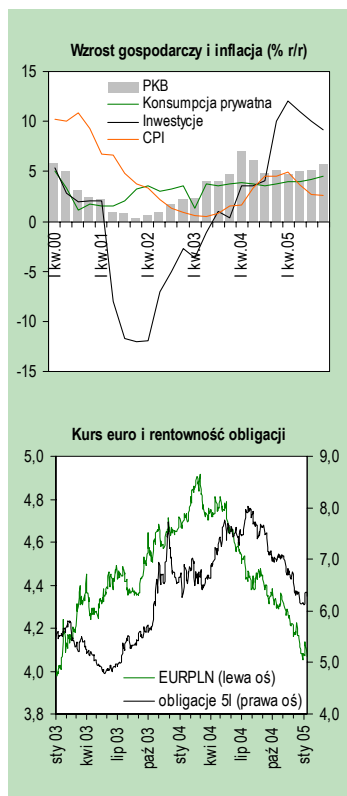


# MAKROskop

## Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Styczeń 2005



## Witamy w Nowym Roku

W pierwszym wydaniu MAKROskopu w roku ubiegłym, rok 2004 nazwaliśmy *Rokiem wzrostów w gospodarce*. Okazało się, że był to rok wzrostów w skali nawet większej od oczekiwanej, a dotyczyło to większości wskaźników gospodarki m.in. wzrostu gospodarczego, inflacji, stóp procentowych. Jaki będzie kolejny, właśnie rozpoczęty rok? Oczekiwany przez nas scenariusz sytuacji ekonomicznej w 2005 roku przedstawiamy w Temacie miesiąca *Gospodarka do przodu! A polityka?* Dane dostępne pod koniec 2004 roku skłoniły nas do korekty prognoz makroekonomicznych na 2005 rok. Nasza prognoza wzrostu gospodarczego w tym roku (5,2%) jest jednak nadal jedną z najbardziej optymistycznych na rynku. Oczekujemy przyspieszenia wzrostu inwestycji oraz stabilizacji wzrostu konsumpcji prywatnej. Na początku roku dochody do dyspozycji w ujęciu realnym będą pod silnym negatywnym wpływem wysokiej inflacji, podczas gdy druga połowa roku powinna przynieść ich delikatne przyspieszenie. Rok bieżący zacznie się od wzrostu inflacji, na co wpłynie kilka czynników jednorazowych (wzrosty cen administrowanych oraz podatków pośrednich). W dalszej części roku nastąpić powinien spadek inflacji na skutek efektu bazy statystycznej. Na koniec roku oczekujemy inflacji na poziomie 2,6% a inflacja średnioroczna powinna wynieść 3,5%.

Nadal uważamy, że w roku 2005 będzie jeszcze za wcześnie na obniżkę stóp procentowych, jednak RPP może zdecydować o zmianie nastawienia polityki pieniężnej na neutralne (być może już w lutym). Przyjęcie neutralnego nastawienia nie oznaczałoby jednak, naszym zdaniem, wbrew obecnym oczekiwaniom niektórych uczestników rynku finansowego, przygotowań do szybkich obniżek stóp i pozwalałoby na ruchy stóp procentowych w obu kierunkach, w zależności od sytuacji. Warto pamiętać, że inflacja będzie prawdopodobnie musiała być niższa od obecnego celu, aby spełnić kryterium inflacyjne Maastricht. Jeśli weźmiemy pod uwagę rządowe (dość optymistyczne, ale również realne) plany obniżenia deficytu budżetowego do poniżej 3% w 2007 roku oraz opóźnienia w mechanizmach transmisji polityki pieniężnej (sięgające nawet 6-8 kwartałów), można dojść do wniosku, że nie ma zbyt dużo miejsca na obniżki stóp z obecnych 6,5%, nawet jeśli inflacja osiągnie poziom 2,5% w tym roku.

Oczekujemy wzrostu rentowności papierów skarbowych oraz pewnego osłabienia złotego w miarę zbliżania się wyborów parlamentarnych. Pogorszenie sentymentu zostanie jednak zapewne wykorzystane przez inwestorów zagranicznych do odnowienia tzw. gry na konwergencję. Dlatego też prognozujemy, że średnia wartość kursu złotego wobec euro w ostatnim kwartale tego roku wyniesie ok. 4,1 (mogłaby być jeszcze niższa gdyby wybory odbyły się na wiosnę), i jest szansa na przekroczenie poziomu 4 złotego za euro pod koniec roku. Poziom 3 złotych za dolara będzie zapewne ponownie testowany i to być może już w drugim kwartale, kiedy to kurs euro do dolara może osiągnąć poziom 1,40.

### W tym miesiącu:

Temat miesiąca	
<b>Gospodarka do przodu! A polityka?</b>	<b>2</b>
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  
(22) 586 8363

**Piotr Bielski**  
(22) 586 8333  
**Piotr Bujak**  
(22) 586 8341  
**Tomasz Terelak**  
(22) 586 8342

Email: imie.nazwisko@bzwbk.pl

#### Na rynku finansowym 31 grudnia 2004 r.:

Stopa depozytowa NBP	5,00	WIBOR 3M	6,64	USDPLN	2,9904
Stopa referencyjna NBP	6,50	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	6,34	EURPLN	4,0790
Stopa lombardowa NBP	8,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	6,16	EURUSD	1,3640

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.01.2005 r.



## Temat miesiąca

### Gospodarka do przodu! A polityka?

#### 2004 – rok spełnionych życzeń

W pierwszym wydaniu MAKROskopu w roku ubiegłym, w *Temacie miesiąca*, rok 2004 nazwaliśmy *Rokiem wzrostów w gospodarce*. Okazało się, że był to rok wzrostów w skali nawet większej od oczekiwanej, a dotyczyło to większości wskaźników gospodarki m.in. wzrostu gospodarczego, inflacji, stóp procentowych.

Jeśli chodzi o tempo wzrostu gospodarczego, nawet najwięksi optymiści ekonomiczni nie przypuszczali, że pierwszy rok uczestnictwa w Unii Europejskiej okaże się tak korzystny dla polskiej gospodarki. Wzrost gospodarczy przyspieszył znacząco, według naszych szacunków do 5,7%, podczas gdy rok temu oczekiwaliśmy wzrostu PKB o 4,5%, a warto zauważyć że byliśmy jednymi z najbardziej optymistycznych uczestników rynku (średnia oczekiwań wynosiła 4,3%). Szybszy wzrost wynikał, jak już wielokrotnie pisaliśmy, ze wzmożonej konsumpcji przed akcesją, podczas gdy wzrost inwestycji rozczarowywał (choć wciąż nie wiadomo jak traktować olbrzymi przyrost zapasów). Jedną z przyczyn wyższej prywatnej konsumpcji były obawy przed wzrostem cen po wejściu Polski do UE. Okazały się one uzasadnione (albo wręcz były to samospełniające się prognozy) i skala wzrostu inflacji w drugim kwartale zaskoczyła wszystkich uczestników rynku, włącznie z bankiem centralnym. Zaskoczył właściwie nie tyle sam efekt wzrostu cen, co szybkość ich dostosowania, wynikająca z wysokiego popytu zagranicy na polskie towary żywnościowe. Nie pozostało to bez wpływu na politykę stóp procentowych banku centralnego, które wzrosły w okresie czerwiec-sierpień o 125 pkt. bazowych. A wystarczy przypomnieć, że jeszcze rok temu polityka pieniężna stała pod dużym znakiem zapytania, głównie w związku z wyborem nowej Rady Polityki Pieniężnej, która miała okazać się nadmiernie „gołębia”. Miejmy nadzieję, że skłonność do walki z inflacją pozostanie cechą charakterystyczną nowej RPP na całą kadencję.

Na świecie wzrost gospodarczy okazał się nieco niższy od oczekiwań (w Stanach Zjednoczonych 4,4% wobec naszej prognozy 4,8%, a w strefie euro 1,8% wobec 2,0%), na co wpływ miały między innymi wysokie ceny surowców. Tak jak prognozowano, rozpoczął się cykl podwyżek stóp procentowych, jednak (pomimo wysokiej inflacji) nie dotyczyło to strefy euro. Polityka podwyżek stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych nie zatrzymała jednak spadku wartości dolara.

Pomimo szybkiego rozwoju gospodarczego, ubiegły rok stał również pod znakiem polityki, zarówno w Polsce jak i na świecie. Można powiedzieć, że w Stanach Zjednoczonych nic się nie zmieniło pomimo wyborów prezydenckich – gospodarka amerykańska wciąż stoi w obliczu konieczności rozwiązania problemu bliźniaczych deficytów (budżetowego i obrotów bieżących) i niewiele wskazuje, aby miało się to w najbliższym czasie zmienić. W Polsce z kolei, choć wybory (parlamentarne i prezydenckie) dopiero za kilka miesięcy, to wpływ polityki na rynki finansowe (nie mówimy o wpływie na gospodarkę, bo trudno powiedzieć, że przyspieszenie wzrostu PKB było dużą zasługą rządu) nastąpił już w roku ubiegłym. Co ciekawe, zmiana rządu po wejściu Polski do Unii Europejskiej miała charakter pozytywny. Nowy minister finansów zdołał przekonać rynki finansowe do pozytywnej oceny budżetu na 2005 r. (choć w dużej mierze wykorzystuje on po prostu szybki wzrost gospodarczy), a nowy minister skarbu znacząco przyspieszył proces prywatyzacji. Spowodowało to wyraźne umocnienie złotego i spadek rentowności papierów skarbowych. Dla inwestorów zagranicznych nie bez znaczenia był zapewne również spadek poparcia dla Samoobrony (do ok. 10% na koniec 2004 r. z niemalże 30% w marcu), co obniżyło premię za ryzyko inwestowania w Polsce. Choć nie należeliśmy do grona ekonomistów prognozujących przebicie przez złotego poziomu 5 za euro, gdy na początku 2004 r. bił on kolejne rekordy słabości (nasze prognozy na koniec 2004 r. były ponad 10 groszy niższe od średniej rynkowej), przyznać musimy że skala aprecjacji w drugiej połowie ubiegłego roku nas zaskoczyła. Przede wszystkim, nie miało miejsca osłabienie złotego we wrześniu, co było związane ze wspomnianą powyżej skuteczną polityką informacyjną ministra finansów (polityka fiskalna tak bardzo się nie zmieniła).

W pierwszym MAKROskopie w 2004 r. pokusiliśmy się o złożenie życzeń noworocznych. Ministrowi finansów życzyliśmy jak najtańszego finansowania deficytu oraz polepszenia polityki informacyjnej z rynkami finansowymi. Można powiedzieć, że udało się to zrealizować nawet pomimo dość słabego zaawansowania w realizacji planu Hausnera. Bankowi centralnemu życzyliśmy, aby w końcu zaczął publikować prognozy inflacyjne (tak też się stało, choć nie bez małych problemów na początku) oraz stabilnego kursu walutowego i niskiej inflacji bez konieczności podwyżek stóp procentowych (niestety stało się inaczej). Przedsiębiorcom natomiast życzyliśmy dobrych wyników finansowych i niższych kosztów pracy, i niewątpliwie ubiegły rok mógł być dla polskich firm rok udany. Jaki będzie kolejny?

**2005 – na świecie wzrost dość szybki, stopy w górę**

Oczekujemy, że otoczenie światowej gospodarki pozostanie w roku bieżącym stosunkowo korzystne, choć możliwe jest pewne spowolnienie wzrostu gospodarczego (dla krajów OECD z 3,6% do 2,9%). Wskaźniki koniunktury dla gospodarki amerykańskiej utrzymują się na wysokim poziomie, podczas gdy gospodarka europejska wciąż pozostaje w tyle. Ta dysproporcja zostanie prawdopodobnie zachowana w roku bieżącym. Spodziewamy się wzrostu PKB w Stanach Zjednoczonych rzędu 3,5%, a w strefie euro utrzymania się tempa rozwoju gospodarczego na poziomie 1,8%.

Przy założeniu, że ceny ropy ukształtują się średnio na poziomie 40 dolarów za baryłkę (w porównaniu ze średnim poziomem 38 dolarów w 2004 r.) oczekujemy, że średnioroczna inflacja w USA ukształtuje się na podobnym poziomie jak w roku ubiegłym (2,6%), a w strefie euro spadnie do 1,9% (z 2,2% w 2004 r.). Pomimo dotychczasowych podwyżek amerykańskich stóp procentowych, polityka pieniężna w USA jest nadal dość łagodna i oczekujemy kolejnych ruchów w roku bieżącym, prognozując oficjalną stopę Fed na poziomie 3,5% w grudniu 2005. Nienajlepsze wyniki gospodarcze w strefie euro pozwalają stwierdzić, że stopy procentowe nie zmieniają się tam przynajmniej do połowy 2005. Na koniec tego roku spodziewamy się jednak, że wzrosną one o 50 pkt. bazowych, choć ryzyko odchylenia się od tego scenariusza jest raczej w dół niż w górę. Tym bardziej, że silne euro stwarza dodatkowe ryzyko dla wzrostu gospodarczego, a przez to również inflacja może być niższa.

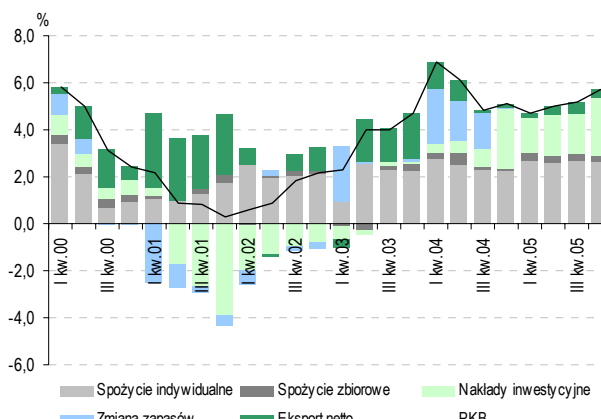
**Ekspansja gospodarcza – ciąg dalszy nastąpi...**

Opublikowane w ostatnim okresie dane statystyczne oraz tendencje na rynkach finansowych, jakie ukształtowały się w naszym kraju pod koniec 2004 roku skłoniły nas do korekty prognoz makroekonomicznych na 2005 rok. W stosunku do naszych wcześniejszych przewidywań, ostatnie miesiące ubiegłego roku przyniosły m.in. wolniejsze tempo wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw (choć wynagrodzenia w całej gospodarce wciąż rosną w tempie przewyższającym inflację), nieco niższe zatrudnienie, a także silniejszą aprecjację złotego. Słabszy niż oczekiwano okazał się również wzrost PKB i inwestycji w III kwartale 2004. Uwzględniając aktualnie dostępne informacje o gospodarce, skorygowaliśmy w dół przewidywane na bieżący rok tempo wzrostu gospodarczego (z 5,8% do 5,2%). Warto jednak zwrócić uwagę, że rewizji uległy równocześnie oczekiwania innych analityków – według

ankiety *Gazety Bankowej* średnia prognoza PKB zmieniła się w ostatnich trzech miesiącach z 5,3% na 4,8%, co oznacza, że nasze prognozy są nadal jednymi z najbardziej optymistycznych na rynku.

Podobnie jak większość uczestników rynku oczekujemy w bieżącym roku silniejszego, około 10-cio procentowego wzrostu inwestycji. Wzrost konsumpcji prywatnej powinien utrzymać się na poziomie ok. 4%, jednak na początku roku dochód do dyspozycji w ujęciu realnym będzie pod silnym negatywnym wpływem wysokiej inflacji (o czym poniżej), podczas gdy druga połowa roku powinna przynieść delikatne przyspieszenie. Popyt krajowy ogółem wzrośnie według naszej prognozy o blisko 5%, a dodatkowym elementem podtrzymującym tempo ekspansji gospodarczej będzie eksport netto. O ile oczekujemy, że w wyrażeniu euro deficyt obrotów bieżących się pogorszy, w wyrażeniu złotowym powinien on być na zbliżonym poziomie do ubiegłorocznego (ok. 2% PKB) na skutek znacznej średniorocznej aprecjacji złotego (z 4,53 do 4,13). Możliwość jeszcze szybszej aprecjacji złotego (której nie zakładamy w naszym scenariuszu bazowym) jest oczywiście pewnym czynnikiem ryzyka dla tempa rozwoju gospodarczego, jednakże ewentualne spowolnienie wzrostu mogłoby się odbyć, naszym zdaniem, raczej poprzez kanał zmniejszenia opłacalności eksportu i w konsekwencji zmniejszenia popytu krajowego, niż przez załamanie wolumenu eksportu. Wydaje nam się, że ryzyko osłabienia tempa wzrostu gospodarczego w efekcie obecnej aprecjacji złotego jest wyższe w latach kolejnych. Dlatego też uważamy, że prognoza budżetowa wzrostu gospodarczego na poziomie 5% jest stosunkowo bezpieczna.

