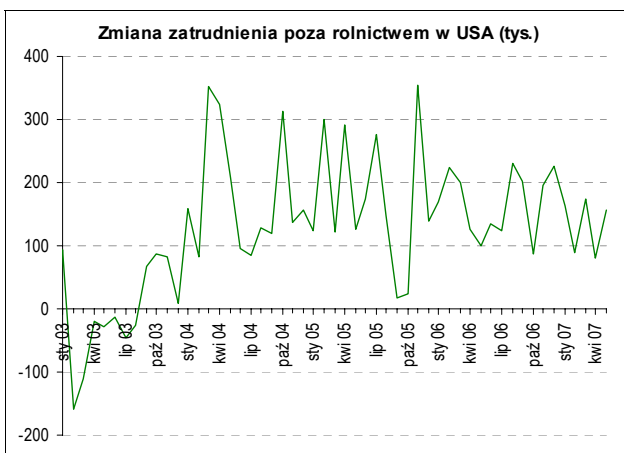
■ Wzrost PKB w USA w I kwartale zrewidowano w dół do 0,6%, najniższego poziomu od 4 lat, z podawanego wcześniej 1,3%. Analitycy spodziewali się rewizji do 0,8%.

■ Wzrost PKB w strefie euro w I kw. br. wyniósł wg najnowszych szacunków 3,0%, co oznacza lekką korektę w porównaniu z pierwotnym szacunkiem 3,1%.

**Całkiem dobra sytuacja na amerykańskim rynku pracy**

■ Dane o jednostkowych kosztach pracy w USA po rewizji pokazały wzrost w I kw. o 1,8%, a wydajności pracy o 1,0% wobec oczekiwań na poziomie odpowiednio 1,2% i 1,1%.

■ Zatrudnienie poza rolnictwem zwiększyło się w maju o 157 tys., wyraźnie przekraczając oczekiwania rynkowe na poziomie 125 tys. Równocześnie dane za kwiecień i marzec zrewidowano w dół, ale korekty były nieznaczne. Stopa bezrobocia wyniosła zgodnie z oczekiwaniami 4,5%.



Źródło: Reuters, EBC, Federal Reserve



## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
11 czerwca	12	13 <i>POL: CPI (V)</i> <i>POL: Aukcja obligacji 30-letnich</i> USA: Sprzedaż detaliczna (V)	14 <i>POL: Podaż pieniądza (V)</i> EMU: Finalny HICP (V) USA: PPI (V)	15 <i>POL: Bilans płatniczy (IV)</i> JP: Raport BOJ po decyzji USA: CPI (V) USA: Indeks NY Fed (VI) USA: Napływ kapitału netto (IV) USA: Produkcja przemysłu (V) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnej (V) USA: Wstępny Michigan (VI)
18	19 <i>POL: Płace brutto i zatrudnienie (V)</i> GER: Indeks ZEW (VI) USA: Liczba nowych budów (V)	20 <i>POL: Ceny produkcji (IV)</i> <i>POL: Produkcja przemysłowa (IV)</i> <i>POL: Aukcja obligacji 5-letnich</i>	21 <i>POL: Minutes RPP (V)</i> USA: Indeks Philadelphia Fed (VI)	22 <i>POL: Inflacja bazowa (V)</i> <i>POL: Wskaźniki koniunktury (VI)</i> GER: Indeks Ifo (VI)
25 USA: Sprzedaż domów (V)	26 <i>POL: Sprzedaż detaliczna (V)</i> <i>POL: Bezrobocie (V)</i> <i>POL: Spotkanie RPP</i> USA: Sprzedaż nowych domów (V)	27 <i>POL: Spotkanie RPP – decyzja</i> USA: Zamówienia na dobra trwałe (V)	28 EMU: Podaż pieniądza M3 (V) USA: Wstępny PKB (I kw.) USA: Bazowy PCE (I kw.) USA: Deflator PKB (I kw.) USA: Spotkanie Fed – decyzja	29 EMU: Wskaźnik nastrojów (VI) EMU: Wstępny HICP (VI) USA: Bazowy PCE (V) USA: Chicago PMI (VI) USA: Finalny Michigan (VI)
2 lipca EMU: PMI sektor przetwórczy (VI) USA: ISM sektor przetwórczy (VI)	3 EMU: PPI (V) USA: Zamówienia w przemyśle (V)	4 <i>POL: Aukcja obligacji 2-letnich</i> USA: Dzień Niepodległości – dzień wolny EMU: PMI sektor usług (VI) EMU: Sprzedaż detaliczna (V)	5 EMU: Spotkanie EBC – decyzja USA: Raport ADP (VI) USA: ISM sektor usług (VI)	6 USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (VI) USA: Bezrobocie (VI)
9 <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i>	10 USA: Zapasy hurtowe (V)	11 <i>POL: Aukcja obligacji 10-letnich</i>	12 EMU: PKB (I kw.) EMU: Produkcja przemysłowa (V) USA: Bilans handlowy (V) USA: Budżet federalny (V)	13 <i>POL: CPI (VI)</i> <i>POL: Podaż pieniądza (VI)</i> <i>POL: Bilans płatniczy (V)</i> USA: Ceny w handlu zagranicznym (import) (VI) USA: Sprzedaż detaliczna (VI) USA: Wstępny Michigan (VII)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

## Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2007 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie RPP	30-31	27-28	27-28	24-25	29-30	26-27	24-25	28-29	25-26	30-31	27-28	18-19
Minutes RPP	-	-	-	-	24	21	19	23	20	25	22	13
PKB*	-	-	2	-	31	-	-	30	-	-	30	-
Inflacja	15	15 <sup>a</sup>	14 <sup>b</sup>	13	15	13	13	14	13	15	14	13
Inflacja bazowa	22		23 <sup>b</sup>	23	23	22	23	23	24	22	23	21
Ceny producenta	19	19	19	20	21	20	19	20	19	18	20	19
Produkcja przemysłowa	19	19	19	20	21	20	19	20	19	18	20	19
Sprzedaż detaliczna	29	23	23	25	25	26	-	-	-	-	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	16	15	15	17	17	19	16	16	17	15	16	17
Bezrobocie	29	23	23	25	25	26	-	-	-	-	-	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	2	-	30	-	-	29	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	16 <sup>c</sup>	12	14	13	18	15	13	13	12	-	-	-
Podaż pieniądza	12	14	14	13	14	14	13	14	14	-	-	-
Bilans NBP	5	7	7	6	7	6	6	7	7	-	-	-
Wskaźniki koniunktury	23	22	22	23	23	22	23	23	24	23	23	21

\* dane kwartalne; <sup>a</sup> dane wstępne za styczeń, <sup>b</sup> dane za styczeń i luty, <sup>c</sup> za listopad 2006 itd., <sup>d</sup> za styczeń, <sup>e</sup> za luty

