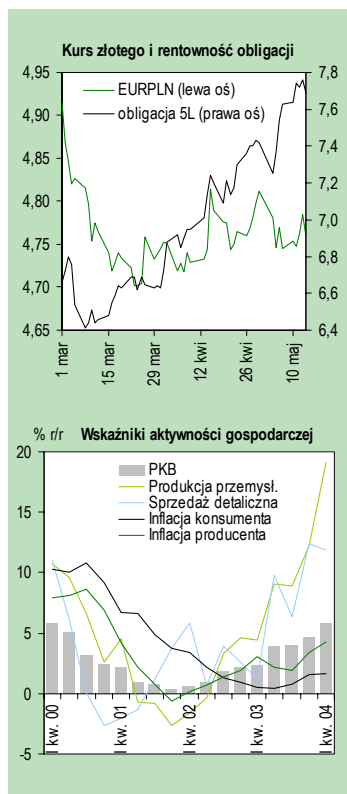


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Maj 2004



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
(22) 586 8363

Piotr Bielski
(22) 586 8333
Piotr Bujak
(22) 586 8341
Aleksander Krzyżaniak
(22) 586 8342

Email: imie.nazwisko@bzwbk.pl

Do trzech razy sztuka

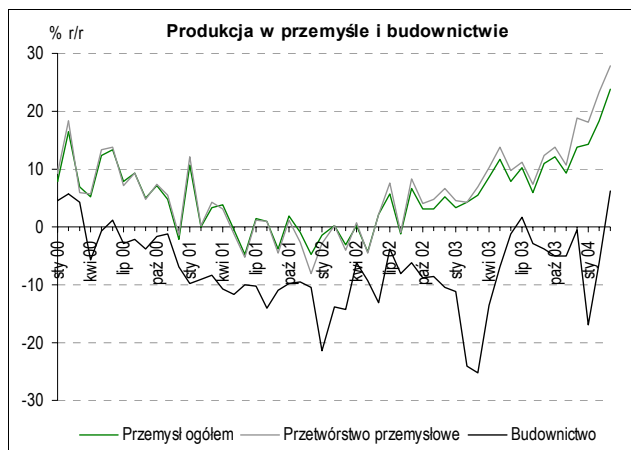
- Wszystko wskazuje na to, że polityka będzie jeszcze przez jakiś czas dominowała nad polskim rynkiem finansowym.** Po pierwszym głosowaniu nad wotum zaufania dla rządu Marka Belki, inicjatywa wróciła do Sejmu, który w ciągu 14 dni może wybrać Prezesa Rady Ministrów. Ponieważ jednak w drugim kroku premier musi być również wybrany bezwzględną większością głosów, a SLD posiadająca najwięcej głosów w Sejmie nie zgadza się na innego szefa rządu niż Marek Belka, kandydaci zaproponowani przez Sejm nie mają raczej szans na uzyskanie wotum zaufania. Dlatego też w trzecim kroku konstytucyjnej procedury wyboru premiera, prezydent ponownie wskaże Marka Belkę jako swojego kandydata. Wówczas (mniej więcej w połowie czerwca) przegłosowanie wotum zaufania będzie wymagało tylko zwykłej większości (więcej głosów „za” niż „przeciw”), co znacząco zwiększa szanse na zwycięstwo premiera Belki, tym bardziej, że w obliczu perspektywy wyborów parlamentarnych na początku sierpnia posłowie mogą zachowywać się na sali sejmowej inaczej niż w piątek. Podtrzymujemy naszą opinię, że nawet jeśli Marek Belka zdobędzie zaufanie posłów w trzecim podejściu, najprawdopodobniej nie znajdzie poparcia w Sejmie dla najważniejszych ustaw związanych z finansami publicznymi. Dlatego też w trzecim kwartale możliwy jest dalszy wzrost rentowności obligacji.
- W kwietniu RPP spełniła groźbę, którą przedstawiała na dwóch poprzednich posiedzeniach, i wprowadziła restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej.** Zwiększa to prawdopodobieństwo wzrostu stóp procentowych w tym roku. Uważamy, że cykl podwyżek stóp może się rozpocząć w III kwartale br., co wynika to z faktu, że będziemy obserwować dalszy wzrost bieżących wskaźników inflacji i oczekiwań inflacyjnych, co oznacza, że w najbliższych miesiącach następować będzie spadek realnych stóp procentowych, co przy restrykcyjnym nastawieniu w polityce pieniężnej wymagać będzie od RPP odpowiedniej reakcji. Kolejne ostrożne podwyżki stóp procentowych (jedna lub dwie nie większe niż 25pb każda) mogą by nastąpić w IV kwartale br.
- Sytuacja ekonomiczna jest coraz mniej sprzyjająca utrzymaniu niskiej inflacji.** Narastają niekorzystne tendencje na rynkach ropy naftowej i żywności, których skutki mogą być wzmacniane przez umacniające się ożywienie popytu krajowego.
- Polska gospodarka rozwija się w coraz szybszym tempie.** Od kilku miesięcy niemal każde kolejne dane nt. aktywności gospodarczej zaskakują *in plus*, potwierdzając coraz bardziej umacniające się pozytywne tendencje ekonomiczne. Dane za pierwsze trzy miesiące tego roku pozwalają na podniesienie prognoz tempa wzrostu PKB do prawie 6% w I kwartale i ok. 5,5% w całym 2004 roku.

Na rynku finansowym 30 kwietnia 2004 r.:

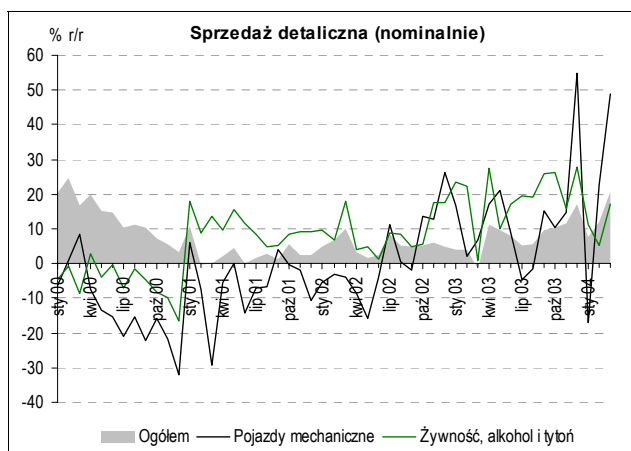
Stopa depozytowa NBP	3,75	WIBOR 3M	5,85	USDPLN	4,0254
Stopa referencyjna NBP	5,25	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	6,35	EURPLN	4,8122
Stopa lombardowa NBP	6,75	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	7,42	EURUSD	1,1955

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 14.05.2004 r.

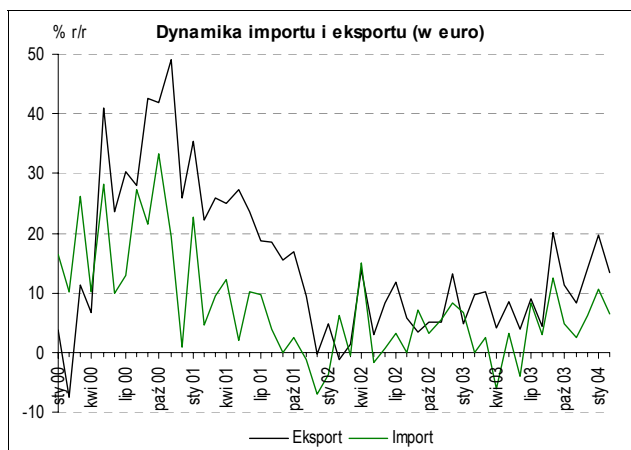
Gospodarka Polski

**Imponujące wyniki polskiego przemysłu**

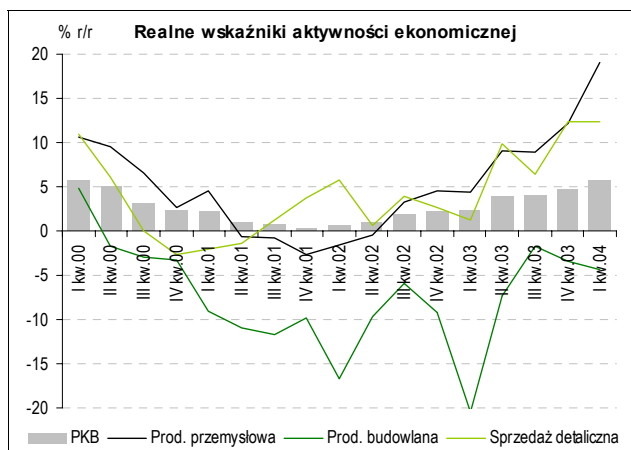
- Wzrost produkcji przemysłowej w marcu wyniósł prawie 24% r/r, znacznie powyżej oczekiwań. W przetwórstwie przemysłowym produkcja była wyższa aż o 28% r/r. To najlepsze miesięczne wyniki w przemyśle od początku lat 90.
- Wzrost produkcji przemysłu skorygowany sezonowo wyniósł 17,5% r/r wobec 17,8% w lutym.
- Rośnie liczba działów przemysłu, objętych ożywieniem – w marcu 26 z 29 działów zanotowało wzrost produkcji.
- Nareszcie wzrost produkcji w budownictwie – w marcu o 6,3% r/r po spadku o 6,4% r/r w poprzednim miesiącu.
- Po wyeliminowaniu czynników sezonowych produkcja budowlano-montażowa wzrosła 0,6% r/r wobec spadku o ponad 2% przed miesiącem.

**Sprzedaż detaliczna nie pozostaje w tyle**

- Wartość sprzedaży detalicznej wzrosła w marcu nominalnie o 20,7% r/r, najwięcej od czterech lat.
- Silny wzrost nadal częściowo wynikał z boomu na rynku samochodów (przed zmianami w ustawie o VAT) – sprzedaż pojazdów mechanicznych i części podskoczyła w górę o prawie 50% r/r po niemal 23% wzroście w lutym.
- ... jednak w pozostałych grupach towarów również zanotowano bardzo dobre wyniki sprzedaży, w większości z nich roczna dynamika utrzymała się na dwucyfrowym poziomie.
- Większe zakupy częściowo wynikały z obaw o wzrost cen po wejściu do UE, więc od maja możliwy spadek dynamiki sprzedaży. Jednak spowolnienie nie powinno być głębokie, bo spodziewane jest ogólne przyspieszenie dynamiki konsumpcji prywatnej.

