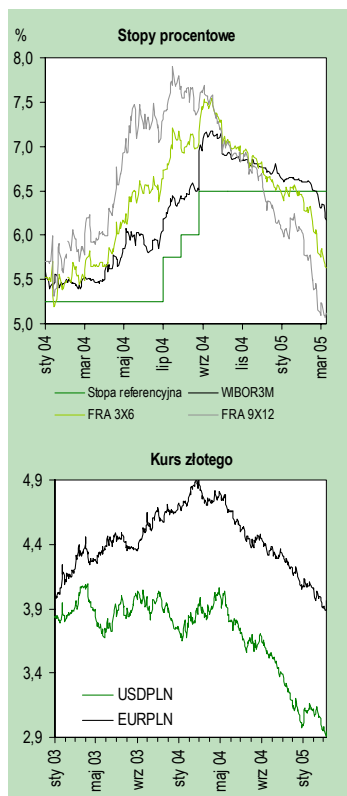




MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Marzec 2005



W tym miesiącu:

| | |
|-----------------------------|----------|
| Temat miesiąca | |
| Kredytowe eldorado? | 2 |
| Gospodarka Polski | 7 |
| Pod lupą: Bank centralny | 10 |
| Pod lupą: Rząd i polityka | 12 |
| Monitor rynku | 14 |
| Przegląd międzynarodowy | 16 |
| Kalendarz makroekonomiczny | 17 |
| Dane i prognozy ekonomiczne | 18 |

Maciej Reluga
Główny Ekonomista
(22) 586 8363

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

Email: imie.nazwisko@bzwbk.pl

Kraina łagodności

▪ **Rada Polityki Pieniężnej podjęła w lutym niespodziewaną decyzję o zmianie nastawienia w polityce pieniężnej z restrykcyjnego na łagodne, z pominięciem nastawienia neutralnego.** Jak przyznała członkini Rady, Halina Wasilewska-Trenkner, była to decyzja obarczona dużym ryzykiem, ze względu na nieznaną reakcję rynku. Skoro jednak Rada zasugerowała, że jest bardziej "gołębia" niż oczekiwał tego rynek, to jedyną możliwą reakcją było zwiększenie oczekiwań na rychłe obniżki stóp odzwierciedlone silnym umocnieniem na rynku stopy procentowej. Dodatkowy napływ kapitału doprowadził do dalszego umocnienia złotego (choć trudno się z tym zgodzić, rynek póki co nie postrzega ryzyka związanego z wynikiem wyborów jako dużego), co z kolei może skłonić do szybkich obniżek ze względu na poprawę bilansu ryzyk dla przyszłej inflacji. Rynek wydaje się ignorować zapewnienia członków Rady, że zmiana nastawienia na łagodne nie oznacza automatycznych obniżek stóp procentowych. Nic w tym dziwnego biorąc pod uwagę, że lutowa decyzja była kolejnym dużym zaskoczeniem dla rynków finansowych i była ona sprzeczna z sygnałami wysyłanymi przez członków Rady tuż przed posiedzeniem oraz w poprzednich komunikatach.

▪ **Ważnym argumentem dla Rady Polityki Pieniężnej była z pewnością nowa projekcja inflacji, która przedstawiła znacznie korzystniejszą ścieżkę inflacji w porównaniu z raportem listopadowym.** Choć konkluzje projekcji uzasadniały wprowadzenie neutralnego nastawienia (prawdopodobieństwo inflacji powyżej celu blisko tego, że będzie poniżej celu), a nie łagodnego, to jednak w ocenie RPP bilans ryzyk był bardziej korzystny niż przedstawiony przez analityków NBP. Rada oczekuje bowiem niższych cen żywności i silniejszego złotego (modele w projekcji przewidują deprecjację), a dodatkowo projekcja zakładała inflację na poziomie 4,5% w I kw. 2005, podczas gdy po danych za styczeń jest szansa na osiągnięcie poziomu ok. 4%.