Źródło: GUS, NBP

## Dane i prognozy ekonomiczne

## Wskaźniki miesięczne

		maj 06	cze 06	lip 06	sie 06	wrz 06	paź 06	lis 06	gru 06	sty 07	lut 07	mar 07	kwi 07	maj 07	cze 07
Produkcja przemysłowa	% r/r	19,1	12,2	14,3	12,6	11,6	14,8	12,0	5,9	15,4	13,0	11,3	12,4	11,4	9,9
Sprzedaż detaliczna <sup>c</sup>	% r/r	13,7	10,7	11,0	11,5	14,5	13,3	13,6	13,3	16,5	17,5	19,2	15,1	15,0	13,8
Stopa bezrobocia	%	16,5	16,0	15,7	15,5	15,2	14,9	14,8	14,9	15,1	14,9	14,4	13,7	13,0	12,6
Place brutto <sup>b c</sup>	% r/r	5,2	4,5	5,6	5,3	5,1	4,7	3,1	8,5	7,8	6,4	9,1	8,4	8,0	7,4
Zatrudnienie <sup>b</sup>	% r/r	3,0	3,1	3,3	3,5	3,5	3,6	3,8	4,1	3,8	4,3	4,5	4,4	4,4	4,4
Eksport (w euro) <sup>d</sup>	% r/r	32,5	16,9	21,0	22,3	18,6	23,4	21,7	8,0	15,5	13,1	15,8	16,3	13,3	10,9
Import (w euro) <sup>d</sup>	% r/r	29,9	17,2	26,2	22,9	19,2	27,4	21,0	17,2	21,5	12,3	21,7	20,2	16,0	17,2
Bilans handlowy <sup>d</sup>	mln EUR	-439	-103	-519	-434	-212	-283	-339	-1119	-398	-201	-627	-403	-716	-609
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	mln EUR	-374	-300	-527	-646	222	-728	-738	-1201	-733	-561	-539	-413	-716	-529
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	% PKB	-1,9	-2,0	-2,1	-2,1	-1,9	-2,0	-2,1	-2,3	-2,5	-2,4	-2,4	-2,3	-2,4	-2,5
Deficyt budżetowy (narastająco)	mln PLN	-14,6	-17,7	-15,6	-14,5	-14,5	-16,6	-18,5	-25,1	3,1	-3,0	-4,8	-2,1	-5,1	-8,1
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu <sup>e</sup>	58,2	70,4	62,3	57,9	57,8	66,3	73,9	100,0	-10,3	10,1	16,1	6,9	16,9	26,9
Inflacja (CPI)	% r/r	0,9	0,8	1,1	1,6	1,6	1,2	1,4	1,4	1,6	1,9	2,5	2,3	2,2	2,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,3	3,0	3,5	3,3	3,6	3,2	2,5	2,6	3,1	3,5	3,3	2,3	2,1	1,5
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	10,1	11,9	13,0	12,9	13,0	12,3	14,4	15,6	19,3	17,9	18,0	17,8	17,6	16,9
Depozyty	% r/r	8,9	11,4	12,3	12,0	11,6	11,4	13,1	15,0	18,4	18,1	17,5	18,0	17,8	17,4
Kredyty	% r/r	12,4	16,0	16,7	18,0	19,2	19,5	20,7	23,4	25,0	26,5	26,8	28,5	25,9	25,4
USD/PLN	PLN	3,05	3,17	3,15	3,05	3,12	3,09	2,97	2,88	2,98	2,98	2,94	2,83	2,80	2,86
EUR/PLN	PLN	3,90	4,02	4,00	3,90	3,97	3,90	3,82	3,81	3,88	3,90	3,89	3,82	3,78	3,83
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,25	4,25	4,25
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,75	5,75	5,75
WIBOR 3M	%	4,15	4,17	4,19	4,19	4,21	4,22	4,20	4,20	4,20	4,20	4,22	4,32	4,44	4,45
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,02	4,20	4,30	4,35	4,44	4,35	4,29	4,20	4,14	4,07	4,23	4,36	4,43	4,35
Rentowność obligacji 2L	%	4,44	4,75	4,95	4,85	4,87	4,84	4,65	4,54	4,41	4,46	4,55	4,71	4,70	4,75
Rentowność obligacji 5L	%	5,00	5,33	5,37	5,41	5,31	5,24	5,01	4,91	4,90	4,97	4,98	5,07	5,11	5,25
Rentowność obligacji 10L	%	5,26	5,54	5,55	5,61	5,48	5,39	5,18	5,10	5,16	5,18	5,18	5,27	5,28	5,40

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

<sup>a</sup> wartość na koniec okresu; <sup>b</sup> w sektorze przedsiębiorstw; <sup>c</sup> nominalnie; <sup>d</sup> dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji;