**Udział składników we wzroście PKB**



Źródło: GUS, szacunki własne



## Inflacja – wzrost kontrolowany i spadek do celu

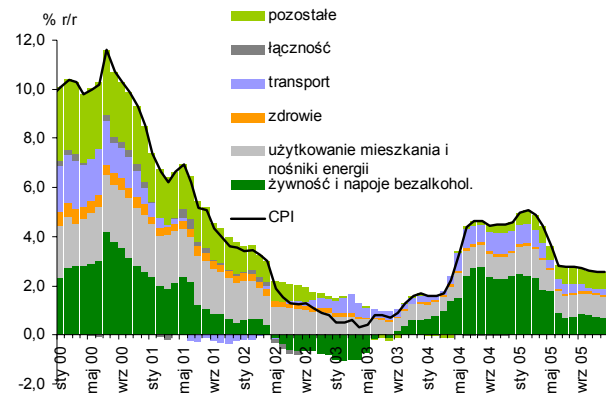
Roczny wskaźnik inflacji zakończył ubiegły rok dwa punkty procentowe powyżej celu inflacyjnego wyznaczonego przez bank centralny (2,5%). Wszystko wskazuje na to, że w roku bieżącym szansa na osiągnięcie celu jest większa, ale nie jest to z pewnością przesądzone. Dużo zależy od kształtowania się kursu walutowego (o czym poniżej) oraz od ewentualnego pojawienia się wyraźniejszych oznak presji popytowej na ceny, w szczególności w drugiej połowie 2005 roku. Oczywiście nie bez znaczenia będą ceny żywności, które stanowią przecież przeszło jedną czwartą koszyka inflacyjnego. Dobre zbiory w roku ubiegłym mogą sugerować, że wzrost cen żywności będzie w tym roku nieco niższy. Dlatego też zakładamy, że roczny wskaźnik cen żywności obniży się w roku bieżącym do ok. 2,5% z 8,1% w grudniu 2004. Oczywiście należy pamiętać, że tak znaczne obniżenie tego wskaźnika będzie możliwe dzięki wygaśnięciu tzw. efektu unijnego. Naszym zdaniem należy jednak brać pod uwagę czynnik ryzyka wynikający z tego, że proces wyrównywania cen w Polsce i UE w przypadku niektórych towarów żywnościowych nie uległ jeszcze zakończeniu (np. w przypadku wołowiny i nabiału).

Wszystko wskazuje na to, że rok bieżący zacznie się od wzrostu inflacji. Wpłynie na to kilka czynników jednorazowych. W przeciwieństwie do roku ubiegłego, w styczniu tego roku miały miejsce wzrosty cen energii i gazu. Ponadto, w tym roku nastąpi również wzrost stawek podatku akcyzowego, który według ustawy budżetowej ma wynieść średniorocznie: 3,4% na benzyny oraz olej napędowy, 10% na gaz do tankowania samochodów, 3,4% na wyroby spirytusowe, 14,7% na wyroby tytoniowe. Nie wiadomo czy podwyżki te nastąpią od początku roku czy też będą rozłożone w czasie. W każdym razie w tym drugim przypadku podwyżka w ujęciu rocznym musiałaby być większa, aby uzyskać ten sam efekt średnioroczny. Przy uwzględnieniu powyższych czynników i przy założeniu wzrostu cen żywności o 0,7% m/m (w porównaniu z 0,9% średnio w IV kw. 2004), oczekujemy wzrostu inflacji do ok. 5% w styczniu. Zbliżony poziom inflacji może utrzymać się w całym pierwszym kwartale, po czym nastąpi jej spadek na skutek efektu bazy statystycznej (efekt wejścia Polski do UE zniknie z dwunastomiesięcznego wskaźnika).

Na koniec roku oczekujemy inflacji na poziomie 2,6% a inflacja średnioroczna powinna wynieść 3,5% (pół punktu procentowego powyżej założeń budżetowych).

Przy założeniu, że ceny ropy ukształtują się średnio na poziomie 40 dolarów za baryłkę i przy średniorocznym umocnieniu złotego o 50 groszy, oczekujemy że inflacja netto (CPI minus ceny żywności i ceny paliw) pozostanie blisko celu inflacyjnego NBP (2,5%).

## Struktura wskaźnika zmian cen konsumpcyjnych



Źródło: GUS, szacunki własne

## Stopy procentowe – łagodność nieco przedwczesna

Nieco odmienny scenariusz rozwoju sytuacji makroekonomicznej oraz tendencji na rynku walutowym, w porównaniu z wcześniejszymi oczekiwaniami, będzie miał zapewne wpływ na decyzje RPP. Nadal uważamy, że w roku 2005 będzie jeszcze za wcześnie na obniżkę stóp procentowych, jednak RPP może zdecydować o zmianie nastawienia polityki pieniężnej na neutralne kiedy uzna, że prawdopodobieństwo utrzymania inflacji powyżej celu w horyzoncie 4-6 kwartałów nie jest już „znacznie wyższe od 50%”. Następną projekcją inflacji będzie zaprezentowana w lutym i jeśli do tego czasu złoty pozostanie stosunkowo mocny, może ona pokazać, że inflacja wraca do celu w 2006-2007 roku. Co ważne, w takim scenariuszu, przyjęcie neutralnego nastawienia w polityce pieniężnej jest możliwe już w lutym lub w marcu. Przyjęcie neutralnego nastawienia w polityce pieniężnej nie oznaczałoby jednak, naszym zdaniem, wbrew obecnym oczekiwaniom niektórych uczestników rynku finansowego, przygotowań do szybkich obniżek stóp. Odzwierciedlałoby to po prostu fakt, że prognozy inflacji powróciły w pobliże celu i pozwalałoby na ruchy stóp procentowych w obu kierunkach, w zależności od sytuacji. Warto również zauważyć, że według opinii jednego z członków RPP, Dariusza Filara, neutralna realna stopa procentowa w Polsce wynosi ok. 4%. Implikuje to, że nominalna referencyjna stopa nie powinna być raczej niższa niż 6%, jeśli inflacja znajduje się na poziomie celu 2,5% i jeśli RPP chce utrzymać cel inflacyjny w dłuższej perspektywie.



Co więcej, inny członek RPP, Halina Wasilewska-Trenkner przypominała ostatnio, że inflacja będzie prawdopodobnie musiała być niższa od obecnego celu, aby spełnić kryterium inflacyjne Maastricht. Jeśli weźmiemy pod uwagę rządowe (dość optymistyczne, ale również realne) plany obniżenia deficytu budżetowego do poniżej 3% w 2007 roku oraz opóźnienia w mechanizmach transmisji polityki pieniężnej (sięgające nawet 6-8 kwartałów), można dojść do wniosku, że nie ma zbyt dużo miejsca na obniżki stóp z obecnych 6,5%, nawet jeśli inflacja osiągnie poziom 2,5% na koniec bieżącego roku. Rzecz jasna nie łatwo jest ocenić kilkuletnie perspektywy polityki fiskalnej przed wyborami, jednak trudno sobie wyobrazić, aby Narodowy Bank Polski nie spełnił swojej misji obniżenia inflacji do poziomu umożliwiającego wejście Polski do strefy euro w zakładanym przez rząd scenariuszu (czyli gdyby rządowi udało się zrobić to samo z deficytem budżetowym). Trudno jest więc oczekiwać znacznych obniżek stóp procentowych w najbliższym czasie. Oczekujemy, że w roku bieżącym stopy procentowe NBP pozostaną bez zmian. Możliwa jest natomiast zmiana nastawienia w polityce pieniężnej na łagodną jeśli perspektywy inflacji będą bardzo korzystne, lecz w takim scenariuszu oczekiwalibyśmy delikatnych obniżek stóp procentowych dopiero w roku przyszłym.

### **Rynki światowe - dolar i rentowności pod presją**

Zanim przejdziemy do oczekiwań dotyczących polskiego rynku finansowego, spójrzmy co może się wydarzyć na rynkach międzynarodowych. Polski rynek pozostanie bowiem pod dużym wpływem sytuacji za granicą, a dotyczyć to będzie zarówno rynku stopy procentowej, jak i rynku walutowego. Druga połowa ubiegłego roku pokazała, że złoty jest coraz bardziej związany ze wspólną walutą europejską. Na całe szczęście stało się to w momencie korzystnym dla polskiej gospodarki, kiedy euro było silne w stosunku do dolara. Można oczekiwać, że w roku bieżącym, w miarę zbliżania się terminu wejścia polskiej waluty do systemu ERM2, powiązanie to będzie jeszcze wyraźniejsze. Dlatego też, notowania euro do dolara wpłyną zapewne głównie na notowania polskiej waluty w stosunku do waluty amerykańskiej. Choć należy pamiętać, że część uczestników rynku wciąż analizuje siłę złotego wobec obydwu walut (tzw. odchylenie od starego parytetu).

Na rynkach międzynarodowych spodziewamy się utrzymania słabości dolara, za czym stały będą czynniki podobne do obserwowanych w ostatnich miesiącach.

Rynki finansowe zdają się nie wierzyć, że możliwe jest w najbliższym czasie uporanie się gospodarki Stanów Zjednoczonych z problemem bliźniaczych deficytów (deficyt budżetowy i deficyt obrotów bieżących). Wzrost oszczędności w gospodarce amerykańskiej lub zwiększony popyt zewnętrzny na amerykańskie dobra i usługi mógłby pomóc ograniczyć problemy strukturalne. Na rynkach finansowych panuje jednak przekonanie, że znaczące zmniejszenie deficytu handlowego nie będzie możliwe bez spadku wartości dolara w stosunku do walut głównych partnerów handlowych. Ponieważ, przynajmniej w pierwszej części bieżącego roku waluty azjatyckie będą najprawdopodobniej wciąż w systemach quasi sztywnych kursów walutowych, ciężar osłabienia dolara wciąż będzie spoczywał na barkach euro. Dlatego też nie wykluczamy osiągnięcia kolejnych rekordowo wysokich poziomów kursu EURUSD (nawet 1,4) w pierwszej połowie tego roku. Będzie to jednocześnie swojego rodzaju testowanie intencji EBC, który przy kolejnych rekordach może być bardziej skłonny do interwencji na rynku walutowym, w szczególności jeśli zmiany będą gwałtowne. Z drugiej strony, można się spodziewać, że w dalszej części roku Chiny podejmą decyzję o kontrolowanej rewaluacji swojej waluty, co pozwoli walucie europejskiej złapać nieco oddechu w drugiej połowie roku. Pomoże temu dodatkowo szybszy wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych, któremu towarzyszyć będą kolejne podwyżki stóp procentowych. Biorąc jednak pod uwagę nierozwiązane problemy strukturalne oczekujemy raczej, że powyższe czynniki pozwolą dolarowi się raczej ustabilizować niż znacząco umocnić np. do poniżej 1,3 za euro.

W 2004 roku rynkowe stopy procentowe na świecie wzrosły mniej niż oczekiwano. Wpływ na to miała mniejsza skala wzrostu stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych oraz spekulacje o możliwych obniżkach w strefie euro (raczej nieuzasadnione, biorąc pod uwagę, że na grudniowym posiedzeniu Rada EBC rozważyła podwyżkę). W roku bieżącym jednak, wraz ze wzrostem oficjalnych stóp procentowych, zarówno w strefie euro jak i w Stanach Zjednoczonych, oczekujemy również wzrostu rentowności obligacji rządowych. Jak wspomnieliśmy powyżej, o ile w Stanach Zjednoczonych dalszy wzrost restrykcyjności polityki pieniężnej jest bardzo prawdopodobny, w Europie rozpoczęcie cyklu podwyżek wciąż stoi pod znakiem zapytania. W podstawowym scenariuszu zakładamy jednak wzrost rynkowych stóp procentowych na obu rynkach o około 50 pkt. bazowych – w USA większość tego ruchu powinna



nastąpić w pierwszej połowie roku, a w Europie może być przesunięta na drugą połowę.

### **W Polsce słabiej na początku, później już lepiej**

W roku bieżącym, oprócz sytuacji ekonomicznej na polski rynek finansowy znaczący wpływ będzie miał kalendarz polityczny. Wybory parlamentarne będą miały zapewne wpływ na postrzeganie premii za ryzyko inwestowania w polskie aktywa finansowe. Tym bardziej, że wyniki badań opinii publicznej nie dają jasnego obrazu jaka koalicja rządowa będzie mogła być utworzona po wyborach – czy będzie to koalicja dwóch, czy może trzech partii politycznych? Ponadto, programy gospodarcze potencjalnych zwycięzców nieco się różnią i perspektywa obniżenia deficytu budżetowego w kolejnych latach wcale nie jest oczywista. Dodatkową niepewnością jest termin wyborów parlamentarnych. O ile wyżsi rangą przedstawiciele partii rządzących oraz przedstawiciele rządu podtrzymują decyzję o skróceniu kadencji Sejmu (ostatnio nawet dość często), pamiętać należy, że decyzję tę podjąć musi dwie trzecie parlamentu. Dlatego też w podstawowym scenariuszu oczekujemy wyborów parlamentarnych na jesieni. W naszych prognozach odzwierciedlone jest to poprzez wyższy średni poziom kursu złotego do euro i do dolara w trzecim kwartale. Podobnie jeśli chodzi o rentowności papierów skarbowych, powinny być one wyższe w miarę zbliżania się wyborów parlamentarnych. Jeśli posłowie zagłosują mimo wszystko (najprawdopodobniej w maju) za skróceniem kadencji Sejmu, pogorszenie sentymentu na polskim rynku finansowym może po prostu nastąpić wcześniej. Oczekujemy również, że premia za ryzyko wyrażona różnicą polskich pięcioletnich stóp procentowych forward za pięć lat wobec odpowiednich aktywów w strefie euro (spread 5X5) wzrośnie przed wyborami. Pod koniec ubiegłego roku tak mierzona premia za ryzyko spadła znacząco (w naszych raportach pisaliśmy, że zbyt znacząco) do 85 pkt. bazowych, jednak na początku tego roku wzrosła ona ponownie do powyżej 100 pkt. bazowych. Według nas, możliwy jest tymczasowy wzrost tej premii do 150 pkt. bazowych.

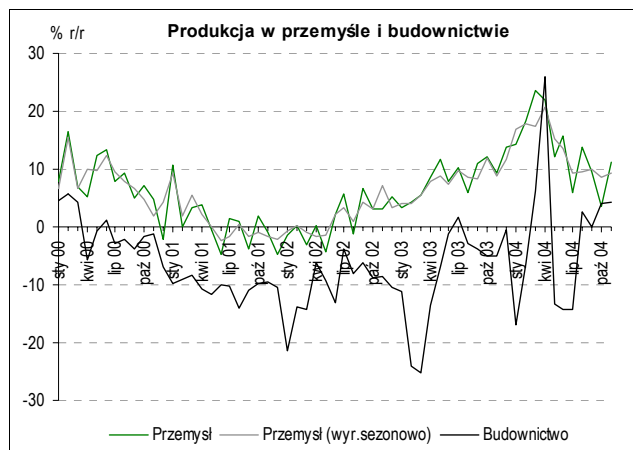
Podobnie jak w latach ubiegłych, wyższe poziomy rentowności papierów skarbowych oraz niższa wartość złotego zostaną zapewne wykorzystane przez

inwestorów zagranicznych do odnowienia gry na konwergencję. Dlatego też, pod koniec tego roku oczekujemy pozytywnego sentymentu i umocnienia zarówno złotego, jak i rynku papierów skarbowych. O ile oczekujemy, że średnia wartość kursu złotego wobec euro w ostatnim kwartale tego roku wyniesie ok. 4,1 (byłaby niższa gdyby wybory odbyły się na wiosnę), to jest szansa na przekroczenie poziomu 4 złotego za euro pod koniec roku. Jeśli chodzi o dolara, to psychologiczny poziom poniżej 3 będzie zapewne ponownie testowany i to być może już w drugim kwartale (wybory na wiosnę odłożyłyby to na koniec roku), kiedy to dolar może być rekordowo słaby na rynkach międzynarodowych. Rynkowe stopy procentowe również powinny spaść pod koniec roku, do poniżej 6% dla obligacji pięcioletnich, a premia za ryzyko będzie być może nawet niższa niż pod koniec ubiegłego roku (w scenariuszu względnie stabilnej powyborczej koalicji rządzącej). Gra na konwergencję pod koniec bieżącego roku może być wyjątkowo silna, jeśli okaże się, że polskie władze zdecydowały o wejściu do systemu ERM2 w roku 2006. Negocjacje w tej sprawie mogą również pomóc określić przedział wahań dla kursu złotego wobec euro. Krótki koniec krzywej rentowności powinien być w roku bieżącym względnie stabilny, ze względu na to, że nie oczekujemy zmian oficjalnych stóp procentowych (delikatne obniżki dopiero w 2006 r.).