▪ **Według projekcji inflacji banku centralnego obniżka stóp o 150 pkt. bazowych byłaby ryzykowna z punktu widzenia realizacji celu inflacyjnego.** Nie znaczy to przecież jednak, że tę opinię podziela Rada. Jaka więc będzie skala obniżek stóp procentowych w tym roku? Będzie to zapewne zależało od ścieżki inflacji, tempa wzrostu gospodarczego (w szczególności wzrostu inwestycji) oraz kursu złotego. Biorąc pod uwagę nasze prognozy odnośnie kształtowania tych zmiennych oczekujemy łącznej skali redukcji stóp procentowych w tym roku o 100 pkt. bazowych. Dużo trudniej jest ustalić sekwencję kolejnych decyzji Rady, szczególnie jeśli przypomnimy sobie w jak nieprzewidywalny sposób Rada zmieniała stopy w okresie czerwiec-sierpień 2004, i weźmiemy pod uwagę zaskakującą zmianę nastawienia. W podstawowym scenariuszu zakładamy jednak obniżki po 50 pkt. bazowych w II i III kwartale, choć podobnie jak rynek, który wycenia, że obniżki stóp nastąpią w szybszym terminie niż sądzono do tej pory, uważamy, że nie można wykluczyć redukcji stóp jeszcze wcześniej w przypadku niespodzianki inflacyjnej i silniejszego złotego.

Na rynku finansowym 28 lutego 2005 r.:

| | | | | | |
|------------------------|------|---------------------------------------|------|--------|--------|
| Stopa depozytowa NBP | 5,00 | WIBOR 3M | 6,31 | USDPLN | 2,9501 |
| Stopa referencyjna NBP | 6,50 | Rentowność bonów skarbowych 52-tyg. | 5,50 | EURPLN | 3,9119 |
| Stopa lombardowa NBP | 8,00 | Rentowność obligacji skarbowych 5 lat | 5,34 | EURUSD | 1,3260 |

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.03.2005 r.



Temat miesiąca

Kredytowe eldorado?

W poprzednim numerze MAKROskopu przedstawiliśmy analizę zmian zachodzących w rozmiarach i strukturze akcji kredytowej w Polsce. Omówiliśmy tendencje obserwowane w ostatnim okresie, polegające na zaburzeniu relacji pomiędzy poziomem aktywności gospodarczej, w tym inwestycji, a wielkością akcji kredytowej banków. Próba wyjaśnienia tego zjawiska była wstępem do przeprowadzenia bardziej dogłębnej analizy zmian akcji kredytowej i nakreślenia prawdopodobnego scenariusza rozwoju rynku kredytów w Polsce.

W ramach wstępnej analizy zmian akcji kredytowej w Polsce chcielibyśmy również spróbować nakreślić szersze tło dla procesów zachodzących w tym zakresie w kraju poprzez przedstawienie doświadczeń innych gospodarek o podobnych uwarunkowaniach. Chodzi o to, jaki wpływ na rozwój rynku kredytów może mieć nadrabianie zaległości w rozwoju gospodarczym oraz procesy integracji ze strukturami europejskimi (wejście do Unii Europejskiej oraz dochodzenie do strefy euro).

Punkt wyjścia

W poprzednim MAKROskopie podkreśliliśmy, że rynek kredytowy w Polsce w porównaniu z innymi krajami Unii Europejskiej, nawet tymi o relatywnie niskim poziomie dochodu narodowego *per capita*, jest słabo rozwinięty. Ilustruje to poniższa tabela, zawierająca porównanie relacji kredytu do PKB w wybranych krajach członkowskich UE (zarówno starych, jak i nowych).

Kredyty do PKB w Polsce na tle wybranych krajów UE

| Kraj | Relacja kredytów do PKB na koniec roku | |
|-----------------|--|--------------|
| | 2000 r. | 2003 r. |
| Litwa | 11,4% | 20,6% |
| Polska | 29,3% | 32,4% |
| Czechy | 32,1% | 34,8% |
| Węgry | 41,7% | 44,7% |
| Grecja | 49,3% | 66,2% |
| Niemcy | 111,6% | 112,6% |
| Hiszpania | 107,9% | 114,0% |
| Irlandia | 116,8% | 127,3% |
| Portugalia | 128,6% | 135,7% |
| Wielka Brytania | 133,7% | 150,2% |

Źródło: banki centralne, urzędy statystyczne analizowanych krajów, obliczenia własne

Jak pokazuje powyższa tabela, poziom rozwoju rynku kredytowego w Polsce jest kilkakrotnie niższy niż w krajach zachodniej Europy, a także mniejszy niż w

innych krajach naszego regionu, takich jak Czechy i Węgry. Sytuacja taka wynika z niższego stopnia rozwoju gospodarczego w Polsce.