**Handel zagraniczny nadal w rozkwicie**

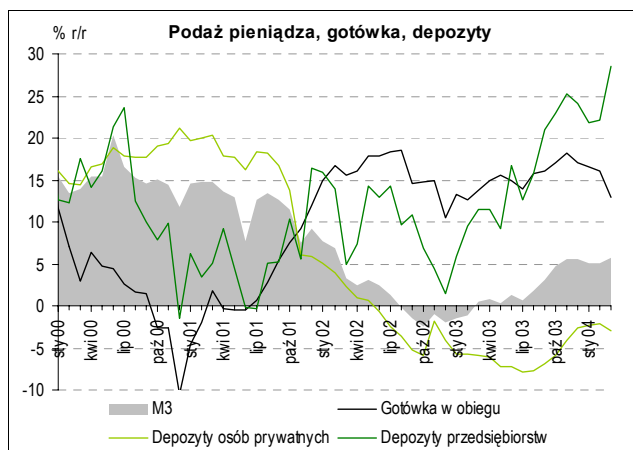
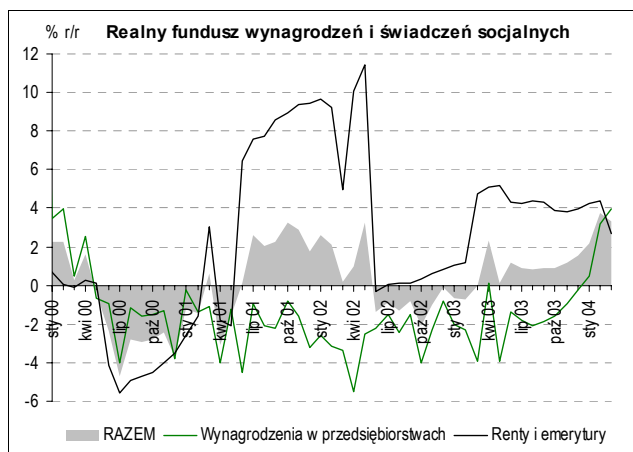
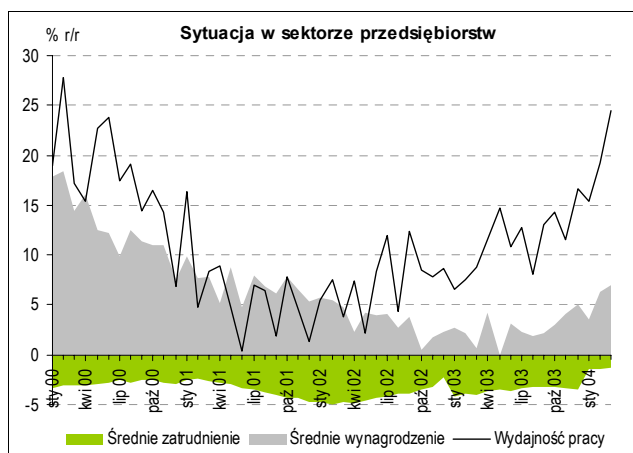
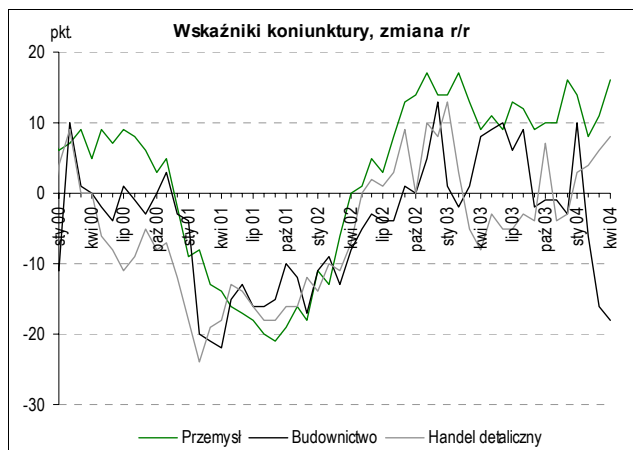
- Polski eksport kontynuuje szybki wzrost – 19,6% r/r w styczniu i 13,4% r/r w lutym.
- Coraz wyraźniejsze jest też ożywienie importu, który podniósł się o 10,6% r/r w styczniu i 6,5% r/r w lutym.
- Jednak nadal dynamika importu jest znacznie poniżej dynamiki eksportu, co umożliwia dość szybką redukcję deficytu handlowego w porównaniu z analogicznym okresem poprzedniego roku – w lutym deficyt obrotów towarowych wyniósł 288 mln € wobec 519 mln € w lutym 2003.
- Szybko rosną wpływy z tytułu eksportu usług – odpowiednio o 7,2% r/r i 21,1% r/r w styczniu i lutym br. – prawdopodobnie za sprawą wzmożonego ruchu przygranicznego, dzięki niskiej wartości złotego.

**Wzrost gospodarczy w I kwartale bliski 6%**

- Powyższe dane pozwalają na zrewidowanie w górę prognoz wzrostu PKB na ten rok. Szacujemy, że PKB w I kwartale wzrósł o 5,8% r/r. W całym roku wzrost powinien wynieść 5,5%.
- Wg NBP tempo wzrostu w I kwartale wyniosło aż 6,4% r/r.
- Eksport nadal jednym z najważniejszych motorów wzrostu, jednak na znaczeniu stopniowo zyskuje popyt krajowy.
- Silny wzrost konsumpcji prywatnej powinien jeszcze przyspieszyć, wraz ze wzrostem dochodów i optymizmu Polaków.
- Coraz więcej sygnałów potwierdza, że inwestycje zaczęły rosnąć już na początku br., a II półrocze 2004 powinno przynieść mocniejsze ożywienie w tym obszarze. Ministerstwo Gospodarki spodziewa się wzrostu inwestycji w całym roku o ok. 10%.

Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

Badania koniunktury sugerują ciąg dalszy ożywienia

- Najnowsze wyniki badań koniunktury sugerują kontynuację ożywienia gospodarczego w kolejnych miesiącach tego roku.
- Sygnalizowany jest coraz szybszy wzrost portfela zamówień w przemyśle, rośnie rola zamówień krajowych.
- Coraz więcej wyraźnych sygnałów od przedsiębiorstw o planowanym wzroście popytu na pracę i zwiększeniu aktywności inwestycyjnej.
- ... ale wyraźnie rosną też oczekiwania firm na podwyżki cen.
- Wysokie wykorzystanie mocy produkcyjnych wspiera oczekiwania na wzrost zatrudnienia i inwestycji.
- Nawet w budownictwie, gdzie oceny bieżącej sytuacji są najbardziej pesymistyczne, oczekiwana jest znaczna poprawa koniunktury gospodarczej w kolejnych miesiącach.

Ożywienie gospodarcze nadal bez wzrostu zatrudnienia

- Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nadal nie rośnie, w marcu było o 1,3% niższe niż przed rokiem (w lutym o 1,5%).
- ... chociaż w konkurencyjnych gałęziach gospodarki widać pewną poprawę: od początku roku lekkie wzrosty występują w handlu i naprawach oraz przetwórstwie przemysłowym.
- W efekcie, przy szybko rosnącej produkcji i sprzedaży wydajność pracy w polskich przedsiębiorstwach gwałtownie wzrasta.
- Zdaniem NBP sytuacja na rynku pracy jest lepsza niż pokazują oficjalne statystyki zatrudnienia z sektora przedsiębiorstw, ponieważ wzrosło znaczenie elastycznych form zatrudnienia.
- Stopa bezrobocia rejestrowanego w marcu minimalnie w dół, do 20,5%. Kolejne miesiące powinny przynieść mocniejszy, sezonowy spadek, a na koniec roku oczekujemy ok. 19%.

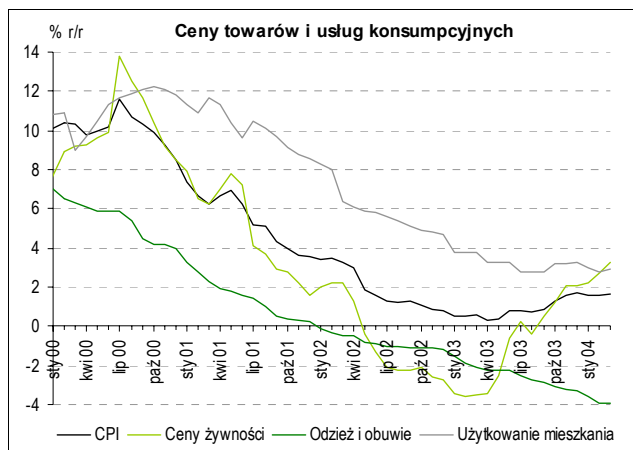
... jednak dochody gospodarstw domowych rosną

- Płace mocno w górę: wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw wzrosły o 7% r/r, a w przetwórstwie przemysłowym aż 9% r/r.
- Wzrost płac uzasadniony bardzo szybkim wzrostem wydajności pracy, więc nie powinien zwiększyć kosztowej presji na ceny w przedsiębiorstwach. Jednostkowe koszty pracy wyraźnie spadają.
- Wyższe płace zwiększają dochody do dyspozycji gospodarstw domowych. Przy coraz łagodniejszym spadku zatrudnienia mocno przyspieszył wzrost funduszu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw – do 5,7% r/r nominalnie i 3,9% r/r realnie.
- W związku z tym można oczekiwać kontynuacji silnego wzrostu popytu konsumpcyjnego, a nawet jego przyspieszenia w dalszej części roku. W całym roku oczekujemy wzrostu prywatnej konsumpcji o 4,4%.

Wzrost podaży pieniądza stopniowo przyspiesza

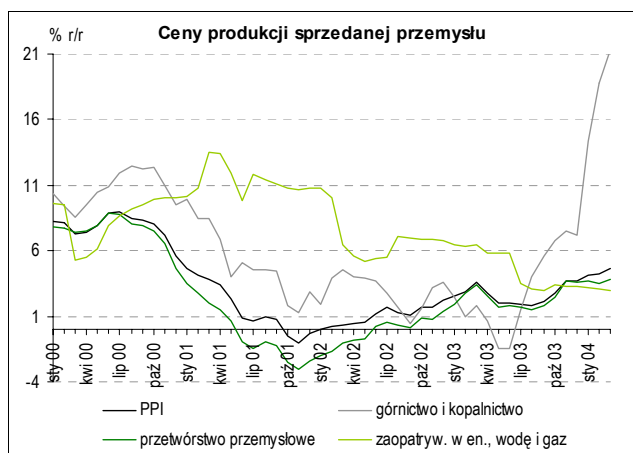
- Podaż pieniądza wzrosła w marcu o 5,8% r/r wobec 5,1% r/r w lutym. Wynikało to głównie ze znacznego przyrostu depozytów przedsiębiorstw (wzrost o 28,5% r/r i 4,8% m/m).
- Depozyty gospodarstw domowych zanotowały spadek o 2,1% r/r i 1,1% m/m, co może dziwić biorąc pod uwagę znaczący wzrost funduszu płac w I kwartale 2004.
- Ciągłe braki ożywienia w kredytach przedsiębiorstw – w marcu wzrost zaledwie o 0,4% r/r wobec 2,6% w lutym. Jest to do w sumie zrozumiałe, biorąc pod uwagę ogromne zasoby wolnych środków na rachunkach firm.
- Kredyty gospodarstw domowych wzrosły o 13% r/r, w tym dla osób prywatnych o 17,1% r/r. Prawie 90% tego przyrostu wynika z boomu na rynku kredytów mieszkaniowych; w pozostałych segmentach rynku trudno stwierdzić ożywienie.

Gospodarka Polski



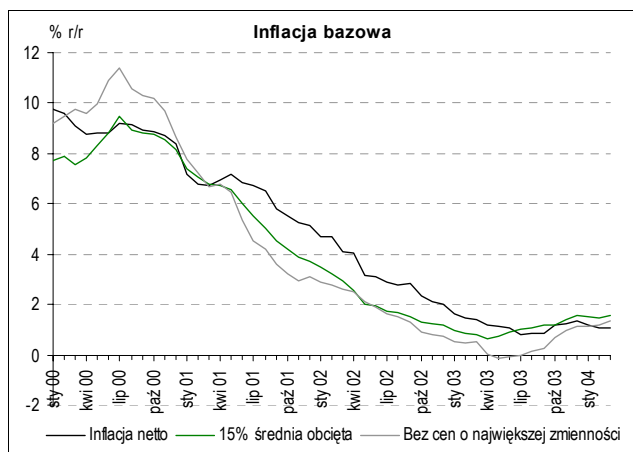
Inflacja rośnie, na razie umiarkowanie

- W marcu ceny towarów i usług konsumpcyjnych wzrosły o 1,7% r/r, tylko nieznacznie więcej niż w styczniu i lutym (1,6%).
- Najszybszy wzrost zanotowały ceny paliw (1,9% m/m), żywności (0,8% m/m) oraz wyrobów farmaceutycznych (0,5% m/m). Ceny odzieży i obuwia kontynuowały spadek, obniżając się o 0,5% m/m. Pozostałe grupy towarów i usług wykazywały ceny raczej stabilne.
- ... co potwierdza hipotezę, że wzrost inflacji nadal powodowany jest niemal wyłącznie przez czynniki podażowe, podczas gdy presja popytowa praktycznie nie daje o sobie znać
- Sytuacja ekonomiczna coraz mniej sprzyjająca dla utrzymania niskiej inflacji. Narastają niekorzystne tendencje na rynkach ropy naftowej i żywności, których skutki mogą być wzmacniane przez umacniające się ożywienie popytu krajowego.



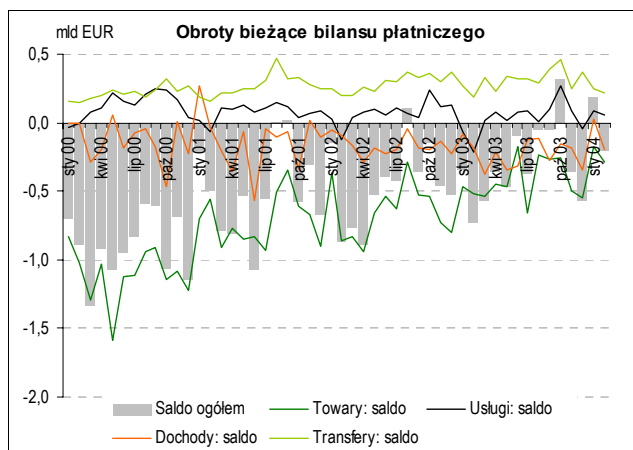
... ale czynniki podażowe są coraz bardziej niekorzystne

- Przyspiesza wzrost cen produkcji przemysłowej – w marcu do 4,6% r/r wobec 4,2% w lutym, głównie za sprawą szybko rosnących cen metali i surowców. W kolejnych miesiącach wzrost PPI może przekroczyć 6% z powodu niekorzystnych szoków podażowych.
- Gwałtowny wzrost cen ropy naftowej na świecie z powodu obaw politycznych i rosnącego popytu przy ograniczonej podaży. Na początku maja ceny ropy w USA przekroczyły 41 USD za baryłkę, osiągając najwyższy poziom od 23 lat.
- Ceny żywności również ostro w górę. W I połowie kwietnia wzrosły o 2,3% m/m, co pchnie CPI w górę do 2,3% r/r w kwietniu.
- ... jednak II półrocze może przynieść odwrócenie trendu na rynku żywności, ponieważ w tym roku spodziewane są bardzo dobre zbiory w rolnictwie.