Podsumowując, przed wyborami parlamentarnymi oczekujemy pogłębienia noworocznej korekty na polskim rynku finansowym, która może jednak zostać wykorzystana przez zagranicznych graczy do ponownego zbudowania pozycji w polskich aktywach. Dlatego też, naszym zdaniem, eksporterzy mogą wykorzystywać tymczasowe osłabienia złotego do zabezpieczania płatności na rynku transakcji terminowych, podczas gdy importerzy mogą się martwić o możliwą słabość złotego tylko w okresie okołowyborczym (choć trudno dziś powiedzieć kiedy to nastąpi).

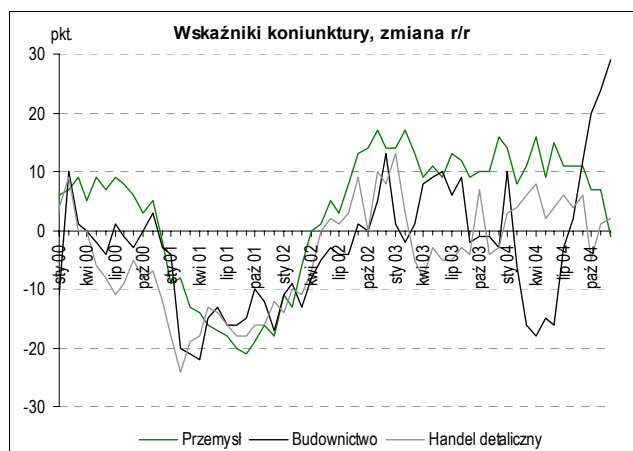
***Tabele z prognozami zmiennych makroekonomicznych znajdziecie Państwo jak zwykle na ostatnich stronach raportu.***

## Gospodarka Polski



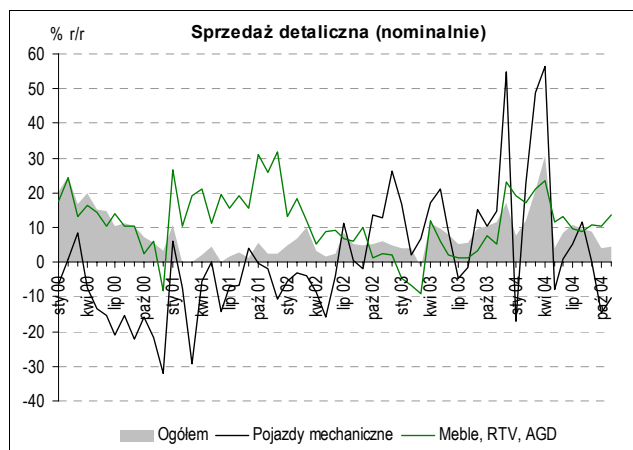
### Stabilny wzrost w przemyśle, coraz lepiej w budownictwie

- Wzrost produkcji przemysłowej w listopadzie był wyższy niż oczekiwano i wyniósł 11,3% r/r – część wzrostu wynikała z wyższej liczby dni roboczych. Nawet jednak bez tego efektu (oraz czynników sezonowych) produkcja przemysłowa rosła w solidnym tempie 9,2%.
- Oznacza to, że w ostatnim kwartale 2004 r. kontynuowana jest silna ekspansja polskiego przemysłu i aprecjacja złotego nie zaszkodziła na razie gospodarce.
- W listopadzie nastąpił kolejny wzrost produkcji budowlano-montażowej (o 4,3% r/r). Był on jednak nieco niższy niż oczekiwano, szczególnie że sezonowo dostosowana dynamika okazała się ujemna i wyniosła -1,2% r/r.
- Budownictwo stopniowo wydobywa się jednak z przeszło 4-letniej zapaści. Uważamy, że kolejne miesiące przyniosą bardziej wyraźne odbicie produkcji budowlanej w ślad za większymi inwestycjami.



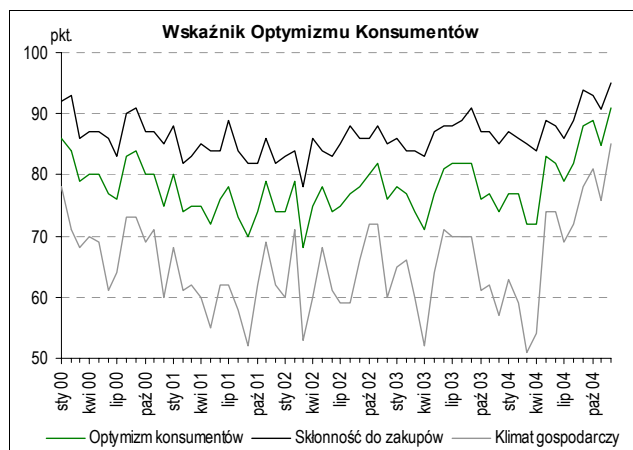
### Dobre wróżby dla budownictwa

- Wyniki grudniowego badania koniunktury pokazały kontynuację silnego wzrostu w budownictwie, podczas gdy w przemyśle oraz handlu detalicznym nastąpił spadek.
- Wskaźnik dla budownictwa zanotował dwucyfrowy roczny wzrost już czwarty miesiąc z rzędu. Ograniczony popyt był nadal postrzegany jako silna bariera rozwoju, ale w grudniu 2004 sądziło tak tylko 51% firm wobec 71% w grudniu 2003. Wydaje się, że w budownictwie rozpoczyna się wyraźna poprawa.
- W handlu detalicznym koniunktura była tradycyjnie słaba, ale nadal uważamy, że odzwierciedla to zaostrzoną konkurencję (odczuwaną głównie przez małe podmioty).
- Koniunktura w przemyśle była ujemna po raz pierwszy od I kw. 2002 roku przy niższych zamówieniach (głównie krajowych, więc trudno to uznać za efekt silnego złotego).



### Sprzedaż nie taka zła na jaką wygląda

- Na pierwszy rzut oka, dane o sprzedaży detalicznej w listopadzie były rozczarowujące, ponieważ jej nominalny wzrost wyniósł zaledwie 4,4% r/r. Realnie sprzedaż spadła o 0,4% r/r i był to drugi spadek z rzędu po średnim wzroście o 4,7% r/r w III kwartale 2004 r.
- Listopadowy wynik był pod silnym wpływem spadku sprzedaży nowych samochodów, jednak inne sektory wykazywały dość wysoki wzrost sprzedaży. Biorąc pod uwagę, że dane o sprzedaży nie odzwierciedlają zwiększonych zakupów używanych aut, można sądzić, że popyt konsumpcyjny nie słabnie znacząco.
- Wręcz przeciwnie, spodziewamy się, że wzrost konsumpcji indywidualnej w IV kwartale 2004 r. był nieco wyższy niż 3,5% zanotowane w III kwartale 2004 r. i będzie delikatnie przyspieszać w 2005 r. Będzie to możliwe m.in. dzięki poprawie sytuacji na rynku pracy i bardziej optymistycznym nastrojom konsumentów.



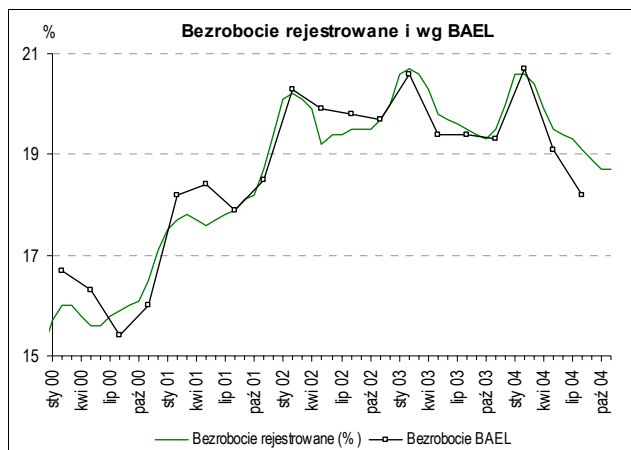
### Konsumenci coraz bardziej ufni

- Wskaźnik koniunktury konsumenckiej opublikowany przez GUS pokazał, że ocena sytuacji finansowej i gospodarczej przez gospodarstwa domowe poprawia się.
- Trend ten obserwowany jest od lipca 2004 r. Po raz pierwszy od lipca wyraźnie poprawiła się ocena konsumentów co do „obecnych możliwości dokonywania poważniejszych zakupów”.
- Gospodarstwa domowe deklarowały również wzrost zdolności do oszczędzania oraz utrzymania oczekiwań co do spadku bezrobocia.
- Po raz czwarty z rzędu „wyrzedzający wskaźnik ufności konsumenckiej” zanotował najwyższy poziom od 1999 r., a wszystkie wskaźniki cząstkowe wzrosły.
- Oprócz wskaźników GUS bardzo wyraźną poprawę nastrojów konsumentów pokazały również grudniowe wyniki badań optymizmu konsumentów instytutu Ipsos.

Źródło: GUS, Ipsos, szacunki własne



## Gospodarka Polski

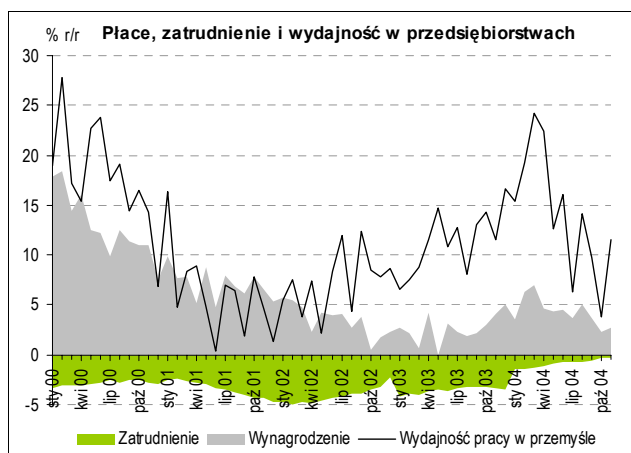


## Spadek bezrobocia nabiera tempa

▪ Stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła w listopadzie 18,7% (spadek o 0,8 pkt proc. wobec grudnia 2004 r). Było to najszybsze tempo redukcji bezrobocia od września 1998 r. Oczekujemy kontynuacji rocznego spadku stopy bezrobocia, przy czym w najbliższych miesiącach nastąpi jej sezonowy wzrost do 19% w grudniu i ok. 19,5% w I kw. 2005 r.

▪ Bezrobocie wg BAEL spadło w III kwartale do 18,2% (roczny spadek o 1,2 pkt. proc.), tj. najniższego poziomu od trzech lat.

▪ Co więcej, liczba pracujących w III kwartale br. zwiększyła się o 1,7% r/r po wzrostach o 0,9% r/r i 0,2% r/r odpowiednio w I i II kwartale roku. Uważamy, że sytuacja na rynku pracy będzie się w dalszym ciągu poprawiać (być może w jeszcze szybszym tempie), co dobrze wróży dynamice konsumpcji indywidualnej w przyszłości, a jednocześnie stanowi potencjalne źródło presji inflacyjnej.



## Dane o zatrudnieniu i płacach znowu rozczarowały, ale...

▪ Wyniki badań BAEL odnośnie popytu na pracę na razie nie znajdują potwierdzenia w danych GUS o zatrudnieniu w całej gospodarce (-1,2% r/r w III kwartale 2004 r.).

▪ Ponadto, miesięczne dane z rynku pracy za listopad ponownie rozczarowały, pokazując słabszy wzrost płac i niższe zatrudnienie niż przewidywał rynek.

▪ Przeciętne zatrudnienie w przedsiębiorstwach spadło o 0,1% m/m oraz o 0,3% r/r. Niemniej, podobnie jak w poprzednich okresach wynika to z redukcji zatrudnienia w górnictwie i budownictwie, podczas gdy w przemyśle oraz handlu i naprawach od kilku miesięcy popyt na pracę rośnie coraz silniej.

▪ Średnie wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w listopadzie o 2,7% r/r po wzroście o 2,4% r/r zanotowanym miesiąc wcześniej i 4,5% r/r średnio w okresie styczeń-październik ub.r.

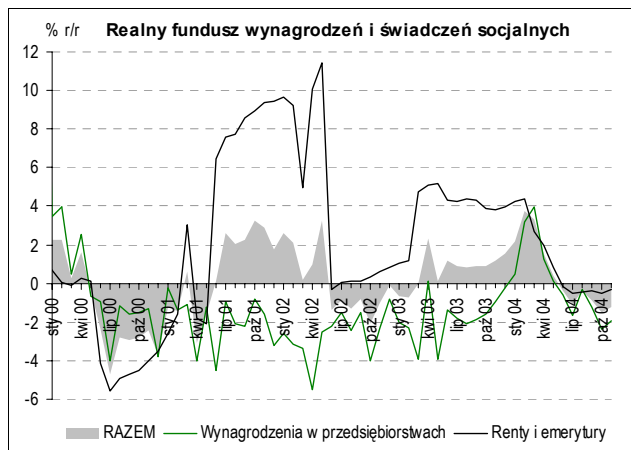
▪ Nie było to zbyt imponujące przyspieszenie wzrostu płac, biorąc pod uwagę inflację na poziomie 4,5% (co implikuje realny spadek wynagrodzeń) i tempo wzrostu gospodarczego w okolicach 5%.

▪ Fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw wzrósł nominalnie tylko o 2,4% r/r, co oznacza realny spadek o 2% r/r.

▪ Na tej podstawie trudno mówić o silnej presji płacowej. Wzrost płac nadal pozostaje poniżej wzrostu produktywności pracy, co jest czynnikiem ograniczającym ryzyka dla perspektyw inflacji.

▪ Warto jednak zwrócić uwagę, że przeciętne wynagrodzenie w całej gospodarce rośnie szybciej niż w sektorze przedsiębiorstw.

▪ W III kwartale 2004. zwiększyło się ono o 5,1% r/r (wobec 4,1% r/r w sektorze przedsiębiorstw) po wzroście o 4,4% r/r w I połowie 2004 oraz średnio 3,2% r/r w całym 2003 r. Tym samym, tempo wzrostu przeciętnego wynagrodzenia w całej gospodarce utrzymuje się cały czas powyżej inflacji.



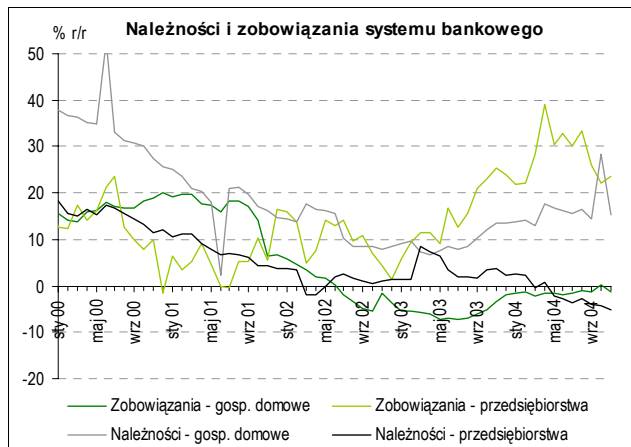
## Powrót do normalności w statystykach pieniężnych

▪ Po zaburzeniach w statystykach pieniężnych za październik, związanych ze sprzedażą PKO BP, listopad przyniósł powrót dynamiki podaży pieniądza oraz depozytów i kredytów do wcześniej obserwowanego, delikatnego trendu wzrostowego.

▪ Agregat M3 wzrósł o 6,4% r/r, a depozyty ogółem zwiększyły się o 6,5% r/r. Wzrost kredytów ogółem spowolnił do 4,1%.

▪ Statystyki pieniężne nie pokazały nic, co mogłyby być negatywne z punktu widzenia perspektyw inflacyjnych. Wzrost kredytów jest pod kontrolą, a można wręcz powiedzieć, że jest bardzo niski biorąc pod uwagę wysokie tempo wzrostu PKB.