Badania empiryczne wskazują na silną, dodatnią korelację pomiędzy poziomem PKB *per capita* a rolą odgrywaną przez pieniądź w gospodarce. W najbardziej rozwiniętych gospodarczo krajach rozmiary akcji kredytowej znacznie przekraczają nominalną wielkość PKB. Na Węgrzech, będących na zbliżonym, ale nieco wyższym poziomie rozwoju gospodarczego niż Polska relacja kredytu ogółem do PKB wynosi blisko 50%. W Polsce od początku okresu transformacji relacja kredytów do PKB dynamicznie rosła (głównie ze względu na bardzo niską wartość początkową – po 1989 r. nowoczesny system bankowy budowano w Polsce niemal od zera, odchodząc od dominacji planowania i realizacji zadań rzeczowych na rzecz dominacji procesów pieniężnych), lecz nadal jest bardzo niska i kształtuje się na poziomie ok. 30%.

Oprócz wielkości dochodu narodowego, duże znaczenie dla rozmiarów akcji kredytowej w Polsce miał wysoki poziom inflacji oraz wynikająca z tego konieczność utrzymywania wysokich nominalnych oraz realnych stóp procentowych. Powodowało to, że kredyty były drogie. W połączeniu z niskimi dochodami ludności oraz niewielką siłą finansową przedsiębiorstw, przy ostrożnej polityce kredytowej banków, dostępność kredytu była bardzo ograniczona.

W ostatnich latach nastąpił jednak znaczny spadek nominalnych oraz realnych stóp procentowych, możliwy dzięki ograniczeniu inflacji do niskiego poziomu, co przyczyniło się do znacznego zwiększenia dostępności kredytów. Na razie efekty tego widać prawie wyłącznie w przypadku jednego segmentu rynku kredytowego, czyli kredytów mieszkaniowych. Do pewnego stopnia mogło tak być ze względu na efekty, o których pisaliśmy w *Temacie miesiąca* poprzedniej edycji MAKROskopu.

W porównaniu z innymi krajami, wzrost rozmiarów akcji kredytowej w Polsce był dotąd zapewne ograniczany przez istnienie stosunkowo rygorystycznych zasad klasyfikacji kredytów i tworzenia rezerw. Według różnych szacunków, przy stosowaniu polskich zasad klasyfikacji kredytów, relacja kredytów, na które należy tworzyć rezerwy, byłaby w innych krajach dużo wyższa niż jest przy obowiązujących tam mniej restrykcyjnych normach. Sytuacja taka przekłada się na odpowiednio wyższe koszty kredytu w Polsce (z punktu widzenia banków), wyrażone relacją rezerw do średniego stanu kredytów, a zatem relatywnie mniejsza jest skłonność

polskich banków do udzielania kredytów, co przyczynia się do ograniczenia wzrostu wielkości portfela kredytowego krajowych banków.

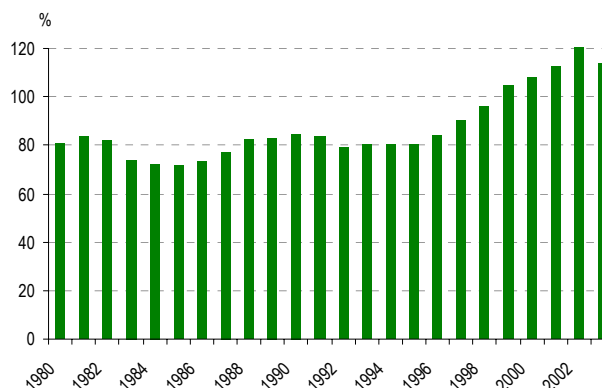
Normy dotyczące klasyfikacji kredytów oraz zasad tworzenia rezerw na kredyty zagrożone zostały jednak zmienione pod koniec 2003 r., co powinno się przyczynić w przyszłości do spadku udziału złych kredytów w kredytach ogółem i zmniejszenia relacji rezerw do średniego stanu kredytów, a zatem do obniżenia kosztu kredytów z punktu widzenia banków. To z kolei powinno skłonić banki do złagodzenia kryteriów udzielania kredytów, a zatem zwiększyć ich dostępność. Zmiana norm klasyfikacji kredytów oraz zasad tworzenia rezerw na złe kredyty wiązała się m.in. z przystąpieniem Polski do UE i otwarciem polskiego rynku na bezpośrednią, nieograniczoną konkurencję zagranicznych banków¹.