Wzrost CPI przyspieszy mocniej w najbliższych miesiącach

- Inflacja bazowa w I kwartale jeszcze stosunkowo niska. W marcu tylko jeden wskaźnik – inflacja z wyłączeniem cen kontrolowanych – był równy CPI (1,7% r/r), a pozostałe cztery były niższe, w przedziale 1,1-1,5%. Potwierdza to brak silnej presji popytowej na wzrost cen detalicznych.
- Mimo to kolejne miesiące powinny być okresem szybszego wzrostu CPI, głównie w efekcie negatywnych tendencji na rynku żywności i paliw (patrz wyżej) oraz dostosowania cen po przystąpieniu do UE. Ożywienie gospodarcze może się przyczynić do wzmocnienia tych efektów.
- NBP obawia się przekroczenia górnej granicy celu inflacyjnego (3,5%) w ciągu kilkunastu miesięcy. Naszym zdaniem na koniec tego roku inflacja nie powinna przekraczać 3% r/r, chociaż wiele będzie zależało od dalszej tendencji na rynku paliw.

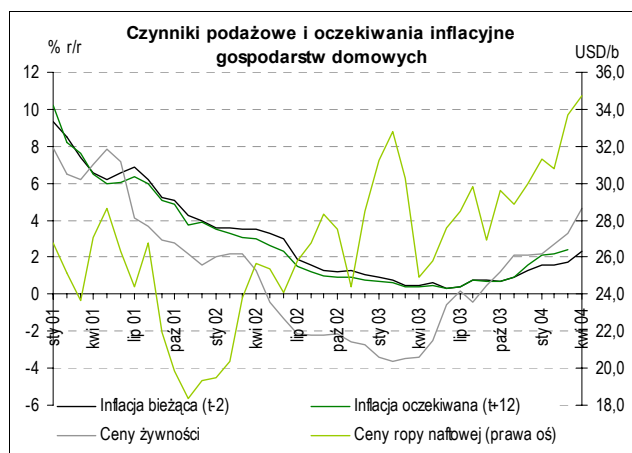
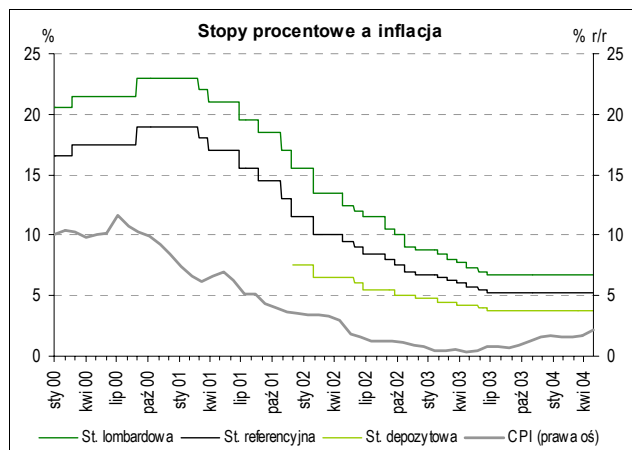


Deficyt obrotów bieżących niższy od oczekiwań

- Pozytywne wyniki bilansu płatniczego, wyraźnie lepsze od oczekiwań rynku – w lutym deficyt 210 mln €, w styczniu (po rewizji) nadwyżka 191 mln €, podczas gdy wcześniejsze dane wykazały deficyt 83 mln €.
- Skumulowany 12-miesięczny deficyt obrotów bieżących spadł w ciągu pierwszych dwóch miesięcy tego roku o ponad 0,5% PKB – po lutym wynosił 1,4% PKB wobec 2% na koniec 2003 roku.
- Ożywienie popytu krajowego powinno powstrzymać dalszy spadek nierównowagi zewnętrznej polskiej gospodarki. Jednak wciąż bardzo dobra kondycja polskiego eksportu będzie raczej przeciwdziałać nadmiernie szybkiemu pogłębieniu deficytu w kolejnych miesiącach.

Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

Pod lupą: Bank centralny



Istotne fragmenty komunikatu RPP z dnia 27 kwietnia 2004

Czynniki sprzyjające niskiej inflacji: podaż pieniądza pozostaje na umiarkowanym poziomie, nadal niska jest dynamika kredytu dla przedsiębiorstw, przyspiesza wzrost wydajności pracy.

Czynniki rodzące ryzyko wzrostu inflacji: wzrost oczekiwań inflacyjnych; polska gospodarka znajduje się w fazie silnego ożywienia, opartego na dynamicznie rosnącym eksporcie; nasilają się sygnały świadczące o ożywieniu w inwestycjach; najszybszy od stycznia 2001 r. wzrost funduszu płac wskazuje, iż wzrost spożycia prywatnego w 2004 r. może być większy niż w ubiegłym roku; pozytywne wyniki badań koniunktury; spośród wstrząsów podaźowych wpływających na wzrost inflacji największe zagrożenie niesie ze sobą wzrost cen żywności w 2004 r.; wzrost PPI wynikający przede wszystkim ze wzrostu cen uzyskiwanych w eksporcie; wzrost prognozowanych cen ropy naftowej; wysoki deficyt budżetowy i rosnące potrzeby pożyczkowe państwa oraz niestabilność polityczna są źródłem utrzymującej się niepewności na rynkach finansowych.

Rosnąca niestabilność polityczna zmniejsza prawdopodobieństwo uchwalenia ustaw koniecznych do uzdrowienia fin. publ. Wg obecnych szacunków NBP, istnieje duże prawdopodobieństwo przekroczenia II prognozy ostrożnościowego, tj. 55% PKB w 2004.

Istotne fragmenty Raportu o inflacji w 2003 roku

Projekcja inflacji wskazuje, że w przypadku realizacji przedstawionego scenariusza uwarunkowań zewnętrznych i wewnętrznych w latach 2004-2005 oraz przy założeniu utrzymania stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie, w roku 2004 i na początku 2005 r. inflacja będzie stopniowo rosła. W połowie 2005 r. ustabilizuje się w pobliżu górnej granicy przedziału celu inflacyjnego, z możliwością okresowego przekroczenia granicy celu.

Polska gospodarka znajduje się obecnie w fazie ożywienia, stymulowanego przez dynamicznie rosnący eksport. W sektorach eksportowych obserwuje się już ożywienie inwestycyjne. Przy utrzymaniu się tempa wzrostu spożycia na poziomie zbliżonym do 2003 r. w najbliższych latach można się spodziewać kontynuacji tendencji wzrostowych.

Oczekiwane w 2004 r. ożywienie koniunktury, może spowodować wzrost wrażliwości inflacji na zmiany kursu złotego. Z drugiej strony, jest mało prawdopodobne, aby w którymkolwiek kwartale 2004 r., zmiany nominalnego efektywnego kursu złotego były większe niż w III i IV kwartale 2003 r. Oznacza to, że po zaabsorbowaniu w półroczu br. efektów zmian kursu z roku poprzedniego, w II połowie 2004 r. presja inflacyjna ze strony kursu powinna być mało znacząca.

Restrykcyjne nastawienie! Stopy w górę już w tym roku!

- Groźba została spełniona - nastąpiła zmiana nastawienia w polityce pieniężnej na restrykcyjne.
- Przyjęcie restrykcyjnego nastawienia w polityce pieniężnej zwiększa prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych.
- Ponieważ nie oczekiwaliśmy zmiany nastawienia tak szybko, zmieniliśmy nasze prognozy stóp procentowych. Cykl podwyżek stóp może się rozpocząć w III kwartale br. Kolejne (jedna lub dwie nie większe niż 25pb każda) mogą nastąpić w IV kwartale br.
- Przy wzroście bieżącej inflacji i oczekiwań inflacyjnych następować będzie spadek realnych stóp procentowych, co przy restrykcyjnym nastawieniu w polityce pieniężnej wymagać będzie od RPP odpowiedniej reakcji, szczególnie, że w okresie tym utrzymywać się będzie prawdopodobnie słaby kurs złotego.

Oczekiwania inflacyjne najważniejszym argumentem

- Głównym powodem zmiany nastawienia był „znaczny wzrost oczekiwań inflacyjnych”, który nastąpił ostatnio, a który był wynikiem szoków podaźowych, wzrostu presji popytowej oraz zmiany w strukturze cen wynikającej z wejścia do UE.
- Rada uznała, że nawet jeśli część z tych czynników ma charakter przejściowy, to oczekiwania inflacyjne mogą zostać utrwalone przez postępujące ożywienie gospodarcze, które stworzyłoby ryzyko przekroczenia górnej granicy celu inflacyjnego.
- Ryzyko po stronie czynników podaźowych jest wyższe niż przed miesiącem – bardzo wysoki wzrost cen żywności i kolejne rekordy cen ropy na rynku światowym.
- Oczekiwania inflacyjne wg badań NBP wzrosły do 2,5% r/r w kwietniu z 2,4% r/r w marcu i z 0,4% r/r w kwietniu ubiegłego roku.

Polityka fiskalna nie jest już największym czynnikiem ryzyka

- Lista czynników korzystnych dla niskiej inflacji przedstawiona w komunikacie była podobna do poprzednich. Jednak o ile wcześniej pisano o czynnikach „sprzyjających utrwaleniu niskiego poziomu inflacji”, teraz są to po prostu czynniki „sprzyjające niskiej inflacji”.
- NBP odnotował, że wzrost wydajności pracy może być w rzeczywistości słabszy niż się to ocenia w danych oficjalnych, ponieważ wg danych BAEL rzeczywista dynamika zatrudnienia jest wyższa od tego, co jest widoczne w danych GUS.
- Lista czynników stwarzających zagrożenie dla inflacji jest dużo dłuższa niż poprzednio. Po raz pierwszy od wielu miesięcy RPP nie napisała, że „najważniejszym z czynników utrudniających stabilizację inflacji na niskim poziomie jest sytuacja finansów publicznych”.

Raport inflacyjny NBP – wysokie prognozy inflacji

- Od połowy 2003 r. bank centralny stał się coraz bardziej zaniepokojony możliwością intensyfikacji presji inflacyjnej.
- Wynikało to z poprawiających się perspektyw ożywienia popytu krajowego w połączeniu z utrzymującą się niepewnością odnośnie perspektyw polityki fiskalnej.
- Prognozy inflacyjne NBP - skonstruowane przy założeniu, że stopy procentowe w horyzoncie prognozy pozostaną bez zmian - wskazują na przyspieszenie inflacji w ciągu kilku kwartałów w okolicach górnej granicy przedziału celu inflacyjnego (3,5%).
- Decyzja o zmianie nastawienia w polityce pieniężnej z neutralnego na restrykcyjne była dwukrotnie proponowana (i odrzucona) przez poprzednią RPP już w dwóch ostatnich miesiącach ubiegłego roku – w grudniu zadecydował głos prezesa.



Pod lupą: Bank centralny

Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

Leszek Balcerowicz, prezes NBP

PAP, Reuters, konferencja RPP, 27 kwietnia

Na razie wszystkie prognozy wskazują na wzrost inflacji. Przyszła inflacja zależy od polityki monetarnej. RPP jest zdecydowana wykonywać swoją konstytucyjną misję, jaką jest dbałość o stabilność cen. Ryzyko wzrostu inflacji niesie ze sobą wzrost oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych. Po drugie nasilają się sygnały ożywienia gospodarczego. Świadczy o tym dynamicznie rosnący eksport. W ciągu pierwszych miesięcy tego roku tempo wzrostu eksportu tego roku podwoiło się w stosunku do i tak dobrego tempa wzrostu eksportu w ubiegłym roku.

To jest ryzyko [przekroczenia górnej granicy celu], w stosunku do którego Rada sygnalizowała gotowość, aby się ono nie zmaterializowało. [...] Zwracam uwagę na to, że cenowe skutki wejścia do UE są tylko jednym z czynników i nie najważniejszym spośród tych czynników, które przemówiły na rzecz zmiany nastawienia w polityce pieniężnej.