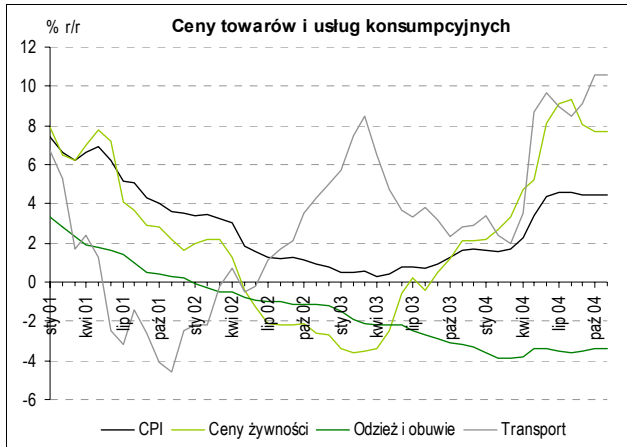
▪ Negatywny dla perspektyw gospodarki wydaje się przede wszystkim coraz głębszy spadek kredytów dla firm. W listopadzie wyniósł 5,1% wobec spadków o 4,2% w październiku i 3,9% we wrześniu; jest to jednak korzystne dla perspektyw inflacji.



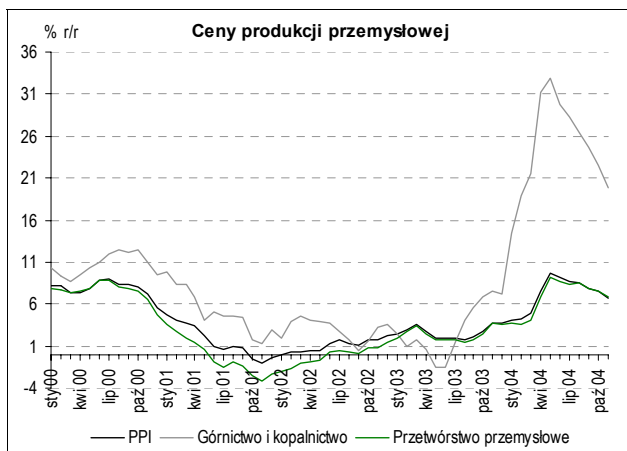
Źródło: GUS, NBP, szacunki własne



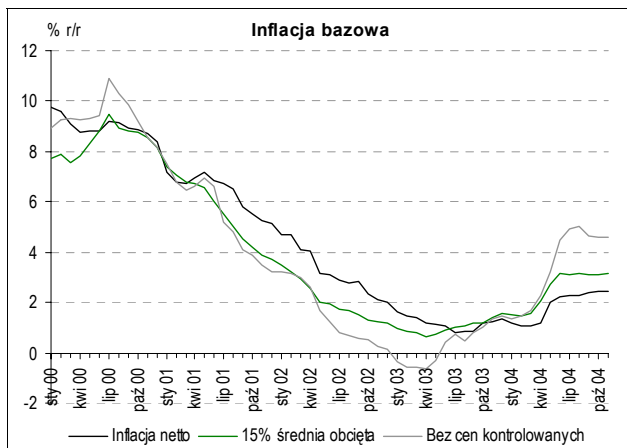
## Gospodarka Polski

**Inflacja konsumenta uporczywie wysoka**

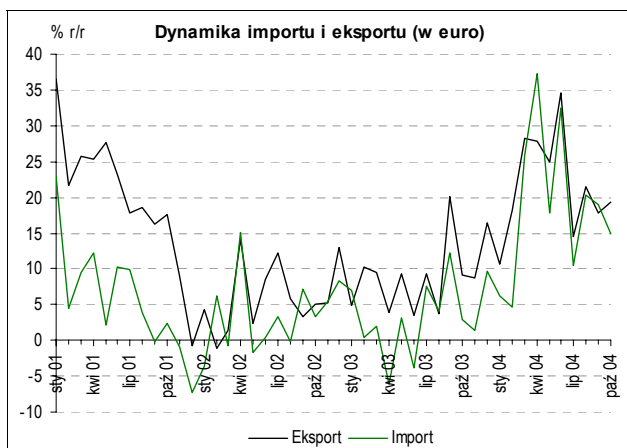
- Listopadowy wskaźnik CPI pozostał na październikowym poziomie 4,5% - zgodnie z naszą prognozą, ale wyżej od oczekiwań rynkowych na poziomie 4,3-4,4%.
- Dwa najważniejsze czynniki powstrzymujące inflację od spadków to wysokie ceny żywności (rosnące o 7,7% r/r) oraz paliw (19,1% r/r). Ten drugi czynnik był szczególnie zaskakujący, gdyż w listopadzie wyraźnie obniżyły się ceny ropy naftowej.
- Widocznie wbrew temu, czego oczekiwał m.in. minister finansów, silna aprecjacja złotego nie miała mocnego i szybkiego wpływu na inflację. Wiara ministra Gronickiego, że stopa inflacji na koniec roku może spaść do blisko 4% r/r wydaje się więc zbyt optymistyczna.
- Naszym zdaniem CPI w grudniu pozostanie na poziomie 4,5% r/r lub nawet nieco wzrośnie. Podwyżki cen oraz niektórych podatków na początku nowego roku mogą popchnąć inflację do ok. 5% r/r.

**Inflacja producenta szybko spada, ale ciągle bardzo wysoka**

- W przeciwieństwie do cen konsumenta, ceny producenta w listopadzie rosły wolniej niż oczekiwano. Roczny PPI zmniejszył się do 6,7% z 7,6% w październiku po spadku w ciągu miesiąca o 0,3%.
- Wygląda na to, że spadek ten wynikał głównie z obniżenia cen ropy i innych nośników energii, ponieważ najgłębszy spadek cen zanotowano w produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej (o 4,8% m/m).
- Biorąc pod uwagę, że w przypadku cen konsumpcyjnych, gdzie ceny paliw przyczyniły się do wzrostu listopadowego wskaźnika inflacji, było odwrotnie, można zakładać, że redukcja cen paliw w PPI w listopadzie będzie widoczna w CPI z pewnym opóźnieniem.
- Mimo że wskaźnik cen producenta był lepszy niż prognozowano, należy podkreślić, że PPI pozostaje bardzo wysoki, co nie tworzy korzystnego środowiska dla szybkiej redukcji inflacji.

**Stabilizacja inflacji bazowej**

- Listopadowe dane o inflacji bazowej pokazały, że niemal wszystkie miary pozostały bez zmian wobec października.
- Tylko jedna z pięciu miar (15% średnia obciążenia) zwiększyła się nieznacznie o 0,1 pp. do 3,2% r/r.
- Najważniejszy wskaźnik - inflacja netto - wyniosła 2,4%, co było zgodne z naszą prognozą i oczekiwaniami rynku.
- Pozostałe trzy miary utrzymują się powyżej górnej granicy tolerancji odchylenia inflacji od celu. Kształtują się one mianowicie na poziomie od 4,6% r/r (CPI z wyłączeniem cen kontrolowanych) do 5,7% r/r (CPI z wyłączeniem cen o największej zmienności).
- W sumie, dane o inflacji bazowej sugerują, że nawet pomijając czynniki egzogeniczne (ceny żywności, ceny paliw) presja inflacyjna utrzymuje się na poziomie, który w najlepszym wypadku umożliwi osiągnięcie celu inflacyjnego RPP wynoszącego 2,5%.

**Dobra sytuacja w bilansie płatniczym utrzymuje się**

- W październiku rachunek obrotów bieżących zanotował nadwyżkę w kwocie 234 mln €, ale dane za kwiecień-wrzesień zrewidowano w dół.
- W relacji do PKB deficyt obrotów bieżących wzrósł do 1,9% z 1,8% po wrześniu. Jest to bardzo bezpieczny poziom i mimo wysokiego wzrostu gospodarczego nierównowaga zewnętrzna polskiej gospodarki jest bardzo niewielka. Jest to czynnik, który wspiera kurs złotego w średnim terminie.
- Export i import wzrastały w tempie dwucyfrowym, potwierdzając siłę popytu zewnętrznego i krajowego.
- W październiku nastąpił napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych o wartości 2,16 mld €. Było to dużo więcej niż w poprzednich miesiącach roku. Według NBP prawie cała kwota odzwierciedlała jednorazową transakcję.

Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

## Pod lupą: Bank centralny

### Istotne fragmenty komunikatu RPP z dnia 15 grudnia 2004

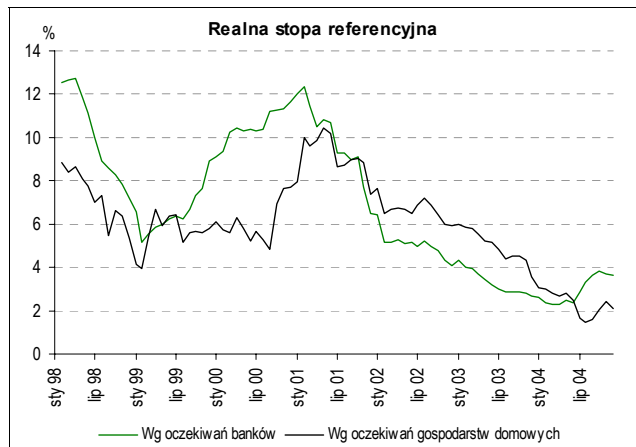
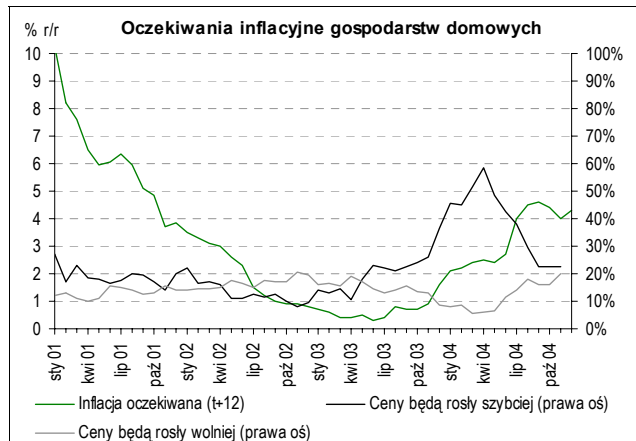
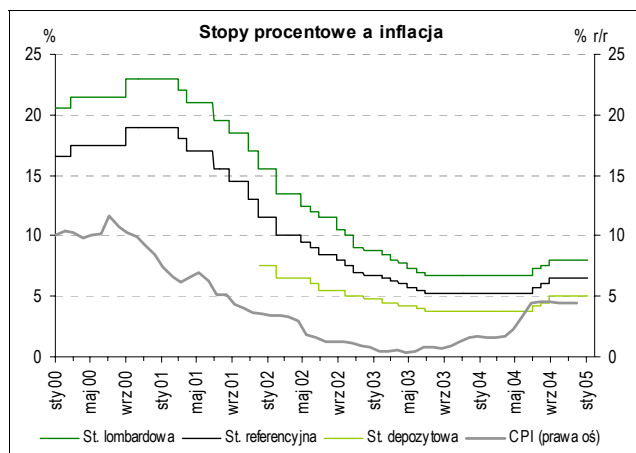
Wysoki udział przyrostu zapasów we wzroście PKB wraz z towarzyszącą mu niższą od oczekiwanej dynamiką inwestycji utrudnia ocenę perspektyw wzrostu gospodarczego. [...] W sumie trudno jest ocenić, w jakim stopniu dane o PKB w III kw. br. zmieniają bilans ryzyk [...] przedstawiony w listopadowym Raplocie o inflacji.

Dostępne dane nie wskazują jeszcze na utrwalenie pozytywnych tendencji na rynku pracy. [...] Nadal nie obserwuje się wpływu podwyższonych od lipca br. oczekiwań inflacyjnych na dynamikę płac (efektów drugiej rundy).

Szacunki NBP [...] wskazują, iż w wyniku zmian [stawek podatków pośrednich - propozycja MinFin] indeks cen towarów i usług konsumpcyjnych może jednorazowo wzrosnąć, co może wpłynąć na wydłużenie procesu obniżania inflacji w latach 2005-2006.

Gdyby potwierdziły się informacje co do niskiej dynamiki inwestycji, wówczas wzrosłoby prawdopodobieństwo ukształtowania się niższej dynamiki wzrostu gospodarczego w latach 2005-2006 niż oczekiwano w Raplocie [o inflacji].

W ocenie Rady bilans ryzyk dla przyszłej inflacji nie uległ istotnej zmianie od poprzedniego posiedzenia. Prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji powyżej celu inflacyjnego w 2006 roku jest nadal wyższe od prawdopodobieństwa tego, że inflacja znajdzie się poniżej celu inflacyjnego.



Źródło: NBP, GUS, szacunki własne

### Stopy i nastawienie bez zmian w grudniu

▪ Zgodnie z oczekiwaniami RPP nie zmieniła stóp procentowych w grudniu i utrzymała restrykcyjne nastawienie polityki pieniężnej, uznając, że bilans ryzyk dla przyszłej inflacji nie zmienił się znacząco od poprzedniego posiedzenia Rady.

▪ Zdaniem RPP trudno jest ocenić na ile dane o PKB w III kw. 2004 wpłynęły na bilans ryzyk dla przyszłej inflacji. Wydaje się, że Rada podziela nasze wątpliwości, wynikające z niesamowitego przyrostu zmiany zapasów. Według Leszka Balcerowicza prawdziwą zagadką nie jest to, dlaczego nie ma ożywienia działalności inwestycyjnej (bo ono następuje), lecz dlaczego oficjalne statystyki sugerują, że spadają wydatki inwestycyjne najmniejszych firm. Członek RPP Marian Noga zwrócił uwagę, że Rada wciąż wierzy w silne odbicie inwestycji, które stanie się głównym motorem wzrostu PKB w 2005 r.

▪ RPP zauważyła, że silna aprecjacja złotego w 2004 r. będzie oddziaływała w kierunku obniżenia inflacji w 2005 r. Jednak wg prezesa NBP nie ma pewności co do zmian kursu w przyszłości, więc nie jest jasne jaki będzie wpływ kursu na przyszłą inflację.

▪ RPP przyjęła uchwałę o skróceniu podstawowych operacji otwartego rynku z 14 do 7 dni od początku 2005 roku (co było zapowiadane wcześniej w *Założeniach polityki pieniężnej* na rok 2005).

### Zmiana nastawienia na neutralne możliwa w I półroczu

▪ Ostatnie wypowiedzi przedstawicieli RPP i NBP (patrz następna strona) sugerują, że zmiana nastawienia polityki pieniężnej na neutralne może nastąpić już pod koniec I kwartału 2005.

▪ Jednak nie oznacza to naszym zdaniem szybkiej obniżki stóp procentowych – do końca 2005 r. stopy NBP powinny pozostać bez zmian z uwagi na narastającą presję popytową, która może utrudnić utrzymanie inflacji w celu w średnim okresie.

### Oczekiwania inflacyjne w górę w ślad za wysokim CPI

▪ W grudniu wskaźnik oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych podskoczył do 4,3% z 4,0% w listopadzie.

▪ Najprawdopodobniej wynikało to z pogorszenia struktury odpowiedzi w ankietach, ponieważ bieżąca obserwowana inflacja podniosła się jedynie nieznacznie z 4,4% do 4,5%.

▪ Wydaje się prawdopodobne, że wskaźnik oczekiwań pozostanie na wysokim poziomie (znacznie powyżej celu inflacyjnego) przez kilka kolejnych miesięcy, ponieważ CPI wzrośnie do ok. 5% w pierwszym kwartale 2005.

▪ Zdaniem Dariusza Filara dla RPP będzie bardzo ważne, czy wysoka inflacja na początku 2005 r. nie utrwali wysokich oczekiwań, które mogłyby przełożyć się na wzrost płac.

### Przestrzeń do obniżki stóp procentowych niewielka

▪ Dariusz Filar podkreślił również (co wynika zapewne z badań banku centralnego), że neutralna stopa procentowa dla Polski wynosi ok. 4% (zob. cytaty na następnej stronie).

▪ Problemy z mierzaniem oczekiwań inflacyjnych w gospodarce powodują, że trudno dokładnie określić aktualny poziom realnej stopy procentowej – jest on różny dla różnych grup podmiotów.