Więcej kredytów w Unii?

Zmiana zasad klasyfikacji to jeden z przykładów na to, jaki wpływ na rozwój rynku kredytów może mieć przystąpienie danego kraju do Unii Europejskiej. Czy akcesja do struktur europejskich może się stać ważną cezurą w procesie zwiększania roli pieniądza w polskiej gospodarce i spowoduje przyspieszenie przyrostu kredytów? Próbuąc odpowiedzieć na to pytanie warto odwołać się do cudzych doświadczeń. Starym krajem członkowskim UE, z którym można próbować porównywać Polskę i bardzo często się to robi (m.in. ze względu na potencjał demograficzny i w miarę zbliżony poziom rozwoju gospodarczego w momencie przystępowania do struktur europejskich) jest Hiszpania.

Hiszpania przystąpiła do UE w 1986 r. Od tego momentu nastąpił w tym kraju dynamiczny przyrost relacji kredytów do PKB. O ile w czterech kolejnych latach przed wejściem Hiszpanii do UE kredyty ogółem zwiększały się wolniej niż nominalny PKB, to od momentu wejścia tego kraju do Unii tempo przyrostu kredytów przewyższało nominalny wzrost PKB. Było tak prawie nieprzerwanie aż do 2003 r. Wyjątkiem były lata 1991-1992, czyli okres głębokiego spowolnienia wzrostu gospodarczego w Europie i kryzysu walutowego, który dotknął kraje uczestniczące w europejskim węży walutowym (ERM).

Kredyty do PKB w Hiszpanii w latach 1980-2003



Źródło: banki centralny Hiszpanii, obliczenia własne

Jak pokazuje powyższy wykres, relacja kredytów do PKB zwiększyła się w Hiszpanii w ciągu kilkunastu lat po wejściu do UE o przeszło połowę. Czy wynik ten jest do powtórzenia w Polsce? Przemawia za tym niewątpliwie znacznie niższy punkt startu w naszym kraju, a więc większy potencjał dla wzrostu kredytowego. Czy może to wynikać z podobnych przyczyn jak w przypadku wejścia Hiszpanii do UE? Niekoniecznie, ponieważ nie bez znaczenia jest data, w jakiej Hiszpania przystąpiła do Unii. W 1986 r. zakres liberalizacji usług finansowych i stopień rozwoju rynku finansowego w Hiszpanii był niższy niż w przeddzień przystępowania Polski do Unii w 2004 r. W przypadku Hiszpanii bardzo dużą rolę w rozwoju rynku kredytów po wejściu do Unii odegrały głębokie zmiany w systemie bankowym, polegające na liberalizacji zasad świadczenia usług finansowych przez banki, prywatyzacji banków, zwiększeniu konkurencji na rynku bankowym i dopuszczeniu na krajowy rynek większej ilości podmiotów zagranicznych. W Polsce podobne zmiany dokonały się dużo wcześniej, a więc obecnie nie tworzą one już potencjału dla wzrostu rynku kredytowego. Stąd, przykład Hiszpanii (oraz innych krajów przystępujących do struktur europejskich w latach 80. minionego wieku przy zbliżonym do Polski poziomie rozwoju gospodarczego) nie wydaje się być w pełni właściwym materiałem do porównań dla naszego kraju.

Brak możliwości bezpośredniego przełożenia doświadczeń starszych krajów członkowskich Unii na możliwy rozwój wydarzeń w Polsce nie oznacza oczywiście, że przystąpienie do UE nie będzie miało pozytywnego wpływu na przyspieszenie rozwoju rynku kredytów w naszym kraju. Przemawia za tym kilka argumentów. Po pierwsze, do silniejszego wzrostu kredytów w Polsce może się przyczynić zwiększenie konkurencji na rynku bankowym w wyniku zniesienia po wejściu do UE barier dla działalności banków zagranicznych w kraju. Po drugie, po wejściu do UE

¹ Zmiana zasad klasyfikacji kredytów spowoduje statystyczny spadek odsetka należności zagrożonych, przy niezmiennym poziomie ryzyka kredytowego, na jakie narażone są banki. Nowe regulacje spowodują zbliżenie sposobu prezentacji jakości portfela kredytowego banków do standardów obowiązujących w pozostałych krajach Unii Europejskiej i zwiększą porównywalność sytuacji sektorów bankowych.