Krzysztof Rybiński, wiceprezes NBP

Radio PiN, 5 maja

W raporcie o inflacji za 2003 rok napisaliśmy, że z prognoz NBP wynika, iż w przyszłym roku może zostać przekroczona górna granica celu, czyli inflacja może wzrosnąć powyżej 3,5%. [...] W tej chwili wszystko wskazuje na to, że czynniki, które mogą prowadzić do wzrostu inflacji, w tym również powyżej górnej granicy celu przybierają na sile. I stąd zmiana nastawienia RPP na restrykcyjne.

Dariusz Filar, członek RPP

Gazeta Wyborcza, 7 maja

Samo sformułowanie „nastawienie restrykcyjne” oznacza, że prawdopodobieństwo wzrostu stóp jest wyższe niż jakiegokolwiek innej decyzji. Następnym krokiem najprawdopodobniej będzie podwyżka, ale nie jest przesądzone, kiedy nastąpi.

Parkiet 29 kwietnia

[pyt. czy teraz Rada zacznie zapowiadać możliwość podwyższenia stóp procentowych?] Nie sądzę. Sformułowanie, że przeszliśmy do nastawienia restrykcyjnego jest jednoznaczne.

[pyt. czy podwyżka stóp osłabi wzrost gospodarczy?] W tych przedsiębiorstwach którym dobrze się wiedzie, istnieją ogromne rezerwy finansowe [...] Można więc oczekiwać, że wiele potrzeb inwestycyjnych będzie finansowanych ze środków własnych.

Stanisław Owsiak, członek RPP

PAP, 15 kwietnia

Pewne sygnały o charakterze proinflacyjnym już się pojawiły. Dodatkowa niepewność dotycząca efektu wejścia do UE sprawiłyby, że w obecnej sytuacji obniżanie stóp byłoby przedwczesne. [...] W perspektywie 1-2 miesięcy redukcja stóp byłaby bardzo niebezpieczna. W kwietniu raczej nie pojawią się nowe czynniki. W przypadku realnego zagrożenia celu inflacyjnego, dopuszcza się możliwość zmiany nastawienia. [...] Ponadto będzie to konieczne jeżeli chcemy myśleć poważnie o wejściu do strefy euro.

Nadmierna nerwowość w podejmowaniu decyzji o stopach ze strony RPP nie jest wskazana i uzasadniona. Tę nerwowość rozumiem w ten sposób, że gdyby nieoczekiwanie inflacja przekroczyła górny albo dolny próg celu w krótkim okresie, to niewskazana byłaby natychmiastowa reakcja Rady. Nie można wykluczyć, że odchylenie takie to epizod, trzeba więc ostrożnie pochodzić do takich sytuacji.

Andrzej Wojtyna, członek RPP

PAP, 12 maja

Ważne jest, jak się rozwine sytuacja. Z doświadczenia innych krajów widać, że może dojść do zahamowania ożywienia, które się dopiero zaczyna, w wyniku zbyt wczesnej decyzji o podwyżce stóp. Nie traktuje tego [zmiany nastawienia] jako jednoznacznej zapowiedzi podwyżki stóp. Sytuacja się zmienia, sygnały też. Nie ma nic złego w tym, jeśli taka sytuacja będzie się utrzymywać nawet przez kilka miesięcy. Ta decyzja jest jak migające żółte światło.

Komentarz

Wyraźnie widać, że rozkład czynników mających wpływ na przyszłą inflację uległ, zdaniem RPP, niekorzystnej zmianie. Prezes NBP powiedział podczas konferencji prasowej, że w takiej sytuacji zmiana nastawienia „była oczywistą decyzją” i odzwierciedliła troskę RPP o realizację jej podstawowego celu. Ocena banku centralnego odnośnie siły ożywienia jest bardziej optymistyczna niż nasze przewidywania i konsensus rynkowy. Według szacunków NBP wzrost PKB w I kwartale br. wyniósł 6,4%, co przekracza nawet bardzo optymistyczne prognozy wicepremiera Jerzego Hausnera. Ciekawe jednak, że prezes NBP zwrócił uwagę na szybko rosnący eksport jako główne źródło ożywienia, co nasuwa pytanie czy tego rodzaju ożywienie znacząco wpłynie na ceny detaliczne? NBP przewiduje jednak silniejszy wzrost popytu konsumpcyjnego, gdyż uważa, że oficjalne statystyki na temat rynku pracy nie dają pełnego obrazu sytuacji i w rzeczywistości tendencje w zakresie popytu na pracę mogą być dużo bardziej korzystne niż pokazują to dane o zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw.

Wypowiedź wiceprezesa NBP sugeruje, że zdaniem departamentu analiz NBP ryzyko przekroczenia inflacyjnego w ostatnim miesiącu się zwiększyło, zapewne na skutek silniejszego ożywienia, ale również niekorzystnych szoków podaźowych. Z wypowiedzi członków RPP wynika, że rada może być podzielona jeśli chodzi o opinię reagowania na szoki podaźowe zmianami stóp procentowych. Skoro jednak była w radzie większość do zmiany nastawienia, znajdzie się zapewne i taka aby podnieść stopy procentowe.

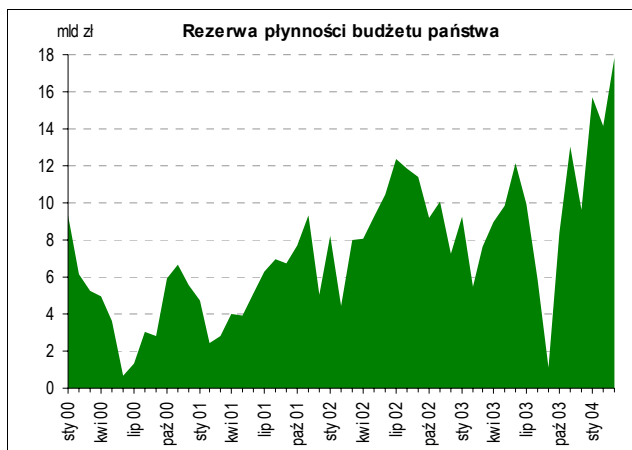
Dariusz Filar przedstawił raczej „jastrzębie” spojrzenie na perspektywy polityki pieniężnej. Powiedział on, że „następnym krokiem najprawdopodobniej będzie podwyżka [stóp], ale nie jest przesądzone, kiedy nastąpi”. Filar zadeklarował także, że RPP zrobi wszystko by utrzymać stopę wzrostu cen w przedziale oficjalnego celu inflacyjnego. Wywiad ten potwierdził, że zmiana nastawienia na restrykcyjne oznaczała, że podwyżka stóp w tym roku jest raczej nieunikniona.

Wygląda na to, że Filar jest zdecydowany podnieść stopy w ciągu kilku miesięcy. Znajduje to potwierdzenie w faktach, że jest on przekonany, iż presja popytowa, a w konsekwencji presja inflacyjna wzmacnia się. Jednocześnie, nie obawia się on negatywnego wpływu wyższych stóp na ożywienie działalności inwestycyjnej, co oznacza, że nie będzie się on raczej wahał przed podjęciem decyzji o podwyżce. Warto jednak należy pamiętać, że jest on jednym z najbardziej jastrzębich członków nowej Rady, a pozostali członkowie mogą być bardziej ostrożni w podnoszeniu stóp (przykłady poniżej).

Jeszcze w połowie kwietnia Stanisław Owsiak zasugerował, że nie ma argumentów wskazujących na możliwość obniżki stóp, a jednocześnie ówczesne uwarunkowania nie uzasadniały podwyżki. Stwierdził, że niepewność wynikająca ze zmiany cen po wejściu do UE będącą ważnym źródłem obaw RPP, nie zniknie aż do sierpnia, sugerował, że mogliśmy się spodziewać braku zmian w parametrach polityki pieniężnej przez najbliższe kilka miesięcy. Co ciekawe, Owsiak powiedział, że RPP nie powinna być nadmiernie wrażliwa jeśli chodzi o reakcję na wahania inflacji. W szczególności, nie powinna reagować natychmiastową podwyżką stóp jeśli inflacja przekroczy na krótko górną granicę celu inflacyjnego. Tym bardziej, że zdaniem Owsiaka polska gospodarka jest stosunkowo odporna na zamieszanie polityczne, a rynki finansowe nie zareagowały zbyt nerwowo na wydarzenia polityczne, co oznacza, że nawet w przypadku pewnych trudności z wyborem nowego rządu, nie należy spodziewać się kryzysu. Najwyraźniej jednak wydarzenia z drugiej połowy kwietnia skłoniły RPP do zmiany opinii, lub też opinia Stanisława Owsiaka nie była podzielana przez większość RPP już w połowie kwietnia.

Zdaniem Wojtyny zmiany nastawienia polityki pieniężnej na restrykcyjne nie należy traktować jako jednoznacznej zapowiedzi podwyżki stóp procentowych. Wypowiedź członka RPP sugeruje, że jak dotąd nie jest on przekonany o konieczności podwyżki stóp procentowych. Biorąc pod uwagę, że decyzja o podwyżce jest mało prawdopodobna bez jego poparcia, to wzrost stóp podstawowych NBP w ciągu najbliższych kilku miesięcy (do czasu, aż RPP pozna dane ekonomiczne za II kwartał 2004) wydaje się mało prawdopodobny. Jednak nadal oczekujemy, że potwierdzenie ożywienia gospodarczego skłoni RPP do podwyżki stóp procentowych w III kwartale tego roku.

Pod lupą: Rząd i polityka



Budżet przygotowuje się na czarną godzinę

- Realizacja budżetu państwa po marcu okazała się jeszcze lepsza niż optymistyczne zapowiedzi. Deficyt wyniósł tylko 26,1% całorocznego planu.
- Źródłem dobrych wyników budżetu jest silny wzrost dochodów z CIT oraz rosnące dochody z podatków pośrednich, co odzwierciedla ożywienie polskiej gospodarki.
- Wydatki pozostają pod kontrolą. Kształtują się na niższym poziomie niż przed rokiem (oprócz kosztów obsługi długu zagranicznego, mocno rosnących na skutek deprecjacji złotego).
- „Poduszka płynnościowa” budżetu na coraz wyższym poziomie (po marcu blisko 20 mld zł), ponieważ resort finansów „ciął” środki finansowe „na czarną godzinę”, czyli pierwsze miesiące po wejściu do UE, gdy spadną wpływy z VAT po zmianie sposobu rozliczeń.

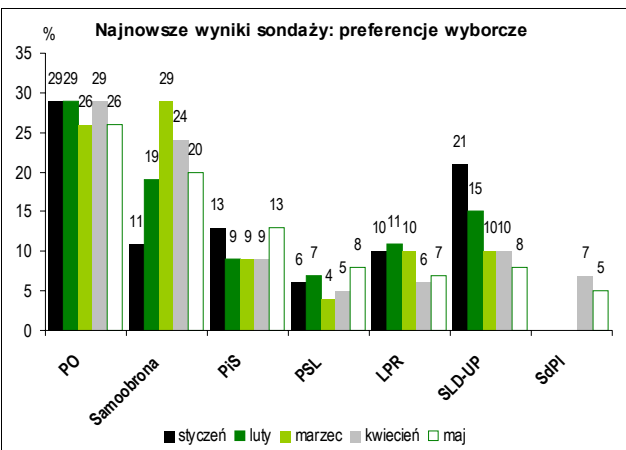
Co dalej z tworzeniem nowego rządu?

1. W ciągu 14 dni od dnia odmowy wyrażenia rządowi wotum zaufania Sejm może dokonać wyboru nowego premiera. Musi to uczynić **bezwzględna większość głosów w obecności co najmniej połowy ustawowej liczby posłów**. Kandydata na premiera może zgłosić co najmniej 46 posłów. Może się więc pojawić kilku kandydatów do uzyskania sejmowej nominacji na premiera. Nie ma przeszkód, aby jednym z nich była osoba, która nie uzyskała wotum zaufania w pierwszej fazie tworzenia nowego rządu. Premier wybrany przez Sejm formuje skład rządu, przedstawia expose, a Sejm dokonuje wyboru w sposób analogiczny do wyboru szefa rządu. Wydaje się przy tym mało prawdopodobne, aby Sejm, godząc się bezwzględną większością głosów na osobę premiera, nie zaakceptował proponowanego przez niego rządu.

2. Jeśli powołanie Rady Ministrów przez Sejm kończy się niepowodzeniem Prezydent w ciągu 14 dni powołuje premiera i na jego wniosek pozostałych członków Rady Ministrów. Sejm w ciągu 14 dni od dnia powołania Rady Ministrów przez Prezydenta udziela jej wotum zaufania **zwykłą większością głosów w obecności co najmniej połowy ustawowej liczby posłów**.