▪ Jednak niezależnie od tego, jak zmierzmy oczekiwania, realna stopa referencyjna pozostaje w ostatnim okresie poniżej 4%. Biorąc pod uwagę, że oczekiwania gospodarstw domowych (oraz zapewne dużej części przedsiębiorców) są w dużej mierze adaptacyjne, realna stopa procentowa jest dla nich (i będzie w najbliższych miesiącach) blisko dwukrotnie niższa od neutralnej.

▪ Nawet jeśli oczekiwania ustabilizują się w dłuższym okresie w okolicy 2,5%, oznacza to niewiele miejsca na obniżki stóp.



## Pod lupą: Bank centralny

### Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

#### Krzysztof Rybiński, wiceprezes NBP

Radio PiN, 27 grudnia

Jeżeli ten trend [aprecjacji złotego] miałby się okazać trwały to wówczas [...] mogłoby się okazać, że nasza projekcja inflacji, która patrzy dwa lata do przodu pokazuje inflację niższą niż 2,5%.

2005 rok już jest mniej istotny. Istotniejszy robi się rok 2006 i wydaje się, że w tej chwili inflacja na poziomie celu w roku 2006 jest w zasięgu.

#### Dariusz Filar, członek RPP

PAP, 5 stycznia

Nie można wykluczyć, że projekcja inflacji w lutym będzie kreśliła korzystniejszą ścieżkę inflacji niż listopadowa. Z tego punktu widzenia nie lekceważyłbym roli projekcji w lutym, bo może ona przyspieszyć decyzję o zmianie nastawiania. [...] Przejście od nastawienia neutralnego zmniejsza prawdopodobieństwo, że następnym krokiem będzie podwyżka, ale wciąż go nie wyklucza. [...] Przejście do nastawienia łagodnego będzie możliwe, gdy inflacja powróci do celu, a projekcja inflacyjna będzie wskazywała, że jest to powrót trwały, a nie powrót przejściowy. To jest jeszcze dość odległa perspektywa.

Stopa referencyjna banku centralnego usytuowana na poziomie lekko powyżej 6 proc. jest stopą zbliżoną do realizującej stopę naturalną, przy osiągnięciu celu inflacyjnego 2,5 proc. [...] Przy założeniu spadku inflacji do 2,5 proc. przestrzeń do obniżek nie jest wielka.

Zagrożenia dla inflacji widzę tylko jedno. Udało się uniknąć efektów drugiej rundy do tej pory, ale tradycyjnie w Polsce okresem negocjacji płacowych jest I kwartał. Osobiście nie mam pewności, że te żądania płacowe nie ujawnią się w tym okresie, mimo trudnej sytuacji na rynku pracy.

#### Stanisław Nieckarz, członek RPP

Reuters, PAP, 17 grudnia

Jeżeli nastąpi zmiana nastawienia na neutralne, to po I kwartale przyszłego roku. Jeżeli następuje zacieśnienie polityki fiskalnej, zmniejsza się deficyt budżetowy, to musi nastąpić jakieś złagodzenie restrykcyjności polityki pieniężnej [...].

#### Andrzej Sławiński, członek RPP

Reuters, 20 grudnia

Po stronie czynników popytowych trudno doszukać się obecnie jakichś istotnych zagrożeń [dla inflacji]. Bilans ryzyk inflacyjnych zmienił się na korzyść głównie za sprawą aprecjacji złotego. [...] Jeśli [jednak] aprecjacja złotego będzie trwała nadal, może stać się czynnikiem wpływającym niekorzystnie na wzrost gospodarczy. Problemem może okazać się nie tylko sama aprecjacja, lecz przede wszystkim szybkość, z jaką następuje.

Należy jednak zakładać, że rola projekcji inflacji będzie rosła. Projekcja inflacji jest potrzebna w prowadzeniu nastawionej na przyszłość polityki pieniężnej. Nie należy jednak oczekiwać, że decyzje RPP będą mechaniczną reakcją na wyniki projekcji.

#### Halina Wasilewska-Trenkner, członek RPP

PAP, 22 grudnia

Obecne restrykcyjne nastawienie to jest pewnego rodzaju parasol na wypadek gdyby się coś wydarzyło, a sytuacja z punktu widzenia inflacji, gospodarki, kursu złotego jest wciąż chwiejna. Jeżeli po skoku inflacji w I kwartale sytuacja się uspokoi i będziemy mieć pewność utrzymania tej tendencji, to parasol będzie już niepotrzebny. Czy to nastąpi w II kwartale, to nie wiem. [...] Obniżki stóp zostaną zapowiedziane przez Radę zmianą nastawienia. By obniżyć stopy musimy uzyskać pewność, że większych zagrożeń inflacyjnych w gospodarce nie ma i można się poruszać w innych warunkach.

Jeżeli będziemy pewni, że z końcem roku 2005 i na początku 2006 roku inflacja będzie dokładnie w celu inflacyjnym lub poniżej tego celu to można odstąpić od działań, które mają hamować inflację, czyli obniżyć stopy. Zdobyć takiej pewności wymaga danych przynajmniej z początku 2005 roku.

W przyszłości może się okazać, że kryterium inflacyjne może znaleźć się na niższym poziomie niż 2,5 proc. To nie jest tak, że jak osiągniemy 2,5 proc. to nie będziemy mieli nic do zrobienia i będziemy mogli tylko pilnować utrzymania 2,5 proc. inflacji.

### Komentarz

Stwierdzenie wiceprezesa NBP sugerowało, że aby sprowadzić inflację z powrotem do celu 2,5% może nie być konieczne dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej. Była to pierwsza tak wyraźna sugestia ze strony banku centralnego, że pod koniec I kwartału 2005 może pojawić się poważny argument za zmianą nastawienia polityki pieniężnej na neutralne – publikowana w lutym projekcja NBP pokazuje inflację w celu inflacyjnym lub nawet poniżej.

Filar zasugerował, że przyjęcie neutralnego nastawienia w polityce pieniężnej jest możliwe już w lutym lub marcu, po zaprezentowaniu nowej projekcji inflacji NBP, ponieważ silna aprecjacja złotego poprawia perspektywę inflacji. Warto jednak zauważyć, że przyjęcie neutralnego nastawienia nie jest jednoznaczne z przygotowaniem do obniżek stóp. Odzwierciedlałoby to jedynie fakt, że prognozy inflacji powróciły w pobliże celu, pozwalając na ruchy stóp procentowych w obu kierunkach, w zależności od dalszego rozwoju sytuacji. Podzielamy pogląd Filara, że jeszcze długa droga zanim RPP przyjmie łagodne nastawienie oznaczające wyraźną skłonność do obniżek stóp.

Filar zasugerował, że w opinii banku centralnego neutralna realna stopa procentowa w Polsce wynosi ok. 4%. Czyli nominalna stopa referencyjna nie powinna być niższa niż 6%, przy inflacji na poziomie celu 2,5%. Przestrzeń na obniżki stóp z obecnych 6,5% nie jest więc znacząca. W pełni się z tą opinią zgadzamy.

Warto zwrócić uwagę na duże znaczenie, przywiązywane przez Filara do presji płacowej. Zauważmy, że płace w gospodarce narodowej rosły dużo szybciej niż w sektorze przedsiębiorstw i już w III kw. 2004 ich wzrost był wyraźnie powyżej inflacji. Oczekujemy wzmocnienia tego procesu w 2005 roku, co może być argumentem dla jastrzębi w RPP.

Stanisław Nieckarz od dawna twierdzi, że skoro w budżecie na 2005 rok założono niższy deficyt, to oznacza to zacieśnienie polityki fiskalnej, które powinno zostać skompensowane złagodzeniem polityki pieniężnej. Tym dziwniejsze, że jako najwcześniejszą datę zmiany nastawienia na neutralne wskazał okres po I kwartale 2005. Prawdopodobnie dla niego – tak jak dla RPP poprzedniej kadencji – nastawienie neutralne to takie, przy którym obniża się stopy.

Kolejny głos z RPP potwierdził, że szybkie umocnienie złotego poprawia perspektywę inflacji i przez to może wpłynąć na decyzje dot. polityki pieniężnej. Brak dostrzegalnych popytowych czynników proinflacyjnych sprzyja takiemu rozumowaniu.

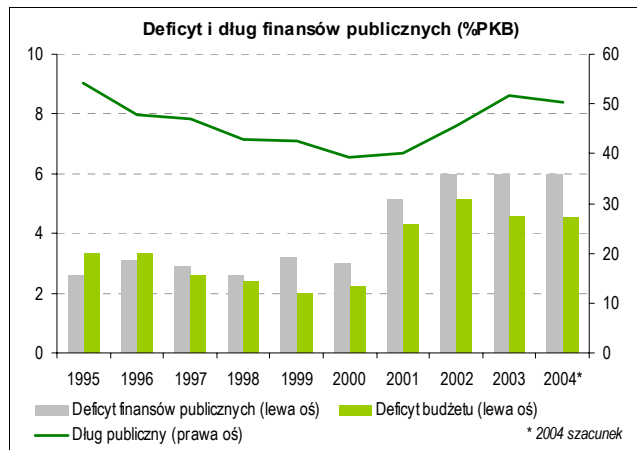
Jednak równocześnie Andrzej Sławiński zwrócił uwagę, że z czasem projekcja inflacji NBP będzie miała coraz większe znaczenie dla RPP. Należy pamiętać, że projekcja inflacji, która zostanie przedstawiona w lutym 2005 będzie po raz pierwszy obejmowała również rok 2007. W tym właśnie roku Polska zamierza spełnić kryteria z Maastricht i naszym zdaniem członkowie RPP zaczną brać to pod uwagę. Tymczasem nie jest na razie pewne, czy utrzymanie inflacji zbliżonej do celu NBP w roku 2007 zapewni Polsce spełnienie kryterium inflacyjnego (zwraca na to uwagę również Wasilewska-Trenkner).

Wypowiedź Haliny Wasilewskiej-Trenkner, podobnie jak części jej kolegów, sugerowała, że zmiana nastawienia w polityce pieniężnej możliwa jest nie wcześniej niż po I kwartale 2005. I to tylko w sytuacji, jeśli nie wystąpią niekorzystne efekty przejściowego wzrostu inflacji w pierwszych miesiącach roku (np. w postaci wzrostu oczekiwań inflacyjnych, zwiększenia presji płacowej). Co więcej, członkini RPP wyraźnie dała do zrozumienia, że przed rozpoczęciem cyklu obniżek powinna nastąpić jeszcze jedna zmiana nastawienia, tym razem na łagodne.

Warto zwrócić uwagę, że Halina Wasilewska-Trenkner myśli już o perspektywach wypełnienia przez Polskę kryteriów konwergencji z Maastricht, koniecznych do przystąpienia do strefy euro. Jak słusznie zauważyła, nie ma pewności, na jakim poziomie będzie kształtować się inflacja w krajach UE i jaki będzie w związku z tym poziom kryterium inflacyjnego. Nie jest pewne, czy osiągnięcie średniorocznej inflacji 2,5% w 2007 roku będzie gwarantowało kwalifikację do strefy euro. Może się okazać, że aby wypełnić kryteria z Maastricht Polska będzie musiała osiągnąć niższą średnioroczną inflację, a należy pamiętać, że na wartość tego wskaźnika będą miały wpływ m.in. decyzje podejmowane w polityce pieniężnej w najbliższych kwartałach.

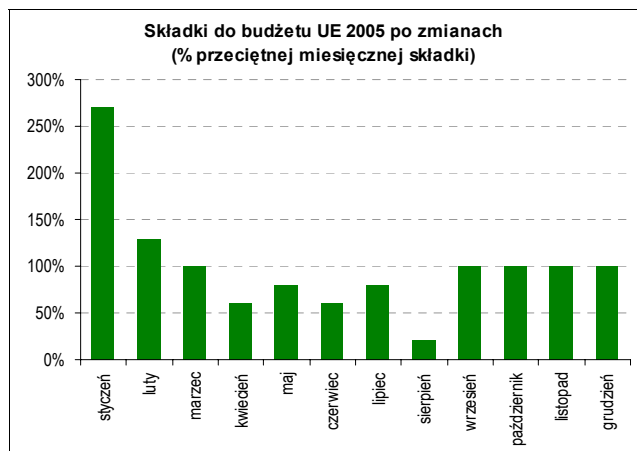


## Pod lupą: Rząd i polityka



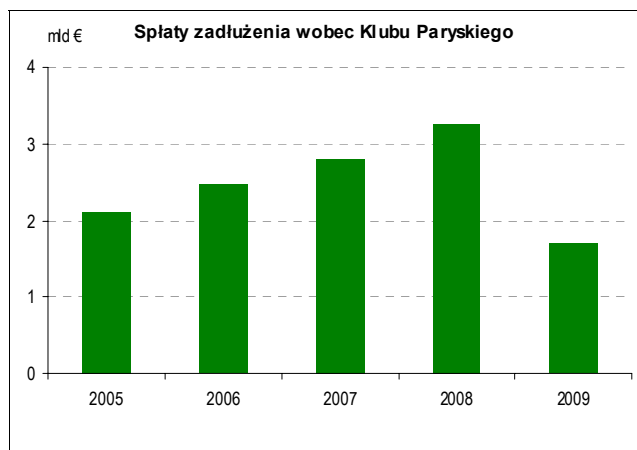
### Dług i deficyt fiskalny w ubiegłym roku poniżej oczekiwań

- Po 11 miesiącach 2004 roku deficyt budżetu wyniósł 38,8 mld zł, czyli 74,6% całorocznego planu. W samym listopadzie deficyt przekroczył 3 mld zł, co było dość wysokim poziomem jak na ten miesiąc. Wynikało to ze znacznego wzrostu wydatków budżetowych, tylko częściowo skompensowanych przez przyspieszenie wzrostu przychodów.
- Jednak cały rok zamknął się bardzo pozytywnie – według ministra finansów deficyt budżetu na koniec grudnia wyniósł ok. 40 mld zł (4,5% PKB), wobec planowanych 45,3 mld zł.
- Dużo niższy od prognoz był też dług publiczny, którego relacja do PKB wyniosła, według naszych szacunków, ok. 50% PKB. Do tego wyniku przyczyniły się: wyższy PKB, szybsza prywatyzacja i umocnienie złotego. Warto zaznaczyć, że nawet gdyby złoty się nie umocnił w 2004 r., dług byłby poniżej 55% PKB!



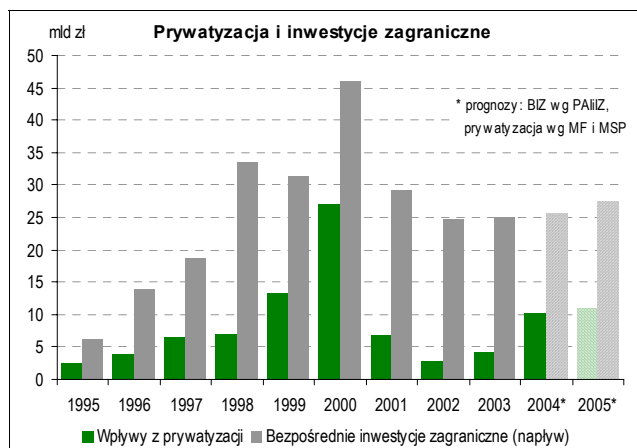
### ... jednak początek 2005 trudny dla budżetu

- W pierwszych dwóch miesiącach 2005 r. polski budżet będzie obciążony wyższą niż wcześniej szacowano składką do budżetu UE; w sumie płatności za I kwartał będą wyższe o ok. 1,5 mld €.
- W związku z tym deficyt budżetu wzrośnie szybciej na początku roku – do ok. 18% rocznego planu w styczniu i ok. 40% w marcu. Jednak może to być korzystne dla budżetu w skali całego roku, ponieważ płatności w I kwartale będą dokonywane po wciąż korzystnym kursie (silny złoty), podczas gdy w dalszej części roku prawdopodobne jest pewne osłabienie krajowej waluty (a zatem wzrost wartości składek w PLN).
- Płynność budżetu może się wyraźnie obniżyć w I kw. z 13,4 mld zł na koniec grudnia, tym bardziej, że rząd będzie kontynuował wstrzymane pod koniec 2004 r. wypłaty dopłat bezpośrednich dla rolników (do zapłaty będzie ok. 5 mld zł dopłat z 2004 roku).