(można zakładać, że w sporej części właśnie w związku z tym faktem) nastąpiła znaczna poprawa nastrojów gospodarstw domowych. Połączone to było zapewne ze wzrostem oczekiwanego w przyszłości dochodu, a zatem ze zwiększeniem zainteresowania kredytami w celu finansowania bieżących wydatków. Było to już zresztą widoczne w statystykach pieniężnych za 2004 r.

Po wejściu do UE oraz związaną z tym poprawą oczekiwań dotyczących perspektyw gospodarki, zainteresowanie kredytem powinno również rosnąć ze strony podmiotów gospodarczych. Dodatkowo sprzyjać temu będzie konieczność zapewniania bieżącego finansowania dla realizacji projektów, refinansowanych później z unijnego budżetu.

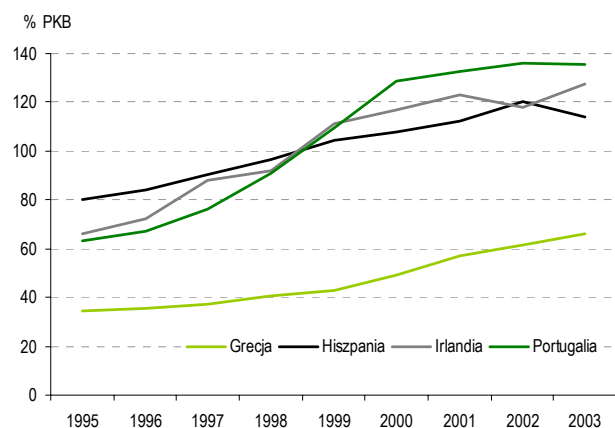
Wpływ integracji europejskiej na rozwój krajowego rynku finansowego, w tym rynku kredytów, nie ogranicza się do zagadnień związanych z samym przystąpieniem do UE. Należy oczekiwać, że jeszcze większe znaczenie, ze względu na pieniężny charakter zmian w gospodarce, ma perspektywa wejścia Polski do strefy euro.

Boom kredytowy na drodze do euro?

Doświadczenia starych krajów członkowskich UE pokazują, że proces wchodzenia do strefy euro może sprzyjać zaistnieniu boom kredytowego. Zjawisko to dotyczyło głównie krajów znajdujących się na niższym poziomie rozwoju gospodarczego, czyli oprócz wspomnianej wcześniej Hiszpanii odnosiło się ono do Grecji, Portugalii oraz Irlandii. Kraje te miały słabo rozwinięte rynki kredytowe, a więc olbrzymi potencjał wzrostu, który został uwolniony przez proces konwergencji stóp procentowych do poziomu występującego w strefie euro (spadek kosztów kredytu). Stopniowy spadek nominalnych stóp procentowych następował na kilka lat przed przystąpieniem do strefy euro i do ich zrównania z poziomem dla unii monetarnej dochodziło w momencie zastąpienia krajowych walut na euro. Realne stopy spadały nawet po przystąpieniu do strefy euro ze względu na wzrost inflacji wywołany m.in. przez efekt Harroda-Ballasy-Samuelsona oraz przez zwiększenie popytu krajowego napędzanego m.in. przyrostem kredytów². Wzrost dostępności kredytów, możliwy dzięki spadkowi ich realnego kosztu, zmniejszył międzyokresowe ograniczenia płynności gospodarstw domowych i pozwolił im na zmniejszenie poziomu

oszczędności netto i zwiększenie poziomu bieżącej konsumpcji. Oczywiście efekt ten nie miałby dużego znaczenia, gdyby nie fakt, że w oczekiwaniu na poprawę sytuacji gospodarki po wejściu do strefy euro nastąpił wzrost oczekiwanych w przyszłości dochodów gospodarstw domowych. Do zmniejszenia ograniczeń płynności w analizowanej grupie krajów przyczyniła się również kontynuacja rozwoju sektora usług finansowych i zwiększona konkurencja na rynku bankowym po wejściu tych krajów do UE. W rezultacie, w omawianych krajach doszło do dynamicznego wzrostu relacji kredytów do PKB. Ilustruje to poniższy wykres.

Kredyty w relacji do PKB w Grecji, Hiszpanii, Irlandii i Portugalii w latach 1995-2003



Uwaga: Grecja weszła do strefy euro w 2001 r., pozostałe kraje w 1999 r.