Pierwsza bitwa przegrana

- Zgodnie z oczekiwaniami Marek Belka i jego rząd nie uzyskali wotum zaufania od Sejmu w pierwszym podejściu w ramach trzystopniowej procedury tworzenia nowego rządu.
- Wynik głosowania nie był jednak zły. Do absolutnej większości zabrakło Belce 38 głosów. Wbrew obawom o dyscyplinę posłów SLD i UP, opowiedzieli się oni lojalnie za gabinetem prezydenckiego kandydata. To dobrze rokuje na następne rundy.
- Teraz inicjatywa wraca do Sejmu, ale ponieważ w drugim kroku premier musi być wybrany bezwzględną większością, a SLD nie zgadza się na innego szefa rządu niż Belka, Sejm nie zdoła raczej wyłonić własnego kandydata na premiera.
- Szanse Belki w trzeciej odsłonie będą dużo większe, bo potrzebna będzie tylko zwykła większość, a wielu posłom może zająć w oczy strach przed szybkim terminem wyborów.



Żegnaj planie Hausnera?

- Mimo wcześniejszych zapowiedzi Platforma Obywatelska wycofała się z poparcia dla zmiany zasad waloryzacji świadczeń społecznych, która jest jednym z najważniejszych elementów planu Hausnera (z tego tytułu zakładano prawie 9 mld zł skumulowanych oszczędności do 2007 r.).
- Dodatkowo, SdPI zdecydowała poprzeć rządowy projekt ustawy tylko wtedy, gdy zostaną zaakceptowane zgłoszone przez tę partię poprawki, prowadzące do znacznego zmniejszenia możliwych do osiągnięcia oszczędności.
- Ponieważ rząd nie jest w stanie przeforsować w parlamencie najważniejszych ustaw wchodzących w skład planu Hausnera bez poparcia PO i/lub SdPI, szanse na skuteczne wdrożenie planu reform fiskalnych stają się niepewne nawet jeśli rząd Marka Belki uzyska w końcu wotum zaufania w Sejmie.

Oceny wiarygodności zobowiązań długoterminowych nowych krajów członkowskich UE wg Fitch Ratings

	Waluta krajowa	Perspektywa	Waluta zagraniczna	Perspektywa
Cypr	AA	stabilna	A+	pozytywna
Czechy	A	stabilna	A-	stabilna
Estonia	A+	stabilna	A-	pozytywna
Litwa	A+	stabilna	BBB+	pozytywna
Łotwa	A	stabilna	BBB+	pozytywna
Malta	AA-	stabilna	A	pozytywna
Polska	A	stabilna	BBB+	stabilna
Słowacja	A	stabilna	BBB+	pozytywna
Słowenia	A	stabilna	A+	pozytywna
Węgry	AA	negatywna	A-	negatywna

Spadek ocen wiarygodności kredytowej Polski

- Międzynarodowa agencja ratingowa Fitch Ratings obniżyła 6 maja oceny wiarygodności kredytowej polskiego długu w walucie krajowej z "A+" do "A" oraz zredukowała perspektywę ratingu dla długu w walutach obcych z pozytywnej na stabilną.
- Uzasadnieniem tej decyzji była fatalna sytuacja finansów publicznych, utrzymująca się niestabilność polityczna oraz pogorszenie perspektyw na przyszłość, w tym odsunięcie w czasie możliwego przystąpienia do strefy euro.
- Agencja wskazała, że poziom długu publicznego w Polsce jest znacznie wyższy niż średnia dla pozostałych krajów, posiadających długoterminowy rating "BBB+" dla długu w walucie obcej.
- Fitch Ratings nie jest pierwszą agencją, która pogorszyła ostatnio oceny dla Polski, ponieważ w listopadzie ub.r. redukcji ratingu w walucie lokalnej dokonał Standard and Poor's

Źródło: Ministerstwo Finansów, CBOS, Fitch Ratings

Pod lupą: Rząd i polityka

Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

Marek Belka, premier;

PAP, 11 maja

To co zdarzyło się w poniedziałek [odwołanie przetargu bonów skarbowych 9 maja] to niegroźne ostrzeżenie. [...] Okazało się, że w systemie bankowym znikła nadpłynność i banki nie mają pieniędzy. Prawdopodobnie zaczął zwiększać się popyt inwestycyjny, ruszyły inwestycje i może się okazać, że zaczęły się kłopoty z finansowaniem potrzeb pożyczkowych państwa. [...] Oby nigdy to się nie zdarzyło. [...] Minister finansów mógł zrezygnować, bo miał pieniądze na koncie.

Jerzy Hausner, wicepremier, minister gospodarki i pracy;

PAP, Reuters, 11 maja

Podtrzymuję założenia dotyczące poziomu konsolidacji do 2007 r. polegające na ograniczeniu wydatków o około 50 mld zł. [...] To, co dotyczy 2004 roku także chcielibyśmy zrealizować – tak aby dług publiczny był mniejszy o 5 mld zł wobec tego, co zakładaliśmy. Szanse na to są, bo przychody do budżetu idą bardzo dobrze i trzeba tę tendencję podtrzymać.

Ryszard Michalski, wiceminister finansów (do 11 maja br.);

Reuters, 11 maja

Ministerstwo Finansów wymieniło na rynku większość środków z emisji zagranicznych. Zostało nam paręset milionów [euro]. [...] Nie mogę powiedzieć kiedy operacja wymiany dobiegnie końca, będzie to zależało od warunków rynkowych. [...] Jesteśmy normalnym uczestnikiem rynku. Ministerstwo Finansów nie interweniuje na rynku. W żadnym razie nie mamy zamiaru zastępować banku centralnego.

Jarosław Neneman, doradca ministra finansów;

PAP, 12 maja

Ministerstwo Finansów podjęło czasową decyzję o obniżeniu o 5 gr na litrze akcyzy na benzynę. [...] Obniżka będzie obowiązywała do czasu ustabilizowania sytuacji na rynkach światowych. Ta decyzja jest tak skonstruowana, by skutki budżetowe były w miarę neutralne dla budżetu. Ponieważ wzrosły ceny paliw to mamy większy VAT i możemy sobie pozwolić na obniżkę akcyzy. Dochody będą mniejsze o około 17,5 mln zł miesięcznie, ale będą częściowo skompensowane wyższymi wpływami z VAT.

Jeśli sytuacja na światowych rynkach w najbliższym czasie nie pogorszy się i nie osłabi się też kurs złotego względem dolara, to obniżka cen na stacji paliw wyniesie około 7 groszy na litrze.

Ceny na stacjach w ostatnim czasie wzrosły o 50 gr na litrze co jest powodem wysokich cen na rynkach światowych. Do tego odwróciła się relacja dolara do euro. Jest niebezpieczna sytuacja jeśli chodzi o wskaźnik inflacji. Dodatkowo dochodzi wejście Polski do UE jako czynnik inflacyjny. Silny impuls [inflacyjny] będzie widoczny w maju, częściowo w kwietniu.

Elżbieta Suchocka-Roguska, wiceminister finansów;

PAP, 6 maja

Po czterech miesiącach deficyt nie będzie wyższy niż po trzech miesiącach. Nie potrafię powiedzieć dokładnie ile to będzie, ale na pewno nie będzie to więcej niż 26,1% rocznego planu. Może być mniej. To bardzo dobry wynik. Jest on efektem dobrej realizacji planu dochodów.

Jacek Socha, minister skarbu państwa;

PAP, 4 maja

W moim przekonaniu sytuacja, jaka powstała po uporządkowaniu rynku finansowego, oczekiwania niskiej inflacji, przesuwanie środków z lokat i ich napływ do funduszy emerytalnych sprawia, że minister ma obowiązek, aby zwiększyła się podaź, która mogłaby zaspokoić ten popyt.

Komentarz

Ostatnio ilość wolnych środków w systemie bankowym zmniejszyła się w efekcie olbrzymiego wzrostu płynności budżetu państwa. Oznacza to, że w dużym stopniu do problemów płynnościowych na rynku przyczyniło się samo Ministerstwo Finansów. Obawy przedstawicieli rządu o brak płynności na rynku nie wydają się jednak w pełni uzasadnione. Gdyby niedobór płynności utrzymywał się dłużej, NBP będzie zasilal system w dodatkowe środki, aby utrzymać równowagę rynkową i odpowiedni poziom stóp procentowych. Głównym problemem z plasowaniem papierów skarbowych na rynku nie jest brak wolnych środków na rynku, lecz fatalna sytuacja finansów publicznych oraz wysokie ryzyko polityczne.

Wicepremier oraz minister gospodarki i pracy Jerzy Hausner patrzy optymistycznie w przyszłość i deklaruje utrzymanie planowanej skali cięć wydatków do 2007 r. Niestety, na razie prace nad planem ograniczenia i uporządkowania wydatków publicznych stanęły w miejscu. Sternik polityki gospodarczej rządu zapowiada, że ograniczenie długu publicznego w 2004 r. będzie większe niż zakładano. Szkoda, że odbędzie się to wyłącznie za sprawą zwiększonej aktywności ekonomicznej i wyższych wpływów podatkowych, a nie reformy finansów publicznych, stojącej w dalszym ciągu pod znakiem zapytania.

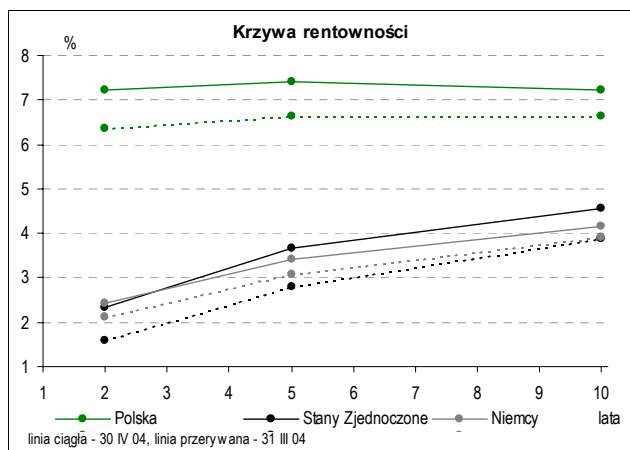
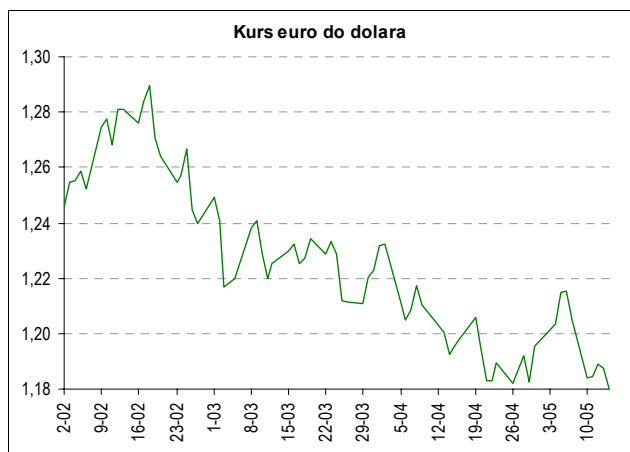
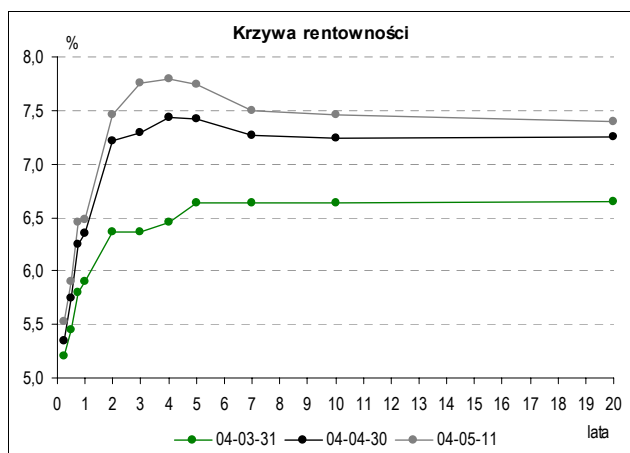
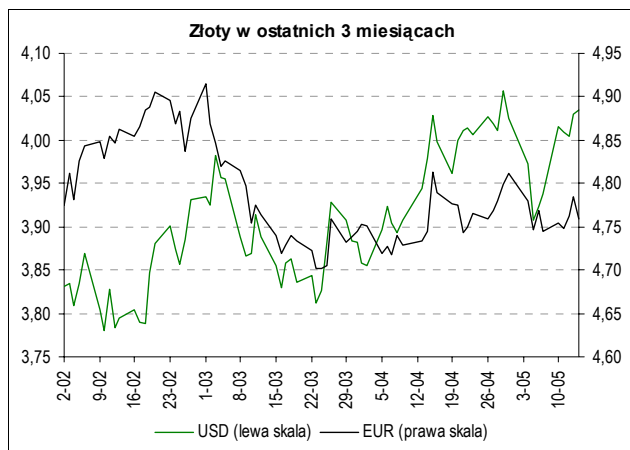
Ministerstwo Finansów cały czas szachuje uczestników krajowego rynku walutowego informacjami o możliwości przeprowadzenia transakcji na rynku międzybankowym. Dokonywanie takich transakcji przez polski rząd skrytykował m.in. Bank Światowy, uznając je de facto za interwencje walutowe. Urzędnicy ze Świętokrzyskiej nic sobie z tego jednak nie robią, a dilerzy walutowi w bankach wypatrują obecności resortu na rynku i nerwowo reagują na każdą najdrobniejszą pogłoskę o ewentualnych transakcjach. Informacja, że ministerstwo nadal ma na rachunku waluty do sprzedania stanowi czynnik wspierający kurs złotego.