### Polska chce wykupić dług wobec Klubu Paryskiego

- Polska zamierza dokonać wcześniejszej spłaty długu wobec Klubu Paryskiego. Pozostająca do wykupu wartość długu wynosi 12,3 mld €, a jego zapadalność koncentruje się w latach 2005-2009, w latach 2010-14 pozostaje do spłaty tylko 70 mln €.
- Klub Paryski zajmie się tym na spotkaniu 12 stycznia, a „rozmowy (z Polską) są bardzo zaawansowane”.
- Operacja ma być finansowana emisją euroobligacji. Jednak pozostaje pytanie, czy gdyby nastąpiła dalsza mocna aprecjacja złotego (której, nota bene, nie oczekujemy) ministerstwo nie będzie kupować walut na spłatę na rynku.
- Wbrew oczekiwaniom Ministerstwa Finansów, jest mało prawdopodobne, aby wykup długu Klubu Paryskiego doprowadził do zmiany ratingów kredytowych Polski.



### Większe inwestycje zagraniczne i szybsza prywatyzacja

- Wg PAIIZ bezpośrednie inwestycje zagraniczne przekroczyły w 2004 r. poziom z 2003 r. (6,4 mld \$). Liczba planowanych projektów inwestycyjnych sugeruje, że 2005 r. będzie jeszcze lepszy. W kolejnych latach spodziewany jest napływ 10 mld \$ rocznie.
- Przychody z prywatyzacji w 2004 r. wyniosły 10,25 mld zł wobec kwoty 8,8 mld zł zaplanowanej w budżecie. Głównym źródłem nadwyżki była prywatyzacja PKO BP, która przyniosła budżetowi 7,6 mld zł.
- Planowane przychody z prywatyzacji na 2005 r. wynoszą 5,7 mld zł, z których 4,4 mld zł jest przeznaczony na finansowanie deficytu budżetu. Możliwe jest przekroczenie planu drugi rok z rzędu (prawie dwukrotnie!), jeśli odbędzie się oferta publiczna PZU S.A. Wciąż nie jest jednak pewne czy posłowie zgodzą się na ugodę z Eureko.

Źródło: Ministerstwo Finansów, PAIIZ, PAP, szacunki własne





## Pod lupą: Rząd i polityka

### Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

### Komentarz

#### Jerzy Hausner, wicepremier, minister gospodarki i pracy

PAP, 30 grudnia

Przekroczyliśmy już 50 proc. realizacji planu [Hausnera], ale patrząc realnie [...] myślę, że maksymalnie możemy osiągnąć wskaźnik 75%.

Nie mam zamiaru podejmowania żadnych sztucznych działań, które osłabiałby złotego. [...] Jeżeli polska gospodarka będzie miała silne fundamenty, a prowadzona polityka będzie racjonalna to złoty będzie się umacniał. To trzeba przyjąć do wiadomości.

Teraz musimy [...] szukać przestrzeni porozumienia między polityką gospodarczą i monetarną. Ja nie chcę być suflerem RPP, ale rozmowa z bankiem centralnym ma służyć rozważeniu zalet i wad np. obniżki stóp procentowych. Nie mówię, że trzeba już obniżać stopy, ale może warto zastanowić się czy dziś nie warto choćby zmienić nastawienia w polityce pieniężnej.

Hausner jest zadowolony z polityki gospodarczej rządu i z realizacji zaprojektowanego przez niego planu reformy finansów publicznych. Jest też sporym optymistą, jeśli chodzi o wciąż możliwe do osiągnięcia oszczędności. Przypomnijmy, że według wiceprezesa NBP Krzysztofa Rybińskiego bank centralny zakłada, że plan Hausnera zostanie zrealizowany co najwyżej w 50%.

Wicepremier uważa, że gospodarka potrzebuje obecnie rozluźnienia polityki pieniężnej. W trakcie styczniowego spotkania z bankierami centralnymi wicepremier będzie prawdopodobnie naciskał na zmianę nastawienia w polityce pieniężnej oraz obniżki stóp procentowych. Hausner wierzy najprawdopodobniej, że osłabi to kurs złotego, mimo że nie przyznał wprost, że siła złotego jest kluczowym problemem.

#### Mirosław Gronicki, minister finansów

ISB, 4 stycznia

W styczniu inflacja w ujęciu rocznym nie osiągnie poziomu 5% [...] Uważam, że będziemy mieli 4,5% w I kwartale, a w III kwartale będziemy już poniżej 2,5%.

Dług publiczny na koniec roku wyniósł, ostrożnie mówiąc, poniżej 51%, czyli 50,6%. Jest jednak szansa, że może to być poniżej 50%. [...] Wszystko wskazuje na to, że realne będzie wykonanie deficytu [2004] w granicach ok. 40 mld zł.

Spodziewamy się, że dynamika wzrostu gospodarczego w drugiej połowie roku [2005] będzie wyższa niż w pierwszej. Przewidujemy, że w I połowie z powodu tzw. efektu bazy, może być poniżej 5%. [...] Drugie półrocze będzie lepsze ruszą bowiem inwestycje. Ich wzrost w połączeniu z niższą inflacją spowodują wyższy popyt konsumpcyjny. Eksport powinien rosnąć dynamicznie i należy spodziewać się raczej mocnego złotego. Wzrost może osiągnąć poziom powyżej 5%, co przyniesie w sumie ok. 5% w skali całego roku.

Minister finansów jest dużym optymistą jeśli chodzi o prognozy inflacji. Swoją prognozę uzasadnił silnym złotym oraz niższymi cenami ropy, które szybko ściągną w dół ceny dóbr importowanych. Jednak naszym zdaniem jego optymizm w tej kwestii jest nadmierny, a inflacja w całym I kwartale będzie bliska 5%. Przypomnijmy, że całkiem niedawno Gronicki przewidywał CPI w grudniu 2004 na poziomie 4% (tymczasem prawdopodobnie będzie co najmniej 4,5%), co być może wyjaśnia jego optymistyczne prognozy na początek 2005 r.

Wstępne szacunki deficytu budżetowego i długu publicznego w 2004 r. przedstawione przez ministra finansów wskazują, że w przypadku obu wielkości udało się osiągnąć znacznie niższy poziom niż oczekiwano. Było to możliwe dzięki szybszemu wzrostowi PKB, wyższej stopie inflacji (która zwiększyła dochody budżetowe ponad plan), oraz wyższym wpływom z prywatyzacji i mocnemu złotemu. Są to dobre wiadomości dla rynku stopy procentowej, ale zostały już wycenione.

Prognozy ministra finansów dotyczące wzrostu gospodarczego w br. są w sumie zbieżne z naszymi oczekiwaniami, chociaż w skali całego roku spodziewamy się nieznacznie szybszego wzrostu PKB (5,2%).

#### Elżbieta Suchocka-Roguska, wiceminister finansów

Reuters, 29 grudnia

Wykonanie deficytu w 2004 roku będzie lepsze [...] deficyt będzie niższy o 4-5 miliardów złotych. [...] Lokata płynnościowa na koniec roku wyniesie około dwóch miliardów złotych.

Reuters, 28 grudnia

Szacujemy, że tegoroczny deficyt będzie mniejszy od planu o 3,5 mld złotych. Ten wynik nie ulegnie już zapewne większym zmianom i można go z dużym prawdopodobieństwem traktować jako ostateczny.

Komentarze wiceminister finansów od czasu do czasu wprowadzają nieco zamieszania na rynek. Pod koniec roku okazało się, że jej „ostateczny szacunek” wykonania budżetu w 2004 r. nie był tak bardzo ostateczny. Następne dni przyniosły informacje, że deficyt budżetu był niższy od planowanego nie o 3,5 ale ponad 4 mld zł, a późniejsze wypowiedzi ministra Gronickiego mówiły o ponad 5 mld zł.

Dodatkową dezorientację wprowadziła informacja pani minister o tym, że lokata płynnościowa budżetu spadła w grudniu do 2 mld zł z prawie 21 mld zł w listopadzie. Na początku stycznia pojawiły się jednak informacje, że płynność budżetu na koniec roku wyniosła ok. 10 mld zł.

Reuters, 27 grudnia

Przyspieszenie wpłaty składki unijnej w pierwszych miesiącach przyszłego roku, oznacza zwiększenie poziomu deficytu w pierwszym kwartale. Oznacza to, że deficyt w styczniu wyniesie około 20 procent, a po pierwszym kwartale mógłby sięgnąć 40 procent.

Wysoki deficyt na początku roku związany jest z większymi składkami do budżetu UE. Dodatkowo, w styczniu wypłacone zostaną dwie subwencje oświatowe i wpłaconych zostanie więcej środków do FUS w związku z tym, że świadczenia przedemerytalne płaci obecnie ZUS, a nie Fundusz Pracy (który rok wcześniej miał własne środki).

#### Jacek Socha, minister skarbu państwa

Radio PiN, 31 grudnia

5,7 miliarda [wpływów z prywatyzacji] jest zapisane w budżecie i tak dalej twierdzimy [...], ale jest to wielkość, która może być przekroczona. Gdyby było sprzedawane PZU, to wówczas o parę ładnych miliardów złotych [więcej]. [...] Jeżeli jest spór [z Eureko], to nie ma oferty. Nie wyobrażam sobie, że w sporze, który nie wiadomo jak będzie się toczył minister miałby podpisać prospekt emisyjny. Jeżeli jest umowa, jest ugoda, to mamy bardzo napięty harmonogram i początek czerwca to oferta na rynku w Warszawie.

Jeżeli dojdzie do zawarcia ugody pomiędzy polskim rządem a Eureko w sprawie PZU S.A., wówczas publiczna emisja akcji największego polskiego ubezpieczyciela odbędzie się prawdopodobnie w czerwcu. Dzięki tej prywatyzacji oraz sprzedaży części akcji PGNiG wpływy prywatyzacyjne mogą drugi rok z rzędu znacznie przekroczyć plany, co pozwoliłoby obniżyć potrzeby pożyczkowe budżetu. Jednak nadal nie jest pewne, czy sprzedaż PZU dojdzie do skutku, ponieważ minister skarbu uzależnił ją od zgody Sejmu na ugodę z Eureko. Tymczasem Sejm powołał komisję śledczą do zbadania nieprawidłowości przy prywatyzacji PZU w latach 1999-2001. Możliwe, że w trakcie jej prac postawie nie zgodzą się na ugodę z holenderskim konsorcjum.

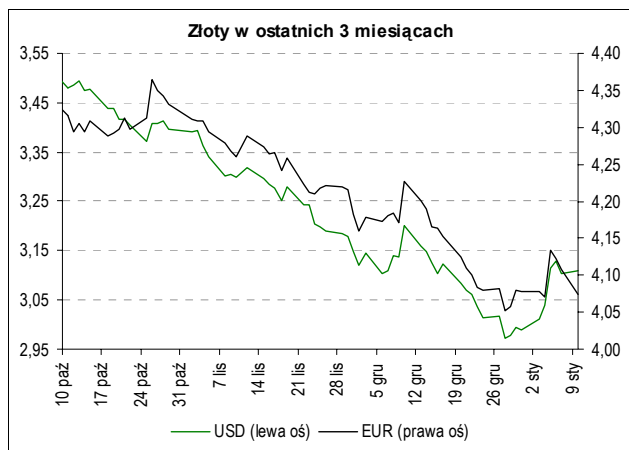
#### Marek Dyduch, sekretarz generalny SLD

Reuters, 10 stycznia

19 czerwca to jest termin [wyborów] uzgodniony przez kierownictwo SLD z panem prezydentem na spotkaniu pod koniec grudnia. [...] Klub parlamentarny SLD decyduje o terminie wyborów w głosowaniu najpóźniej w marcu, ale jestem przekonany, że podejmie decyzję o wiosennym terminie wyborów. 19 czerwca jest najbardziej dogodnym terminem w czerwcu ze względu na święta.

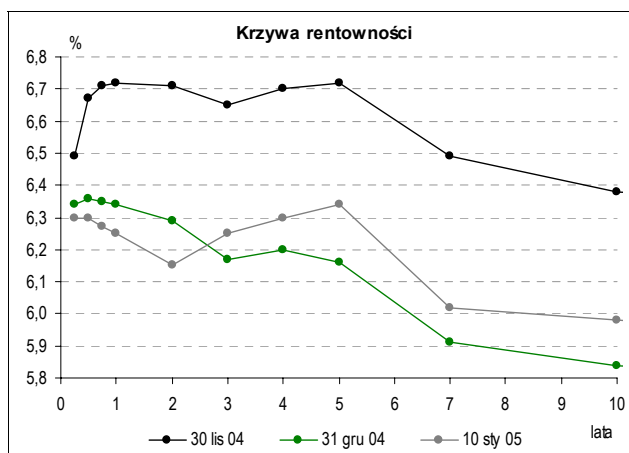
Wprowadzić kierownictwo SLD uzgodniło z prezydentem Aleksandrem Kwaśniewskim, że wybory parlamentarne powinny się odbyć 19 czerwca 2005 r., jednak należy pamiętać, że o terminie wyborów faktycznie zdecydują wszyscy posłowie, a nie kierownictwo partii. Aby wybory na wiosnę były możliwe, wniosek o przedterminowym samorozwiązaniu parlamentu musi zostać poparty w głosowaniu w Sejmie większością dwóch trzecich głosów (307 posłów). Powodzenie tego wniosku wciąż obciążone jest dużą niepewnością, biorąc pod uwagę niskie notowania lewicy w badaniach opinii społecznej.

## Monitor rynku



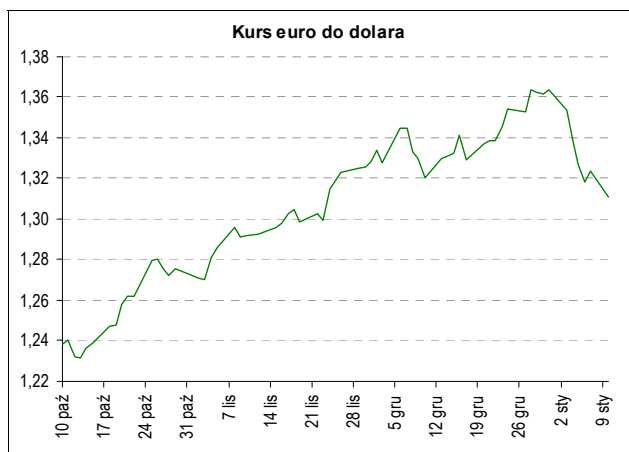
### Spory popyt przy niskiej płynności

- W grudniu złoty umocnił się o 2,20% do dolara oraz 3,33% do euro. O ile w ostatnich trzech tygodniach kurs euro utrzymywał się na średnim poziomie 4,10, czyli wokół naszej prognozy średniego kursu na I kw., to dolar wahał się znacznie notując nawet poziomy poniżej 3 zł.
- Wzmocnienie złotego pod koniec roku nastąpiło wskutek znacznego popytu inwestorów zagranicznych przy niskiej płynności. Ponadto bardzo istotny wpływ miały silne wzrosty euro wobec dolara. Trend wspierali także przedstawiciele rządu i banku centralnego swoimi wypowiedziami.
- Złoty jako waluta peryferyjna wciąż będzie silnie powiązany z euro. Dopóki nie zaczną się ujawniać ryzyka pozarynkowe złoty pozostanie silny, a utrzymywanie się euro powyżej 1,30 może spowodować ponowne testowanie granicy 3 zł do dolara.



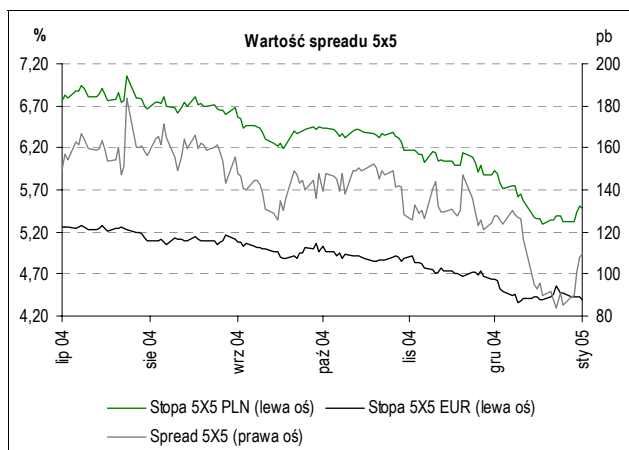
### Spóźniona podaż

- W minionym miesiącu krzywa dochodowości przesunęła się w dół, zmieniając kształt na pozytywny w pierwszym tygodniu stycznia. Rentowność 2-letniego papieru spadła o 52 pkt. bazowych do 6,19%, natomiast 5-letniego o 35 pb do 6,37%.
- Tradycyjny niedobór podaży w grudniu przy znacznym popycie ze strony inwestorów był głównym motorem zmian na rynku. Jednak zapowiedź sporych przetargów w I kw. br. pozwoliła powrócić stopom rynkowym do przedświątecznych poziomów.
- Rynek oczekuje obecnie na aukcje długich papierów, najpierw 10- a potem 5-latek. Oferty obligacji (szczegóły w tabeli na następnej stronie) zostaną zapewne przez inwestorów względnie dobrze przyjęte, jednak dopiero w lutym pojawienie się istotnych publikacji o inflacji w styczniu i kolejnej projekcji inflacji może spowodować dalszy wzrost rentowności.