Źródło: banki centralne, urzędy statystyczne analizowanych krajów, obliczenia własne

Jak pokazuje powyższy wykres, boom kredytowy na drodze do strefy euro rozpoczynał się w analizowanej grupie krajów już na 3-4 lata przed oczekiwanym przyjęciem wspólnej waluty (już wówczas następowało dostosowanie poziomu stóp procentowych) i osiągał apogeum w roku przystępowania do strefy euro. Roczne stopy wzrostu kredytu w wyrażeniu nominalnym (przy niskim poziomie inflacji ze względu na konieczność spełnienia kryteriów nominalnej konwergencji) sięgały wówczas 16-30%.

Podobnie jak w przypadku doświadczeń Hiszpanii po wejściu do UE, pojawia się pytanie, czy wyniki innych krajów na rynku kredytowym w ich drodze do strefy euro mogą być powtórzone w przypadku Polski? Podstawowym czynnikiem, jaki trzeba wziąć pod uwagę próbując odpowiedzieć na to pytanie, jest skala przewidywanego dostosowania poziomu krajowych stóp procentowych do poziomu w strefie euro. Dane przedstawione w poniższej tabeli wskazują, że obecny poziom stóp procentowych w Polsce jest niższy niż w

² Warto zwrócić uwagę, że w warunkach unii monetarnej, czyli braku narodowych polityk pieniężnych, dynamiczny wzrost kredytów w jednej z gospodarek unii staje się przyczyną dalszego wzrostu kredytów w tej gospodarce poprzez zwiększenie presji inflacyjnej w tej gospodarce, a zatem obniżenie realnego kosztu kredytu (nominalne stopy procentowe są dane i wynikają z polityki kredytowej prowadzonej na poziomie unii).

porównywanych krajach na kilka lat przed ich przystąpieniem do strefy euro (oprócz Irlandii).

Krótkoterminowe stopy procentowe w Polsce obecnie w porównaniu z ich poziomem w Grecji, Hiszpanii, Irlandii i Portugalii na 4 lata przed przystąpieniem do strefy euro (w % stosunku rocznym)

| Rok | 3-miesięczna stopa procentowa rynku pieniężnego (średnia w grudniu danego roku) |
|-----------------|---|
| Polska 2004 | 6,21 |
| Grecja 1996 | 12,99 |
| Hiszpania 1994 | 8,22 |
| Irlandia 1994 | 6,22 |
| Portugalia 1994 | 10,47 |

Uwaga: Grecja weszła do strefy euro w 2001 r., pozostałe kraje w 1999 r.; Polska planuje przystąpić do strefy euro w 2009 r.

Źródło: Reuters, Eurostat

Na relatywnie mniejszy, w porównaniu z omawianymi krajami, potencjał dostosowania stóp procentowych na drodze Polski do strefy euro wskazuje nie tylko porównanie ich bezwzględnego poziomu. Sugeruje to również różnica pomiędzy obecnym poziomem krótkoterminowych stóp procentowych w Polsce a oczekiwaną stopą w strefie euro w zakładanym momencie zastąpienia złotego przez euro w stosunku do odpowiedniej różnicy stóp procentowych dla porównywanych krajów na kilka lat przed ich przystąpieniem do unii monetarnej. W tym celu zakładamy, że nominalna stopa procentowa w strefie euro wzrośnie do 2009 r., czyli do planowanego momentu zastąpienia złotego przez euro, do 4-4,5% z obecnego poziomu 2%³. Byłby to poziom wyższy niż 3% w styczniu 1999 r. gdy strefa euro rozpoczynała funkcjonowanie w udziale Hiszpanii, Irlandii i Portugalii oraz zbliżony do obowiązującego na początku 2001 r., gdy do strefy euro wchodziła Grecja.

Jeśli chodzi o strukturę wzrostu kredytów, była ona w analizowanych krajach bardzo podobna. Największy procentowy przyrost kredytów obserwowano w przypadku kredytów mieszkaniowych (hipotecznych), ale ze względu na ich niewielką wartość początkową, nominalny wzrost kredytów był największy w przypadku kredytów dla podmiotów gospodarczych. Było tak w Grecji, Hiszpanii, Portugalii oraz od pewnego momentu również w Irlandii. We wszystkich tych krajach następowała jednak stopniowa zmiana struktury kredytów ogółem w kierunku wzrostu kredytów mieszkaniowych kosztem kredytów dla podmiotów gospodarczych. Na przykładzie Hiszpanii zjawisko to ilustruje poniższa tabela.