Zgodnie z zapowiedziami poczynionymi na fali informacji o lawinowym wzroście cen paliw i wzrostem obaw o nadmierne przyspieszenie inflacji, Ministerstwo Finansów podjęło decyzję o redukcji akcyzy na paliwo. Dodatkowo, Ministerstwo Gospodarki i Pracy zgodziło się na uruchomienie rezerw paliw utrzymywanych przez PKN Orlen w części odpowiadającej 5-dniowej sprzedaży. Jest mało prawdopodobne, że dokonana przez ministerstwo redukcja doprowadzi do istotnej zmiany cen na krajowym rynku paliw, ponieważ jej skala jest zbyt mała, aby wpłynąć znacznie na ceny płacone przez konsumentów (szacuje się, że łączny efekt redukcji akcyzy i wzrostu podaży po uruchomieniu akcyzy spowoduje spadek cen benzyny na stacjach o 6-7 groszy). Najważniejszym czynnikiem determinującym poziom cen paliw w Polsce pozostaną trendy na światowym rynku ropy naftowej. Choć kartel producentów ropy OPEC zapowiedział zwiększenie limitów produkcji ropy o 1,5 mln baryłek dziennie, ceny ropy pozostaną najprawdopodobniej na wysokim poziomie ze względu na utrzymujące się napięcie polityczne na Bliskim Wschodzie, niskie zapasy paliw w krajach rozwiniętych oraz zwiększony popyt na paliwa w ożywającej gospodarce światowej.

Jeśli zapowiedzi pani wiceminister potwierdzą się, to w samym kwietniu budżet państwa zanotuje nadwyżkę. Sytuacja taka nie miała miejsca od co najmniej 10 lat (w latach 2000-2003 średni deficyt budżetowy w kwietniu wynosił 2,8 mld zł). Trzeba jednak pamiętać, że w maju i czerwcu sytuacja budżetu państwa ulegnie pogorszeniu w związku ze zmianami w rozliczeniach podatku VAT po wejściu do UE. Później jednak znowu można się spodziewać zwiększonych wpływów do państwowej kasy dzięki kontynuacji ożywienia gospodarczego.

Jacek Socha, mianowany na ministra skarbu w rządzie Marka Belki, to specjalista z rynku kapitałowego. Przed nominacją na stanowisko ministra był przez wiele lat szefem Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Można więc zakładać, że oprócz zapewnienia finansowania dla budżetu państwa, dodatkową motywacją do przyspieszenia procesu prywatyzacji będzie dla niego troska o rozwój rynku kapitałowego. Oznacza to, że będzie on skłonny sprzedawać spółki skarbu państwa poprzez giełdę, co ma zaletę w tej postaci, że jest stosunkowo mało kontrowersyjne politycznie.

Monitor rynku



Źródło: Reuters, BZ WBK

Złoty patrzy na politykę, znacznie gorzej na rynku długu

▪ Kwiecień był kolejnym miesiącem z rzędu, w którym nastroje na polskim rynku były głównie pod wpływem rozwoju sytuacji na scenie politycznej, bowiem wpływa on zasadniczo na szanse wdrożenia planu naprawy finansów publicznych. To przede wszystkim niepewność związana z tworzeniem nowego rządu spowodowała deprecjację złotego oraz wzrost rentowności obligacji.

▪ Po okresie umiarkowanej aktywności rynku w okolicach świąt wielkanocnych, w połowie kwietnia nastąpiło gwałtowne pogorszenie nastrojów, gdy PO ogłosiła nieoczekiwane, że nie poprze kluczowych ustaw z planu Hausnera. Osłabianiu rynku na rynku obligacji sprzyjał również wzrost rentowności na rynkach zagranicznych (patrz niżej). Ponadto w ostatnim tygodniu decyzja RPP o zmianie nastawienia wpłynęła negatywnie na notowania na rynku papierów dłużnych.

▪ Na koniec kwietnia złoty był słabszy niż w ostatnim dniu marca o około 2,3% wobec koszyka dolar-euro. Krzywa rentowności przesunęła się w ubiegłym miesiącu w górę o 80-100 pb w segmencie 2-5L oraz około 60 pb w dłuższych terminach, w wyniku czego nastąpiła inwersja krzywej powyżej terminu 4L.

▪ Na początku maja nastąpiło wyraźne ale jednodniowe umocnienie całego rynku, dzięki wejściu do UE i pozytywnej ocenie nowopowołanego rządu. Potem nastroje były gorsze. Obniżenie ratingu polskiego długu oraz wycofanie poparcia FKP dla rządu przyniosło przede wszystkim dalszy spadek cen obligacji.

▪ Perspektywy polskiego rynku są w znacznym stopniu związane z sytuacją polityczną. Nawet jeśli Marek Belka zdobędzie zaufanie posłów w trzecim podejściu, najprawdopodobniej nie znajdzie poparcia w Sejmie dla najważniejszych ustaw związanych z finansami publicznymi. Dlatego też możliwe jest osłabienie złotego w trzecim kwartale i dalszy wzrost rentowności obligacji.

Dolar silniejszy do euro, złoty słabszy wobec koszyka

▪ Kursy głównych walut nadal są niestabilne, choć w dwóch ostatnich miesiącach wahania były mniejsze niż na początku roku. W kwietniu dolar wzmacniał się po publikacji bardzo mocnych danych z amerykańskiego rynku pracy i był najmocniejszy od listopada ub.r., zbliżając się do poziomu 1,18.

▪ Na przełomie kwietnia i maja EURUSD ulegał silnym wahaniom, gdyż najpierw dane PKB osłabiły oczekiwania na podwyżkę stóp przez Fed i kurs zbliżył się do 1,22, a potem kolejne dane o zatrudnieniu przesunęły te oczekiwania z sierpnia już na czerwiec i dolar powrócił na wcześniejsze, mocne poziomy ok. 1,18.

▪ Oczekujemy stabilizacji kursu EURUSD w najbliższym czasie w okolicach poziomu 1,20, na koniec roku możliwe jest jego delikatne przebicie do 1,21-1,22.

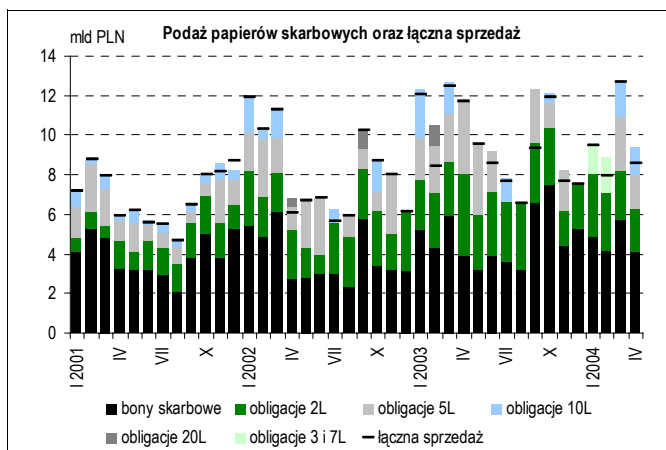
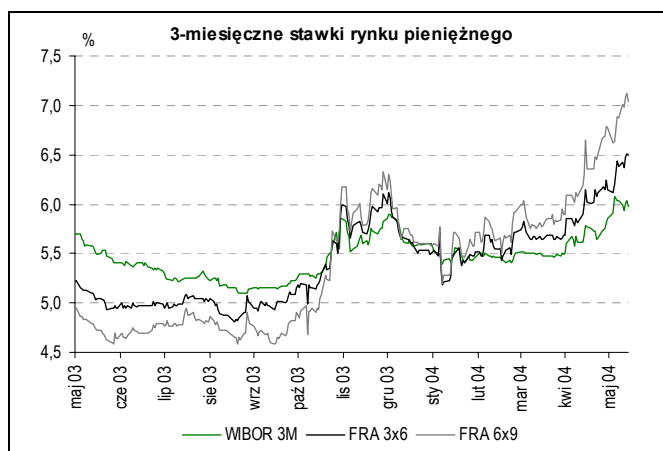
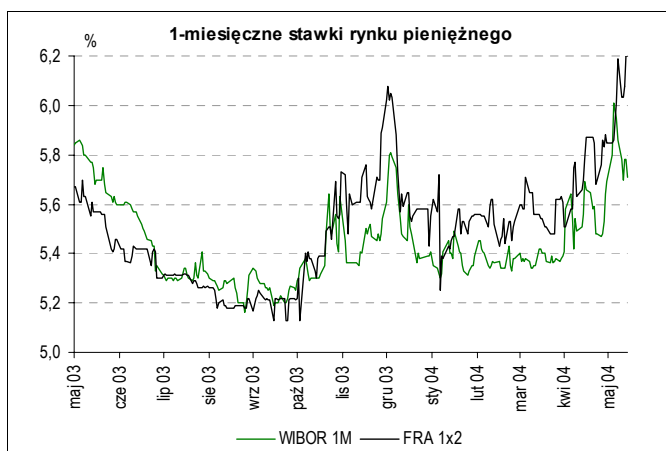
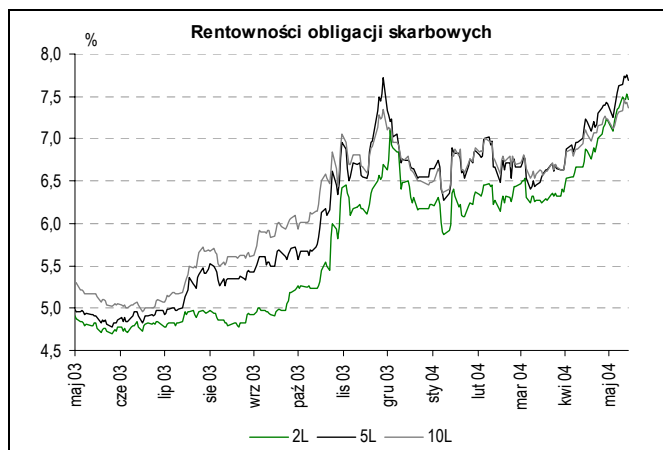
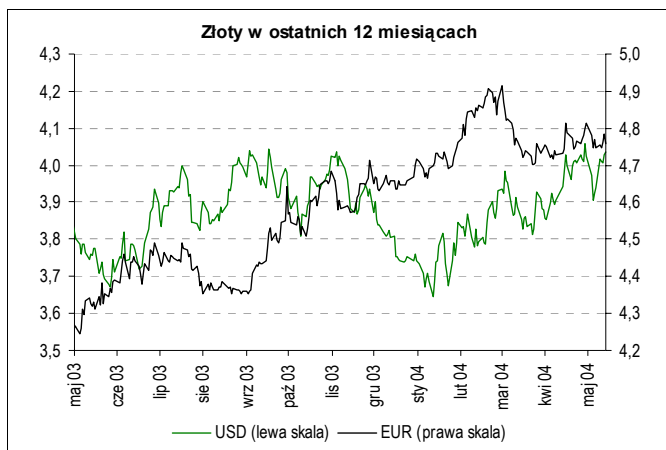
Krzywe rentowności idą w górę

▪ Wobec niepewności politycznej, w kwietniu premia za ryzyko dla polskich obligacji mierzona różnicą pomiędzy oczekiwaną 5-letnią stopą procentową w Polsce i w strefie euro za pięć lat wzrosła do ok. 180 pb ze 150 pb na koniec marca. Po spadku na początku maja o 10 pb przekroczyła potem poziom z końca kwietnia.

▪ Na amerykańskim rynku obligacji nastąpił w kwietniu i na początku maja znaczny wzrost rentowności. W ślad za nim, choć nieco wolniej, poszły inne główne rynki. Bardzo mocne dane o zatrudnieniu w USA za marzec i kwiecień oraz oznaki wzrostu presji inflacyjnej w I kw. podsycają oczekiwania podwyżek stóp.