## Wskaźniki kwartalne i roczne

		2005	2006	2007	2008	I kw. 06	II kw. 06	III kw. 06	IV kw. 06	I kw. 07	II kw. 07	III kw. 07	IV kw. 07
PKB	mld PLN	983,3	1 057,9	1 149,8	1 244,0	242,4	253,9	261,4	300,1	267,1	276,7	282,2	323,8
PKB	% r/r	3,6	6,1	6,2	5,5	5,5	6,0	6,3	6,6	7,4	6,5	5,9	5,4
Popyt krajowy	% r/r	2,4	6,6	7,2	6,5	5,3	5,4	6,9	8,6	8,6	7,3	6,5	6,6
Spożycie indywidualne	% r/r	2,0	5,2	5,8	5,5	5,4	4,8	5,6	5,1	6,9	5,5	5,5	5,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,5	16,5	17,3	13,0	7,6	14,5	19,3	19,3	29,6	18,0	15,0	14,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	4,0	12,5	12,2	10,0	12,4	12,1	12,3	10,8	13,0	11,2	11,9	12,7
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,5	11,9	14,5	11,0	9,0	11,8	13,8	12,6	17,4	12,9	13,8	14,1
Stopa bezrobocia <sup>a</sup>	%	17,6	14,9	11,5	10,0	17,8	16,0	15,2	14,9	14,4	12,6	11,8	11,5
Place realne brutto <sup>c</sup>	% r/r	1,2	4,2	5,4	5,8	4,3	3,9	4,1	4,5	5,9	5,5	5,7	4,7
Zatrudnienie <sup>c</sup>	% r/r	1,9	3,2	4,3	4,3	2,6	3,0	3,4	3,8	4,2	4,4	4,3	4,1
Eksport (w euro) <sup>b</sup>	% r/r	17,8	20,2	13,5	15,0	23,3	19,5	20,7	18,0	14,8	13,4	13,0	13,0
Import (w euro) <sup>b</sup>	% r/r	13,4	21,8	16,8	17,0	23,3	19,0	22,8	21,9	18,5	17,7	15,5	16,0
Bilans handlowy <sup>b</sup>	mln EUR	-2 242	-3 896	-7 660	-11 080	-352	-646	-1 165	-1 733	-1 226	-1 729	-1 932	-2 773
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	mln EUR	-4 130	-6 273	-7 960	-9 780	-1 396	-1 266	-949	-2 662	-1 833	-1 659	-1 241	-3 227
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	% PKB	-1,7	-2,3	-2,6	-2,9	-1,9	-2,0	-1,9	-2,3	-2,4	-2,5	-2,5	-2,6
Deficyt budżetowy <sup>a</sup>	mld PLN	-28,6	-25,1	-26,0	-30,0	-9,0	-17,7	-14,5	-25,1	-4,8	-8,1	-17,0	-26,0
Deficyt budżetowy	% PKB	-2,9	-2,4	-2,3	-2,4	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2,1	1,0	2,1	2,6	0,6	0,8	1,4	1,3	2,0	2,3	1,9	2,4
Inflacja (CPI) <sup>a</sup>	% r/r	0,7	1,4	2,6	2,8	0,4	0,8	1,6	1,4	2,5	2,4	1,9	2,6
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	0,7	2,5	2,4	3,0	0,9	3,0	3,6	2,6	3,3	2,0	1,6	2,8
Podaż pieniądza (M3) <sup>a</sup>	% r/r	10,5	15,6	14,4	13,9	9,8	11,9	13,0	15,6	18,0	16,9	15,9	14,4
Zobowiązania <sup>a</sup>	% r/r	9,4	15,0	15,0	12,0	9,1	11,4	11,6	15,0	17,5	17,4	17,1	15,0
Należności <sup>a</sup>	% r/r	11,8	23,4	22,3	18,0	13,6	16,0	19,2	23,4	26,8	25,4	24,3	22,3
USD/PLN	PLN	3,23	3,10	2,87	2,86	3,19	3,14	3,10	2,98	2,97	2,83	2,85	2,82
EUR/PLN	PLN	4,02	3,90	3,82	3,72	3,83	3,95	3,96	3,85	3,89	3,81	3,84	3,76
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	4,50	4,00	4,50	4,75	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,25	4,50	4,50
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	6,00	5,50	6,00	6,25	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,75	6,00	6,00
WIBOR 3M	%	5,29	4,21	4,48	4,93	4,29	4,15	4,20	4,20	4,20	4,40	4,63	4,70
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,92	4,18	4,41	4,75	4,02	4,06	4,37	4,28	4,14	4,38	4,52	4,60
Rentowność obligacji 2L	%	5,04	4,57	4,76	5,20	4,23	4,49	4,89	4,67	4,47	4,72	4,85	5,00
Rentowność obligacji 5L	%	5,25	5,03	5,21	5,55	4,67	5,04	5,36	5,05	4,95	5,14	5,30	5,45
Rentowność obligacji 10L	%	5,24	5,22	5,39	5,75	4,83	5,27	5,55	5,22	5,17	5,32	5,45	5,60

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

<sup>a</sup> wartość na koniec okresu; <sup>b</sup> dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji; <sup>c</sup> w sektorze przedsiębiorstw

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 12.06.2007 r. zostało przygotowane przez:

## ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY

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

Email: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl) Serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.bzwbk.pl>

**Maciej Reluga** – Główny Ekonomista

tel. 022 586 83 63, Email: [maciej.reluga@bzwbk.pl](mailto:maciej.reluga@bzwbk.pl)

**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.