### Wysoka zmienność

- Grudzień przyniósł wyraźne umocnienie euro, które zyskało w tym czasie 2,88%. Jednak uwzględniając noworoczną korektę euro zanotowało spadek swojej wartości o 1,15%.
- Stało się tak za sprawą silnego technicznego ruchu, który nastąpił po przebicciu bariery 1,30, serii danych wskazujących na rekordowo wysoki deficyt na rachunku obrotów bieżących oraz zmniejszającego się napływu kapitału finansującego bliźniacze deficyty w USA. Spadek z kolei wywołały jastrzębie wypowiedzi Fed oraz deklaracja rządu USA o potrzebie redukcji deficytów.
- Chociaż krótkoterminowe perspektywy dla euro wydają się być niesprzyjające, to jednak w dalszym ciągu uważamy, że na zmianę trendu jest jeszcze za wcześnie. Podwyżki stóp procentowych Fed oraz działania rządu mogą jedynie powstrzymać dalszy niekontrolowany wzrost kursu EURUSD.

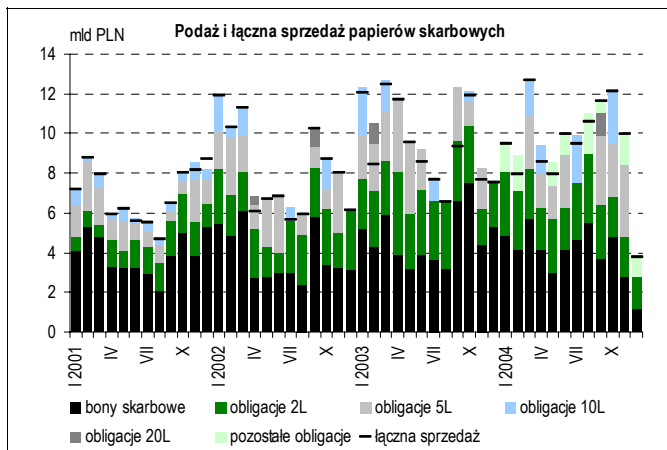
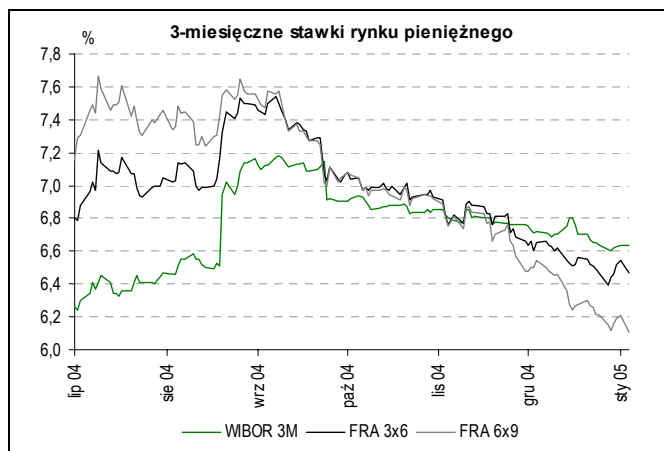
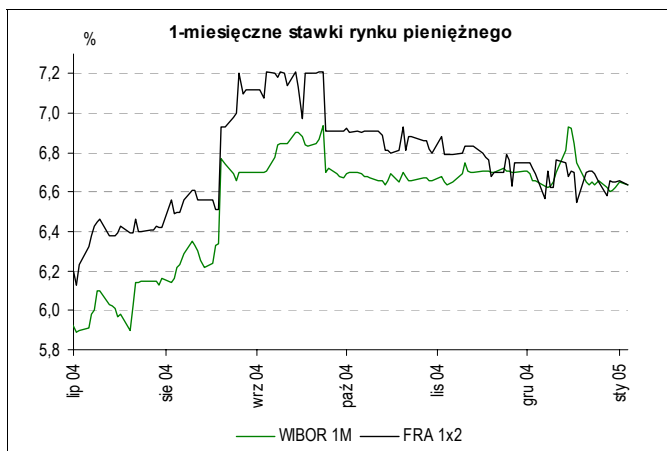
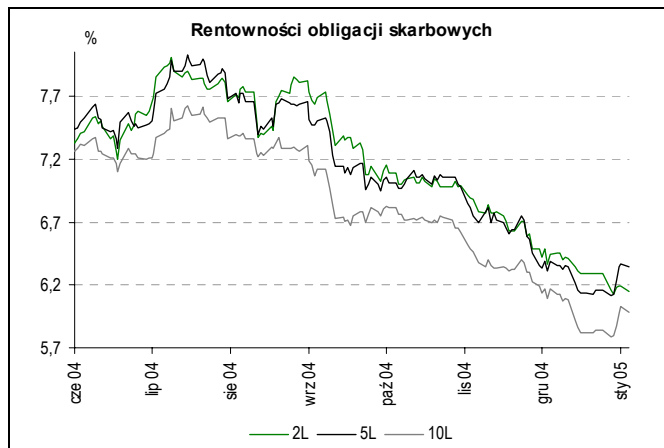
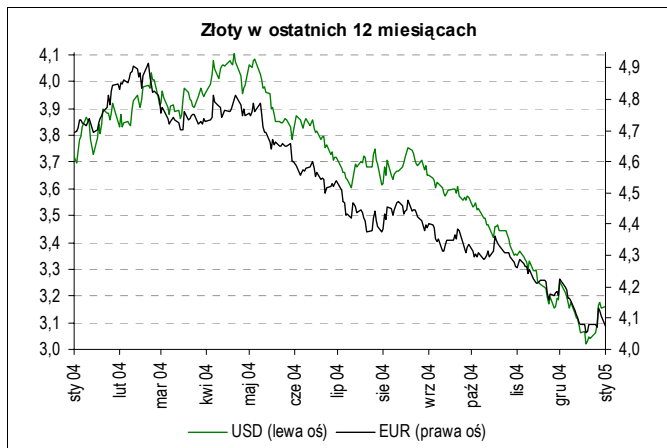


### Spread stabilny, chyba że wybory

- Różnica pomiędzy stopami 5x5 systematycznie spadała z poziomu 130 pb wraz ze spadkiem rynkowych stóp w Polsce. Jednak jej zawężenie, które dokonano się w okresie najniższej płynności na rynku z 115 do 85 pb, zostało właściwie całkowicie zniwelowane przez wzrost rentowności na polskiej krzywej.
- Spread pomiędzy 10-latkami w Niemczech i USA rozszerzył się z 52 pb do obecnych 67 (odpowiednio 3,60% oraz 4,27%). Świadczy to wciąż o rosnącej premii za inwestowanie w obligacje amerykańskie przy rekordowo wysokim deficycie budżetu.
- W najbliższym czasie spread 5x5 powinien się ustabilizować przy 105-115 pb., gdyż zarówno polski, jak i europejski rynek zmagają się będzie w nadchodzącym miesiącu ze zwiększoną podażą obligacji. Jednak oczekujemy, że ulegnie on rozszerzeniu, w miarę zbliżania się terminu wyborów parlamentarnych.

Źródło: Reuters, BZ WBK

# Monitor rynku



**Przetargi bonów skarbowych (mln zł)**

Data przetargu	OFERTA / SPRZEDAŻ		
	13-tyg.	52-tyg.	Suma
6.12.2004	-	400 / 400	400 / 400
13.12.2004	-	300 / 300	300 / 300
20.12.2004	100	400 / 400	500 / 500
<b>razem grudzień</b>	<b>100</b>	<b>1 100 / 1 100</b>	<b>1 200 / 1 200</b>
03.01.2005	100 / 100	700 / 700	800 / 800
10.01.2005	100 / 64	600 / 600	700 / 664
17.01.2005	100	600-900	700-1000
24.01.2005	-	600-900	600-900
31.01.2005	-	600-900	600-900
<b>razem styczeń*</b>	<b>300 / 164</b>	<b>3100-4300 / 1 300</b>	<b>3400-4600 / 1464</b>

\* na podstawie szacunków Ministerstwa Finansów.

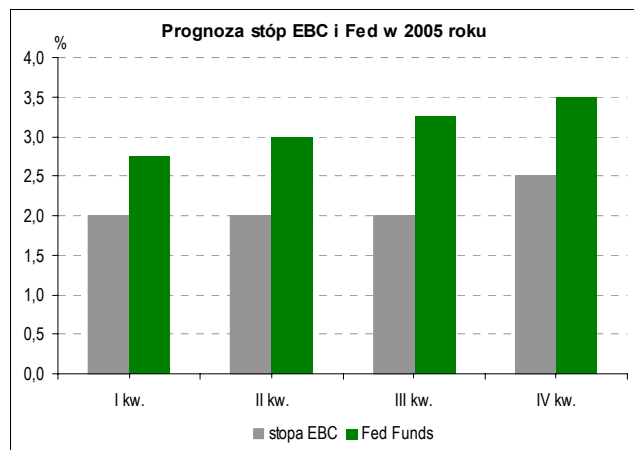
**Przetargi obligacji skarbowych w 2005 r. (mln zł)**

miesiąc	I przetarg			II przetarg			III przetarg					
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż
styczeń	05.01	OK0407	2 000	2 000	12.01	DS1015	2 600	-	19.01	PS0310	2 500-3 500	-
luty	02.02	OK0407	-	-	09.02	IZ0816	500-2 000	-	16.02	PS0310	-	-
marzec	02.03	OK0407	-	-	09.03	WS0922	1 000-2 000	-	16.03	PS0310	-	-
kwiecień	06.04	2L	-	-	13.04	10L	-	-	20.04	5L	-	-
maj	04.05	2L	-	-	11.05	12L CPI	-	-	18.05	5L	-	-
czerwiec	01.06	2L	-	-	08.06	3&7L WIBOR	-	-	15.06	5L	-	-
lipiec	06.07	2L	-	-	13.07	10L	-	-	20.07	5L	-	-
sierpień	03.08	2L	-	-	10.08	12L CPI	-	-	-	-	-	-
wrzesień	07.09	2L	-	-	14.09	20L	-	-	21.09	5L	-	-
październik	05.10	2L	-	-	12.10	10L	-	-	19.10	5L	-	-
listopad	02.11	2L	-	-	09.11	12L CPI	-	-	16.11	5L	-	-
grudzień	07.12	3&7L WIBOR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

\* razem z przetargiem uzupełniającym

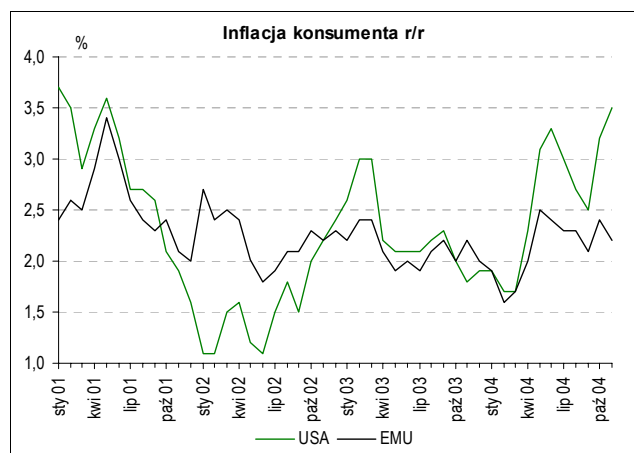
Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

## Przegląd międzynarodowy



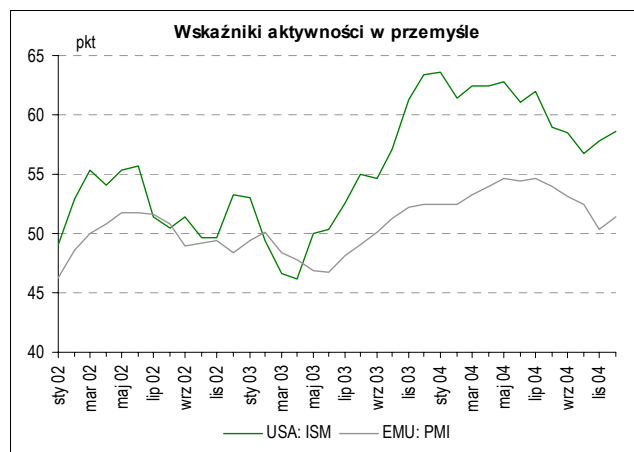
### Konsekwentne decyzje Fed

- Na swoim ostatnim posiedzeniu 14 grudnia FOMC zgodnie z oczekiwaniami podniósł stopy procentowe o kolejne 25 pb do 2,25%. Bank centralny USA w dalszym ciągu utrzymuje tę samą retorykę o stopniowym zbliżeniu stóp do poziomu neutralnego.
- W tym roku opóźnienie publikacji sprawozdań ze spotkań FOMC zostało skrócone z sześciu do trzech tygodni, co ma zwiększyć przejrzystość decyzji Fed wobec rynków finansowych. Raport z 4 stycznia (dotyczący ostatniego posiedzenia) przyniósł zdecydowane stwierdzenie FOMC, że obecny poziom stóp procentowych jest za niski, aby ograniczyć inflację, która ponownie wzrosła. Dlatego też na następnym posiedzeniu 1-2 lutego spodziewana jest kolejna podwyżka o 25 pb.
- Spotkanie EBC odbędzie się 13 stycznia, ale wobec spadku inflacji oraz silnego euro zmiana stóp jest mało prawdopodobna.



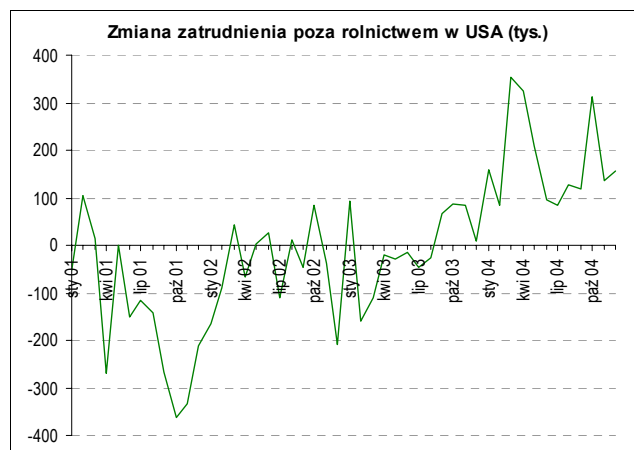
### Inflacja w USA w górę, w strefie euro w dół

- Listopadowy wskaźnik HICP dla strefy euro spadł o 0,1% oraz wzrósł w ujęciu rocznym o 2,2%. Powoli zaczyna dawać o sobie znać spadek cen paliw na rynkach światowych, które stały za wzrostem inflacji w poprzednich miesiącach. Jednak EBC w dalszym ciągu pozostaje zaniepokojone poziomem inflacji, gdyż indeks uporczywie utrzymuje się powyżej celu inflacyjnego banku.
- Pozytywny czynnik niższych cen paliw wpłynął również na inflację w USA. Tutaj CPI wzrósł tylko o 0,2% m/m wobec 0,6% miesiąc wcześniej. Jednak w ujęciu rocznym inflacja w dalszym ciągu rośnie notując w listopadzie przyrost 3,5%. Również inflacja netto podniosła się do 2,2% r/r. W najbliższej przyszłości inflacja w USA może jeszcze wzrosnąć, jednak nie na tyle szybko, by wymusić bardziej zdecydowane podwyżki stóp niż do tej pory.