▪ Wzrost podstawowych stóp procentowych w USA jest już niemalże pewien - oczekujemy 25 pb w czerwcu i 125 pb do końca roku. Stopy procentowe w strefie euro powinny pozostać w tym roku bez zmian.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	OFERTA / SPRZEDAŻ		
	13-tyg.	52-tyg.	Suma
05.04.2004	100 / 100	1 000 / 1 000	1 100 / 1 100
08.04.2004	100 / 100	1 000 / 1 000	1 100 / 1 100
19.04.2004	100 / 100	1 000 / 1 000	1 100 / 1 100
26.04.2004	-	800 / 800	800 / 800
razem kwiecień	300 / 300	3 800 / 3 800	4 100 / 4 100
10.05.2004	-	1 000	odwołany
17.05.2004	-	1 000	1 000
24.05.2004	-	1 000	1 000
31.05.2004	-	1 000	1 000
razem maj	-	4 000	4 000
czerwiec *	4 000 - 4 800		

* szacunki na podstawie wstępnej planu na cały II kwartał

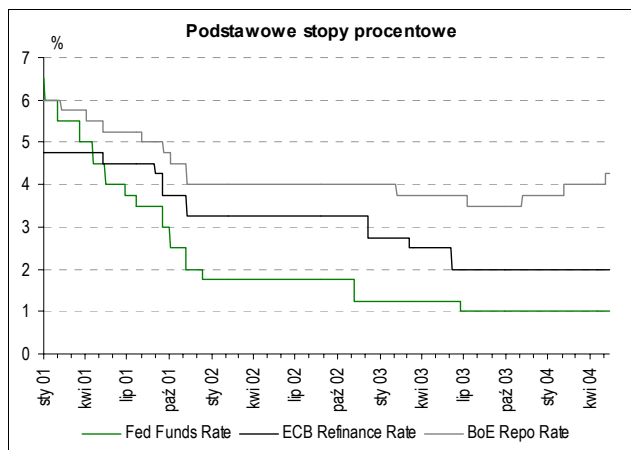
Przetargi obligacji skarbowych w 2004 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg			II przetarg			III przetarg					
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż
styczeń	07.01*	OK0406	3 200	3 200	14.01	WZ0307/0911	1 500	1 407	-	-	-	-
luty	04.02*	OK0406	2 900	2 600	11.02	WZ0307/0911	1 800	1 110,8	-	-	-	-
marzec	03.03	OK0406	2 500	2 500	10.03	DS1013	1 700	1 700	17.03*	DS0509	2 760	2 760
kwiecień	07.04	OK0406	2 200	2 200	14.04	DS1013	1 400	577,0	21.04	DS0509	1 700	1 700
maj	05.05	OK0806	2 700	2 039,5	12.05	WZ0307/0911	1 200	1 181,0	19.05	DS0509	1 700 - 2 700	-
czerwiec	02.06	OK0806	2 200 - 2 800	-	9.06	WZ0307/0911	1 000 - 1 500	-	16.06	5L	1 700 - 2 700	-
lipiec	07.07	OK0806	-	-	14.07	DS1013	-	-	-	-	-	-
sierpień	04.08	OK0806	-	-	11.08	WZ0307/0911	-	-	-	-	-	-
wrzesień	01.09	OK0806	-	-	8.09	WS0922	-	-	15.09	5L	-	-
październik	06.10	OK1206	-	-	13.10	10L	-	-	20.10	5L	-	-
listopad	03.11	OK1206	-	-	10.11	WZ0307/0911	-	-	17.11	5L	-	-
grudzień	01.12	OK1206	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

* razem z przetargiem uzupełniającym

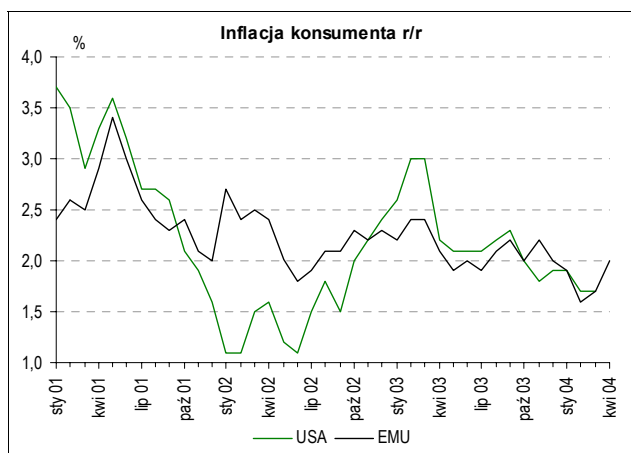
Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Przegląd międzynarodowy



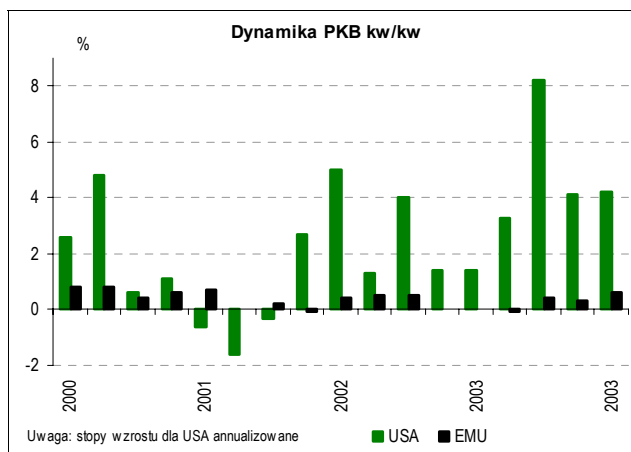
Bank Anglii podniósł stopy, Fed podniesie wkrótce

- 6 maja, zgodnie z oczekiwaniami, Rada EBC pozostawiła stopę refinansową na poziomie 2%. Prezes banku ocenił, że niskie stopy procentowe będą wspierać wzrost gospodarczy. Spodziewa się on wzmocnienia ożywienia gospodarczego, choć ostatnie wskaźniki pokazują mieszane oceny siły wzrostu.
- Tego samego dnia w Wielkiej Brytanii RPP zdecydowała się podnieść stopy o 25 pb. Była to trzecia podwyżka od listopada ub.r. Główna stopa procentowa wynosi obecnie 4,25%.
- Jak prognozowano, 4 maja Fed nie zmienił stóp procentowych. Rezygnując ze sformułowania o cierpliwym czekaniu w swej polityce, Fed zasugerował, że niedługo rozpocznie podwyżki. Zmiany mają nastąpić stopniowo. Po tej decyzji rynki oczekiwały pierwszego ruchu w sierpniu, ale ostatnie dane o zatrudnieniu zapewne spowodują przyspieszenie tych oczekiwań na czerwiec.



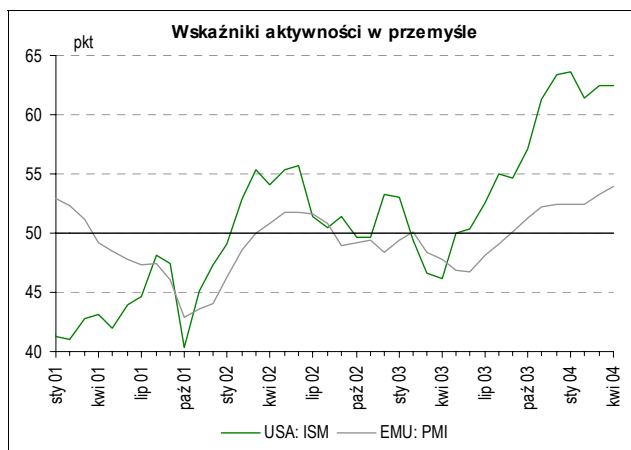
Wzrost inflacji w strefie euro i Stanach Zjednoczonych

- W strefie euro wstępne szacunki inflacji w marcu zostały zrewidowane w górę w finalnej publikacji. Ceny konsumenta wzrosły o 0,7% m/m, a roczna stopa inflacji przyspieszyła do 1,7% z 1,6% w lutym. Prognoza rynku i dane wstępne były na poziomie 0,6% m/m i 1,6% r/r. Według wstępnych szacunków za kwiecień inflacja wzrosła do 2,0% r/r. Ponownie wynik przekroczył prognozę rynku na poziomie 1,9%, a inflacja w strefie euro osiągnęła górną granicę celu inflacyjnego EBC.
- W Stanach Zjednoczonych dane o inflacji były wyraźnie wyższe od prognozy rynku. W marcu ceny zwiększyły się o 0,5% m/m, wobec oczekiwanych przez analityków 0,3%. Wynik ten spowodował, że roczna stopa inflacji pozostała bez zmian wobec lutego na poziomie 1,7%. Natomiast roczna stopa inflacji bazowej wzrosła znacznie do 1,6% z 1,2% odnotowanych w lutym.



Szybszy wzrost gospodarczy w strefie euro

- Wstępne szacunki wskazały, że w I kw. br. wzrost w strefie euro był mocniejszy od prognoz i najwyższy od trzech lat. W I kw. PKB wzrósł o 0,6% kw/kw, wobec prognozowanych 0,5%, w porównaniu z 0,3% w IV kw. 03. W ujęciu rocznym gospodarka wzrosła o 1,3%, przyspieszając z 0,6%. Komisja Europejska utrzymała prognozę wzrostu na II kw. br. w przedziale 0,3-0,7% kw/kw oraz opublikowała prognozę na III kw. na poziomie 0,4-0,8% kw/kw.
- Według informacji przyspieszonej, w Stanach Zjednoczonych wzrost PKB wyniósł w pierwszym kwartale br. 4,2% kw/kw, nieco więcej niż 4,1% odnotowane w ostatnim kwartale 2003 r., ale dużo mniej niż 8,2% w III kw. 03. Dane były wyraźnie słabsze niż prognoza rynkowa na poziomie 5,0%. Poza tym, dane o wydatkach osobistych pokazały, że na początku bieżącego roku odnotowano wzrost presji inflacyjnej.



IFO ponownie rośnie

- W kwietniu aktywność gospodarcza w przemyśle strefy euro przyspieszała wyraźnie szybciej niż w marcu i szybciej niż wskazywały prognozy analityków. Wskaźnik Reuters PMI wzrósł w kwietniu do 54,0 pkt z 53,3 pkt w marcu, choć prognozowano 53,6 pkt. Natomiast w USA wzrost aktywności w przemyśle odnotował w kwietniu niespodziewane spowolnienie, choć prognozy wskazywały na dalsze przyspieszenie. Nadal pozostaje on znacznie szybszy niż w strefie euro. Indeks ISM spadł do 62,4 pkt wobec 62,5 pkt w marcu oraz prognozowanych 63,0 pkt.
- Przeciwnie do oczekiwań, niemiecki indeks IFO odnotował w kwietniu pierwszy wzrost od stycznia br. i wyniósł 96,3 pkt wobec 95,4 pkt w marcu, gdy prognozy wskazywały na dalszy spadek do 95,0 pkt. Ocena bieżącej sytuacji gospodarczej jest lepsza niż przed miesiącem, ale pogorszyły się oczekiwania na przyszłość.