### Wskaźniki aktywności rosną, ale wątpliwości pozostają

- Najistotniejszy wskaźnik aktywności w sektorze przemysłowym gospodarki amerykańskiej wzrósł w grudniu do 58,6. Składnik nowych zamówień zanotował spory przyrost, co potwierdza odradzający się popyt inwestycyjny. Jednak indeks zatrudnienia spadł poważnie, rodząc obawy o sytuację na rynku pracy.
- Indeks PMI dla strefy euro zanotował w grudniu, po raz pierwszy od pięciu miesięcy, wzrost do 51,4. Największy przyrost stał się udziałem Niemiec, które z poziomu 49,9 (recesja) przesunęły się do 51,7 (ekspansja). Pomimo tak optymistycznych danych w dalszym ciągu nie ma podstaw do obwieszczenia końca problemów gospodarczych strefy euro, gdyż silne euro negatywnie wpływa na stan zamówień eksportowych.
- Wzrost PKB za III kw. 2004 został zrewidowany do 4,0% z 3,9%.



### Tym razem bez zaskoczenia

- Grudniowe dane o zatrudnieniu pokazały przyrost o 157 000 wobec oczekiwanych 175 000. Jednak dokonana została korekta poprzednich wyników o łącznie 34 000 etatów. Stopa bezrobocia pozostała na niezmiennym poziomie 5,4%. Dane te wskazują, że rynek pracy w USA w dalszym ciągu pozostaje nieco w tyle za innymi sektorami gospodarki, jednak nie w stopniu, który powstrzymałby Fed od dalszych podwyżek stóp procentowych.
- Grudniowy indeks IFO zanotował wzrost do 96,2 z 94,1 w listopadzie. Zwiastowała to wyższa wartość sentymentu ZEW opublikowanego w pierwszej połowie grudnia. W komunikacie Instytut napisał, że firmy nie tylko poprawiły ocenę bieżących warunków gospodarczych, ale także przyszłych perspektyw w następnych 6 miesiącach.

Źródło: BZ WBK, Reuters, ECB, Federal Reserve





## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>3 stycznia 2005</b> <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i> USA: ISM w przemyśle (XII)	<b>4</b> FRA: PKB (III kw.) GER: Bezrobocie (XII) USA: Zamówienia w przemyśle (XI) USA: Zamówienia na dobra trwałe (XI)	<b>5</b> <i>POL: Aukcja obligacji dwuletnich (OK0407)</i> GER: Sprzedaż detaliczna (XI)	<b>6</b> FRA: Zaufanie konsumentów (XII) EMU: Ceny producenta (XI) EMU: Koniunktura (XII)	<b>7</b> <i>POL: Aktywa rezerwowe (XII)</i> EMU: Bezrobocie (XI) EMU: Sprzedaż detaliczna (XI) GER: Zamówienia w przemyśle (XI) USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (XII) USA: Bezrobocie (XII)
<b>10</b> <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i> USA: Zapasy hurtowe (XI)	<b>11</b> FRA: Bilans Handlowy (XI) FRA: Produkcja przemysłowa (XI) GER: ZEW (I) GER: Produkcja przemysłowa (XI)	<b>12</b> <i>POL: Aukcja obligacji dziesięcioletnich (DS1015)</i> USA: Handel zagraniczny (XI) USA: Budżet (XII)	<b>13</b> EMU: Posiedzenie EBC USA: Sprzedaż detaliczna (XII) USA: Ceny importowe (XII)	<b>14</b> <i>POL: Podaż pieniądza (XII)</i> USA: Ceny producenta (XII) USA: Zapasy w firmach (XI) USA: Produkcja przemysłowa (XII) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (XII)
<b>17</b> <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i> <i>POL: Zatrudnienie (XII)</i> <i>POL: Płace brutto (XII)</i> <i>POL: Ceny konsumenta (XII)</i> ITA: Finałny HICP (XII)	<b>18</b> EMU: Produkcja przemysłowa (XI) USA: New York Fed (I)	<b>19</b> <i>POL: Aukcja obligacji pięcioletnich (PS0310)</i> USA: Ceny konsumenta (XII) USA: Nowe budowy (XII)	<b>20</b> <i>POL: Ceny producenta (XII)</i> <i>POL: Produkcja przemysłowa (XII)</i> EMU: Saldo rachunku obrotów EMU: Finałny HICP (XII) USA: Wskaźniki wyprzecz. (XII) USA: Philadelphia Fed (I)	<b>21</b> <i>POL: Bezrobocie (XII)</i> <i>POL: Sprzedaż detaliczna (XII)</i> <i>POL: Koniunktura (XII)</i> FRA: Wydatki konsumentów (XII) FRA: Finałny HICP (XII)
<b>24</b> <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i>	<b>25</b> <i>POL: Posiedzenie RPP</i> USA: Sprzedaż domów (XII) USA: Zaufanie konsumentów (I)	<b>26</b> <i>POL: Posiedzenie RPP (decyzja)</i> GER: Indeks IFO (I)	<b>27</b> <i>POL: Aukcja zamiany</i> USA: Zamówienia na dobra trwałe (XII)	<b>28</b> FRA: Ceny producenta (XII) EMU: Podaż pieniądza (XI) GER: Finałny HICP (XII) USA: PKB (IV kw.) USA: PCE (IV kw.) USA: Indeks Michigan (I)
<b>31</b> <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i> <i>POL: PKB za 2004 r.</i> <i>POL: Saldo na rachunku bieżącym (XI)</i> FRA: Zaufanie konsumentów (I) EMU: Koniunktura (I)	<b>1 lutego</b> EMU: Bezrobocie (XII)	<b>2</b> <i>POL: Aukcja obligacji dwuletnich (OK0407)</i> EMU: Ceny producenta (XII)	<b>3</b>	<b>4</b> EMU: Sprzedaż detaliczna (XII)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

### Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2005 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenia RPP	25-26	24-25	29-30	26-27	24-25	28-29	26-27	30-31	27-28	25-26	29-30	20-21
PKB*	-	-	11	-	-	9	-	-	8	-	-	9
Inflacja	17	15 <sup>a</sup>	14 <sup>b</sup>	14	16	14	14	16	14	14	14	14
Inflacja bazowa	25	-	22 <sup>b</sup>	22	24	22	22	24	22	24	22	22
Ceny producenta	20	17	17	19	20	17	19	18	19	19	18	19
Produkcja przemysłowa	20	17	17	19	20	17	19	18	19	19	18	19
Sprzedaż detaliczna	21	21	21	21	23	21	21	22	21	21	23	21
Płace brutto, zatrudnienie	17	15	15	15	18	15	15	16	15	17	17	15
Bezrobocie	21	21	21	21	23	21	21	22	21	21	23	21
Handel zagraniczny	około 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	31 <sup>c</sup>	28	31	29	-	-	-	-	-	-	-	-
Podaż pieniądza	14	14	14	14	-	-	-	-	-	-	-	-
Bilans NBP	7	7	7	7	-	-	-	-	-	-	-	-
Wskaźniki koniunktury	21	21	22	22	20	22	22	22	22	21	22	22

\* dane kwartalne; <sup>a</sup> dane wstępne za styczeń, <sup>b</sup> dane za styczeń i luty, <sup>c</sup> za listopad 2004 itd., <sup>d</sup> za styczeń, <sup>e</sup> za luty

Źródło: GUS, NBP



## Dane i prognozy ekonomiczne

### Wskaźniki miesięczne

		gru 03	sty 04	lut 04	mar 04	kwi 04	maj 04	cze 04	lip 04	sie 04	wrz 04	paź 04	lis 04	gru 04	sty 05
Produkcja przemysłowa	% r/r	13,9	14,4	18,3	23,5	21,8	12,2	15,8	6,0	13,7	9,5	3,5	11,3	10,2	7,1
Sprzedaż detaliczna <sup>c</sup>	% r/r	17,3	7,6	12,1	20,7	30,6	4,0	8,6	10,9	9,6	8,8	4,0	4,4	6,0	16,9
Stopa bezrobocia	%	20,0	20,6	20,6	20,4	19,9	19,5	19,4	19,3	19,1	18,9	18,7	18,7	19,1	19,6
Place brutto <sup>b c</sup>	% r/r	5,1	3,5	6,3	7,0	4,6	4,4	4,5	3,6	5,1	3,7	2,4	2,7	3,5	4,9
Zatrudnienie <sup>b</sup>	% r/r	-3,5	-1,4	-1,5	-1,3	-1,1	-0,9	-0,7	-0,7	-0,8	-0,6	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1
Eksport <sup>d</sup>	% r/r	16,4	10,6	18,3	28,2	27,9	24,9	34,5	14,6	21,5	17,7	19,4	18,0	14,7	16,3
Import <sup>d</sup>	% r/r	9,6	6,1	4,6	25,8	37,4	17,8	32,4	10,5	20,2	19,0	14,9	18,6	17,5	17,9
Bilans handlowy <sup>d</sup>	mln EUR	-658	-369	-9	-535	-1 021	-232	-172	-509	-312	-326	-15	-524	-900	-500
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	mln EUR	-770	-130	-14	-447	-541	-416	-379	-532	97	-334	234	-324	-720	-300
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	% PKB	-2,2	-2,1	-1,7	-1,7	-1,7	-1,7	-1,8	-1,8	-1,7	-1,8	-1,9	-1,8	-1,8	-1,7
Deficyt budżetowy (narastająco)	mlrd PLN	-37,0	-4,2	-9,4	-11,8	-11,0	-15,3	-19,9	-23,2	-25,9	-29,0	-30,8	-33,8	-40,8	-6,3
Deficyt budżetowy (narastająco)	% całego roku	100,0	9,3	20,7	26,1	24,3	33,8	43,9	51,3	57,1	63,9	67,9	74,6	90,1	18,0
Inflacja (CPI)	% r/r	1,7	1,6	1,6	1,7	2,2	3,4	4,4	4,6	4,6	4,4	4,5	4,5	4,6	5,0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,7	4,1	4,2	4,9	7,6	9,6	9,1	8,6	8,5	7,9	7,6	6,7	6,3	5,9
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	5,6	5,1	5,1	5,7	8,5	6,4	7,2	6,8	7,4	6,5	10,5	6,4	6,8	6,6
Zobowiązania	% r/r	3,7	3,4	3,5	4,8	8,4	6,2	6,9	6,4	7,6	6,6	11,5	6,5	6,4	6,5
Należności	% r/r	8,1	7,4	7,7	6,1	8,5	6,1	5,7	4,6	5,2	4,2	9,5	4,1	4,8	5,2
USD/PLN	PLN	3,79	3,74	3,84	3,89	3,97	3,93	3,78	3,64	3,64	3,58	3,46	3,28	3,09	3,08
EUR/PLN	PLN	4,66	4,71	4,85	4,77	4,76	4,72	4,59	4,47	4,43	4,37	4,32	4,26	4,14	4,10
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	6,00	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50
WIBOR 3M	%	5,69	5,46	5,46	5,49	5,69	5,99	5,91	6,34	6,58	7,12	6,89	6,81	6,72	6,60
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	6,75	7,50	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00
Rentowność bonów 52-tyg.	%	6,02	5,59	5,78	5,87	6,20	6,65	6,79	7,15	7,24	7,38	7,00	6,81	6,44	6,25
Rentowność obligacji 2L	%	6,49	6,17	6,34	6,34	6,83	7,41	7,44	7,80	7,66	7,51	7,04	6,81	6,39	6,20
Rentowność obligacji 5L	%	6,82	6,65	6,76	6,60	7,13	7,57	7,50	7,79	7,65	7,33	7,03	6,78	6,29	6,30
Rentowność obligacji 10L	%	6,75	6,65	6,81	6,65	7,02	7,32	7,27	7,44	7,36	6,96	6,75	6,43	6,02	5,90

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**

		2002	2003	2004	2005	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04	1Q05	2Q05	3Q05	4Q05
PKB	mln PLN	781,1	814,7	887,1	965,4	203,8	216,1	218,8	248,4	224,0	235,5	237,4	270,9
PKB	% r/r	1,4	3,8	5,7	5,2	6,9	6,1	4,8	5,1	4,7	5,0	5,2	5,7
Spożycie ogółem	% r/r	2,8	2,5	3,2	3,6	3,3	3,5	2,9	3,1	3,5	3,4	3,6	3,9
w tym: spożycie indywidualne	% r/r	3,3	3,1	3,8	4,2	3,9	3,8	3,5	3,8	4,0	4,0	4,2	4,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-5,8	-0,9	6,2	10,2	3,5	3,6	4,1	10,0	12,0	11,0	10,0	9,2
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,1	8,7	13,3	8,5	19,0	16,4	9,7	8,3	4,7	7,1	10,2	11,9
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,9	7,9	7,4	8,4	13,6	11,3	4,7	-0,1	7,4	4,6	11,2	10,4
Stopa bezrobocia <sup>a</sup>	%	20,0	20,0	19,1	17,9	20,4	19,4	18,9	19,1	19,4	18,3	17,8	17,9
Place realne brutto	% r/r	1,5	2,0	0,8	1,5	3,8	1,6	-0,7	-1,6	0,1	1,8	2,7	3,1
Eksport <sup>b</sup>	% r/r	6,0	9,1	20,8	11,0	19,3	29,1	17,6	17,5	14,0	11,0	10,0	10,0
Import <sup>b</sup>	% r/r	3,5	3,3	18,7	13,0	12,6	29,3	16,3	16,9	17,0	10,0	12,0	12,0
Bilans handlowy <sup>b</sup>	mln EUR	-7 701	-5 077	-4 934	-6 479	-909	-1 438	-1 148	-1 439	-1497	-1412	-1616	-1 953
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	mln EUR	-5 404	-4 109	-3 507	-4 212	-592	-1 338	-767	-810	-973	-988	-1 212	-1 465
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	% PKB	-2,7	-2,2	-1,8	-1,8	-1,7	-1,8	-1,8	-1,8	-1,9	-1,6	-1,8	-2,0
Deficyt budżetowy <sup>a</sup>	mln PLN	-39,4	-37,0	-39,4	-35,0	-11,8	-19,9	-29,0	-39,4	14,0	22,8	29,8	35,0
Deficyt budżetowy	% PKB	-5,0	-4,5	-4,4	-3,6	-5,8	-3,7	-4,1	-4,2	6,3	3,0	2,9	1,9
Inflacja	% r/r	1,9	0,8	3,5	3,5	1,6	3,3	4,5	4,5	5,0	3,6	2,7	2,6
Inflacja <sup>a</sup>	% r/r	0,8	1,7	4,6	2,6	1,7	4,4	4,4	4,6	4,9	2,8	2,7	2,6
Ceny produkcji	% r/r	1,0	2,6	7,1	3,2	4,4	8,8	8,3	6,9	5,3	2,0	2,3	3,2
Podaż pieniądza (M3) <sup>a</sup>	% r/r	-2,0	5,6	6,8	5,6	5,7	7,2	6,5	6,8	6,5	6,6	9,9	10,1
Zobowiązania <sup>a</sup>	% r/r	-4,1	3,7	6,4	3,8	4,8	6,9	6,6	6,4	6,2	6,9	10,2	10,0
Należności <sup>a</sup>	% r/r	5,2	8,1	4,8	11,0	6,1	5,7	4,2	4,8	5,9	6,3	8,6	10,1
USD/PLN	PLN	4,08	3,89	3,65	3,06	3,82	3,89	3,62	3,27	3,06	3,03	3,13	3,04
EUR/PLN	PLN	3,85	4,40	4,53	4,14	4,78	4,69	4,43	4,24	4,10	4,15	4,22	4,10
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	6,75	5,25	6,50	6,50	5,25	5,25	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50
WIBOR 3M	%	9,09	5,69	6,21	6,55	5,47	5,87	6,68	6,81	6,60	6,60	6,50	6,50
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	8,75	6,75	8,00	8,00	6,75	6,75	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00
Rentowność bonów 52-tyg.	%	8,18	5,33	6,50	6,20	5,75	6,24	7,26	6,75	6,22	6,20	6,30	6,10
Rentowność obligacji 2L	%	7,94	5,38	6,89	6,23	6,28	6,86	7,66	6,75	6,20	6,20	6,40	6,10
Rentowność obligacji 5L	%	7,86	5,61	7,02	6,30	6,67	7,10	7,59	6,70	6,30	6,40	6,50	6,00
Rentowność obligacji 10L	%	7,34	5,77	6,84	5,95	6,70	7,00	7,25	6,40	5,90	6,00	6,10	5,80

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

<sup>a</sup> wartość na koniec okresu; <sup>b</sup> 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 10.01.2005 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](mailto:maciej.reluga@bzwbk.pl)

**Piotr Bielski** (22) 586 83 33

**Piotr Bujak** (22) 586 83 41

**Tomasz Terelak** (22) 586 83 42

## DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

### Gdańsk

Długie Ogrody 10  
80-765 Gdańsk  
tel. (58) 326 26 40  
fax (58) 326 26 42

### 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.