Źródło: Reuters, ECB, Federal Reserve



Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
3 maja Święto Konstytucji EMU: PMI (IV) USA: ISM (IV)	4 EMU: Ceny producenta (III) EMU: Bezrobocie (III) USA: Posiedzenie Fed USA: Zamówienia w przemyśle (III)	5 POL: Przetarg obligacji 0K0806 GER: Bezrobocie (IV) EMU: Sprzedaż detaliczna (III)	6 EMU: Posiedzenie EBC	7 USA: Bezrobocie (IV)
10 POL: Przetarg bonów skarbowych	11 FRA: Produkcja przemysłu (III)	12 POL: Przetarg obligacji WZ0307 i WZ0911 USA: Handel zagraniczny (III)	13 ITA: Produkcja przemysłu (III) ITA: PKB (I kw.) GER: PKB (I kw.) USA: Ceny producenta (IV) USA: Sprzedaż detaliczna (IV)	14 POL: Inflacja (IV) POL: Podaż pieniądza (IV) POL: Bilans płatniczy (III) ITA: Inflacja finalna (IV) EMU: PKB (I kw.) USA: Inflacja (IV) USA: Produkcja przemysłu (IV)
17 POL: Płace i zatrudnienie (IV) POL: Przetarg bonów skarbowych	18 POL: Posiedzenie RPP EMU: Inflacja finalna (IV) EMU: Produkcja przemysłu (III)	19 POL: Przetarg obligacji DS0509 FRA: PKB (I kw.) EMU: Handel zagraniczny (III)	20 POL: Produkcja przemysłu (IV) POL: Ceny producenta (IV)	21 POL: Koniunktura (V)
24 POL: Sprzedaż detaliczna (IV) POL: Bezrobocie (IV) POL: Inflacja bazowa (IV) POL: Przetarg bonów skarbowych	25 POL: Ceny żywności (I poł. V) POL: Posiedzenie RPP (I dzień) FRA: Inflacja finalna (IV) GER: PKB (I kw.) GER: IFO (V)	26 POL: Posiedzenie RPP (decyzja) EMU: Bilans płatniczy (III)	27 USA: PKB (I kw.)	28 ITA: Inflacja wstępna (V) EMU: Inflacja wstępna (V) EMU: Podaż pieniądza (IV) EMU: Nastroje w biznesie; Koniunktura (V)
31 POL: Przetarg bonów skarbowych	1 czerwca EMU: PMI (V) USA: ISM (V)	2 POL: Przetarg obligacji 0K0806 EMU: Ceny producenta (IV) EMU: Bezrobocie (IV)	3 EMU: Posiedzenie EBC USA: Zamówienia w przemyśle (IV)	4 EMU: Sprzedaż detaliczna (IV) USA: Bezrobocie (V)
7 POL: Przetarg bonów skarbowych	8 GER: Bezrobocie (V)	9 POL: Przetarg obligacji WZ0307 i WZ0911	10 Boże Ciało	11 USA: Ceny producenta (V) USA: Handel zagraniczny (IV)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

Kalendarz publikacji danych w 2004 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie RPP	20-21	24-25	30-31	26-27	25-26	-	-	-	-	-	-	-
PKB*	-	20	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja	15	16 ^a	15 ^b	14	14	14	14	16	14	14	15	14
Inflacja bazowa	23	-	23 ^b	23	24	22	23	24	22	22	23	22
Ceny producenta	20	18	17	20	20	18	19	18	17	19	19	17
Produkcja przemysłowa	20	18	17	20	20	18	19	18	17	19	19	17
Sprzedaż detaliczna	23	20	19	22	24	23	21	20	21	21	24	21
Płace brutto, zatrudnienie	16	13	12	15	17	16	14	13	14	14	17	14
Bezrobocie	23	20	19	22	24	23	21	20	21	21	24	21
Handel zagraniczny	około 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	2	-	31	-	-	30	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	30	-	12 ^c	13	14	16	13	11	-	-	-	-
Podaż pieniądza	14	13	12	14	14	14	14	13	-	-	-	-
Bilans NBP	7	6	5	7	7	7	7	6	-	-	-	-
Wskaźniki koniunktury	22	20	19	22	21	22	21	20	21	21	22	21
Ceny żywności, 1-15	-	9 ^c i 25 ^d	25	23	25	25	23	25	24	25	25	23

* dane kwartalne

^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty, ^c za styczeń, ^d za luty

Źródło: GUS, NBP



Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		kwi 03	maj 03	cze 03	lip 03	sie 03	wrz 03	paź 03	lis 03	gru 03	sty 04	lut 04	mar 04	kwi 04	maj 04
Produkcja przemysłowa	% r/r	8,5	11,7	7,9	10,3	5,9	10,9	12,1	9,2	13,9	14,4	18,3	23,8	19,4	10,4
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	11,0	9,7	8,1	5,4	5,5	9,7	10,3	11,4	17,3	7,6	12,1	20,7	25,3	19,4
Stopa bezrobocia	%	20,3	19,8	19,7	19,6	19,5	19,4	19,3	19,5	20,0	20,6	20,6	20,5	20,0	19,5
Place brutto ^{b c}	% r/r	4,2	0,0	3,1	2,4	1,9	2,2	3,0	4,1	5,1	3,5	6,3	7,0	6,5	7,7
Zatrudnienie ^b	% r/r	-3,7	-3,5	-3,6	-3,2	-3,2	-3,1	-3,2	-3,3	-3,5	-1,4	-1,5	-1,3	-1,2	-1,2
Eksport ^d	% r/r	4,1	8,4	4,0	8,9	4,4	20,1	11,4	8,2	14,0	19,6	13,4	11,0	9,6	8,8
Import ^d	% r/r	-6,1	3,1	-4,0	8,3	3,0	12,5	4,9	2,5	6,2	10,6	6,5	7,0	7,9	4,4
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-443	-472	-179	-657	-232	-266	-254	-503	-545	-173	-288	-400	-400	-300
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-353	-470	-97	-375	-55	-57	314	-356	-566	191	-210	-400	-250	-250
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-2,4	-2,4	-2,3	-2,3	-2,4	-2,2	-2,0	-1,9	-2,0	-1,7	-1,4	-1,3	-1,3	-1,2
Deficyt budżetowy (narastająco)	mlrd PLN	-18,0	-23,2	-23,8	-27,7	-29,6	-33,1	-34,8	-35,5	-37,0	-4,2	-9,4	-11,8	-11,3	-17,3
Deficyt budżetowy (narastająco)	% całego roku	42,2	50,6	58,5	66,3	74,3	82,2	90,3	98,2	100,0	9,3	20,7	26,1	24,9	38,2
Inflacja (CPI)	% r/r	0,3	0,4	0,8	0,8	0,7	0,9	1,3	1,6	1,7	1,6	1,6	1,7	2,3	2,7
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,7	2,0	2,0	1,9	1,8	2,1	2,7	3,7	3,7	4,1	4,2	4,6	5,8	6,6
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	0,8	0,3	1,3	0,7	1,7	3,1	4,7	5,6	5,6	5,1	5,1	5,7	6,2	6,4
Zobowiązania	% r/r	-2,3	-2,9	-1,9	-2,5	-1,7	-0,2	1,5	3,3	3,8	3,4	3,5	4,9	6,4	6,5
Należności	% r/r	8,7	7,6	5,9	5,0	5,2	5,4	7,5	8,5	8,1	7,4	7,9	6,1	10,2	10,7
USD/PLN	PLN	3,96	3,74	3,80	3,90	3,92	3,98	3,92	3,94	3,79	3,74	3,84	3,89	3,97	3,96
EUR/PLN	PLN	4,30	4,33	4,44	4,44	4,37	4,46	4,59	4,62	4,66	4,71	4,85	4,77	4,76	4,75
Stopa interwencyjna ^a	%	5,75	5,50	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
WIBOR 3M	%	5,90	5,53	5,38	5,26	5,16	5,17	5,42	5,68	5,69	5,46	5,46	5,49	5,69	6,00
Stopa lombardowa ^a	%	7,25	7,00	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75
Rentowność bonów 52-tyg.	%	5,43	4,75	4,66	4,85	4,82	4,91	5,30	5,95	6,02	5,59	5,78	5,87	6,20	6,50
Rentowność obligacji 2L	%	5,16	4,78	4,79	4,89	4,86	5,02	5,53	6,31	6,49	6,17	6,34	6,34	6,83	7,40
Rentowność obligacji 5L	%	5,15	4,88	4,90	5,17	5,38	5,60	6,04	6,86	6,82	6,65	6,76	6,60	7,13	7,70
Rentowność obligacji 10L	%	5,41	5,13	5,03	5,37	5,60	5,93	6,36	6,92	6,75	6,65	6,81	6,65	7,02	7,30

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

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


Wskaźniki kwartalne i roczne

		2002	2003	2004	1Q03	2Q03	3Q03	4Q03	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04
PKB	mld PLN	781,1	814,7	877,7	187,1	200,2	201,3	226,4	200,4	214,5	217,0	245,9
PKB	% r/r	1,4	3,8	5,5	2,3	3,9	4,0	4,7	5,8	5,1	5,1	6,0
Spożycie ogółem	% r/r	2,8	2,5	3,6	1,1	2,8	2,9	3,3	3,2	3,4	3,6	4,0
w tym: spożycie indywidualne	% r/r	3,3	3,1	4,4	1,4	3,8	3,5	3,9	4,0	4,2	4,5	5,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-5,8	-0,9	7,7	-3,6	-1,7	0,4	0,1	4,0	6,0	8,0	10,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,1	8,7	15,7	4,4	9,1	8,9	12,2	19,1	16,0	13,7	13,9
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,9	7,9	12,9	1,2	9,8	6,4	12,4	11,9	19,5	10,0	10,0
Stopa bezrobocia ^a	%	20,0	20,0	19,2	20,6	19,7	19,4	20,0	20,5	19,4	19,0	19,2
Place realne brutto	% r/r	1,5	2,0	4,4	1,4	1,7	1,7	3,2	4,0	4,5	4,3	4,8
Eksport ^b	% r/r	6,0	9,1	8,2	8,4	5,4	11,4	11,1	12,6	9,0	7,0	5,0
Import ^b	% r/r	3,5	3,3	7,3	3,1	-2,5	8,2	4,5	8,3	8,0	7,0	6,0
Bilans handlowy ^b	mIn EUR	-7 701	-5 345	-4 944	-1 600	-1 118	-1 325	-1 302	-1 135	-1 045	-1 236	-1 528
Rachunek bieżący ^b	mIn EUR	-5 404	-3 550	-2 266	-1 584	-895	-463	-608	-429	-731	-494	-611
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-2,7	-1,9	-1,3	-2,6	-2,2	-2,1	-1,9	-1,3	-1,2	-1,3	-1,3
Deficyt budżetowy ^a	mld PLN	-39,4	-37,0	-42,8	-15,5	-23,8	-33,1	-37,0	-11,8	-22,3	-32,8	-42,8
Deficyt budżetowy	% PKB	-5,0	-4,5	-4,9	-8,3	-4,2	-4,6	-1,7	-5,9	-4,9	-4,8	-4,1
Inflacja	% r/r	1,9	0,8	2,6	0,5	0,5	0,8	1,5	1,6	2,7	3,1	2,8
Inflacja ^a	% r/r	0,8	1,7	2,8	0,6	0,8	0,9	1,7	1,7	3,0	3,1	2,8
Ceny produkcji	% r/r	1,0	2,6	5,3	3,0	2,2	1,9	3,4	4,3	6,3	5,8	4,9
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	-2,0	5,6	9,7	0,5	1,3	3,1	5,6	5,7	6,2	7,0	5,8
Zobowiązania	% r/r	-4,2	3,8	8,7	-2,3	-1,9	-0,2	3,8	4,9	6,7	7,9	5,9
Należności	% r/r	5,3	8,1	11,9	8,7	5,9	5,4	8,1	6,1	11,1	11,6	12,6
USD/PLN	PLN	4,08	3,89	3,91	3,90	3,83	3,93	3,89	3,82	3,95	3,96	3,90
EUR/PLN	PLN	3,85	4,40	4,74	4,19	4,36	4,42	4,62	4,78	4,74	4,75	4,68
Stopa interwencyjna ^a	%	6,75	5,25	6,00	6,00	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,50	6,00
WIBOR 3M	%	9,09	5,69	5,85	6,37	5,60	5,20	5,60	5,47	5,80	5,87	6,27
Stopa lombardowa ^a	%	8,75	6,75	6,75	7,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	7,00	7,50
Rentowność bonów 52-tyg.	%	8,18	5,33	6,31	5,75	4,94	4,86	5,76	5,75	6,19	6,50	6,80
Rentowność obligacji 2L	%	7,94	5,38	7,04	5,58	4,91	4,92	6,11	6,28	6,86	7,50	7,50
Rentowność obligacji 5L	%	7,86	5,61	7,45	5,50	4,98	5,38	6,57	6,67	7,14	8,00	8,00
Rentowność obligacji 10L	%	7,34	5,77	7,27	5,60	5,19	5,63	6,68	6,70	6,99	7,70	7,70

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK
^a wartość na koniec okresu; ^b dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji



Bank Zachodni WBK S.A.

PION SKARBU

plac Gen. Władysława Andersa 5, 61-894 Poznań
sekretariat tel. (61) 856 58 35, fax (61) 856 55 65

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 14.05.2004 r. zostało przygotowane przez:

ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY

ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, fax (22) 586 83 40

Email: ekonomia@bzwbk.pl Serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.bzwbk.pl>

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

tel. (22) 586 83 63, Email: maciej.reluga@bzwbk.pl

Piotr Bielski (22) 586 83 33

Piotr Bujak (22) 586 83 41

Aleksander Krzyżaniak (22) 586 83 42

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Kraków

Rynek Główny 30/8
31-010 Kraków
tel. (12) 424 95 01
fax (12) 424 21 41

Poznań

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

Warszawa

ul. Marszałkowska 142
00-061 Warszawa
tel. (22) 586 83 20
fax (22) 586 83 40

Wrocław

ul. Rynek 9/11
50-950 Wrocław
tel. (71) 370 25 87
fax (71) 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.



Bank Zachodni WBK jest członkiem Allied Irish Banks Group.