Zmiany udziału poszczególnych rodzajów kredytów w kredytach ogółem w Hiszpanii w latach 1992-2003 (w % kredytów ogółem)

| Rok | Firmy | Ludność | | Pozostałe |
|------|-------|------------|--------------|-----------|
| | | Hipoteczne | Konsumpcyjne | |
| 1992 | 68,0 | 18,4 | 5,3 | 8,3 |
| 1993 | 64,3 | 22,3 | 4,9 | 8,5 |
| 1994 | 61,5 | 25,6 | 4,8 | 8,0 |
| 1995 | 60,2 | 27,0 | 4,7 | 8,1 |
| 1996 | 58,8 | 28,4 | 4,5 | 8,3 |
| 1997 | 57,5 | 30,2 | 4,6 | 7,7 |
| 1998 | 56,3 | 30,5 | 5,1 | 8,1 |
| 1999 | 55,2 | 31,1 | 5,0 | 8,7 |
| 2000 | 55,1 | 32,2 | 4,9 | 7,8 |
| 2001 | 53,8 | 33,5 | 5,4 | 7,4 |
| 2002 | 53,3 | 34,0 | 5,0 | 7,6 |
| 2003 | 52,4 | 35,1 | 4,5 | 8,1 |

Źródło: bank centralny Hiszpanii

Ze względu na fakt, że względna wartość kredytów mieszkaniowych w Polsce jest wyjątkowo niska w porównaniu z innymi krajami UE oraz strefy euro (wynosi poniżej 10% kredytów ogółem i mniej niż 5% PKB wobec średnio ponad 40% PKB w UE), można u nas oczekiwać podobnych tendencji jak w Hiszpanii, czyli najbardziej dynamiczny wzrost kredytów powinien u nas następować na rynku kredytów hipotecznych. Trend taki zarysowany już zresztą został w ostatnich latach.

Wstępowaniu analizowanych krajów do strefy euro towarzyszyła głęboka liberalizacja rynku usług finansowych (prowadząca m.in. do zwiększenia możliwości zaciągania kredytów w walutach obcych). W Polsce proces ten dokonywał się stopniowo w ciągu ostatnich kilkunastu lat i został praktycznie zakończony, co oznacza, że nie będzie już miał większego wpływu na przyspieszenie rozwoju rynku kredytowego w naszym kraju. Większe znaczenie może mieć fakt, że w przeciwieństwie do porównywanych krajów na proces wchodzenia Polski do strefy euro nałoży się okres pierwszych lat obecności w UE i związana z tym możliwość skokowego zwiększenia stopnia penetracji polskiego rynku przez zagraniczne banki.

Z drugiej strony skala rozwoju rynku kredytów na drodze Polski do strefy euro, mierzona wzrostem relacji kredytów bankowych do PKB, będzie ograniczana przez rozwój alternatywnych wobec kredytu bankowego instrumentów finansowych. Coraz większa popularność takich form finansowania jak leasing lub faktoring ograniczać może zapotrzebowanie na kredyt ze strony przedsiębiorstw.

³ Przy utrzymaniu się inflacji w strefie euro w granicach celu inflacyjnego EBC (inflacja nie wyższa niż 2%), realna stopa procentowa w strefie euro wzrosłaby w takim przypadku do przynajmniej 2%, co można uznać za poziom długookresowej równowagi dla tego obszaru walutowego.



Dane na temat akcji kredytowej mogą również nie odzwierciedlać skali rozwoju rynku kredytowego ze względu na takie zjawiska jak sekurytyzacja aktywów bankowych, czyli sprzedaż części portfela kredytowego banków innym instytucjom finansowym (zjawisko takie było bardzo widoczne m.in. w przypadku kredytów hipotecznych w Portugalii). Oznacza to, że mimo dynamicznego przyrostu nowych kredytów, wzrost akcji kredytowej netto wykazywany w statystykach pieniężnych banku centralnego będzie dużo mniejszy. W tym kontekście w grę mogą wchodzić również czynniki, które opisaliśmy w poprzednim MAKROskopie (zmiany kursowe, spłata starego zadłużenia).

Podsumowanie: szanse na duży wzrost

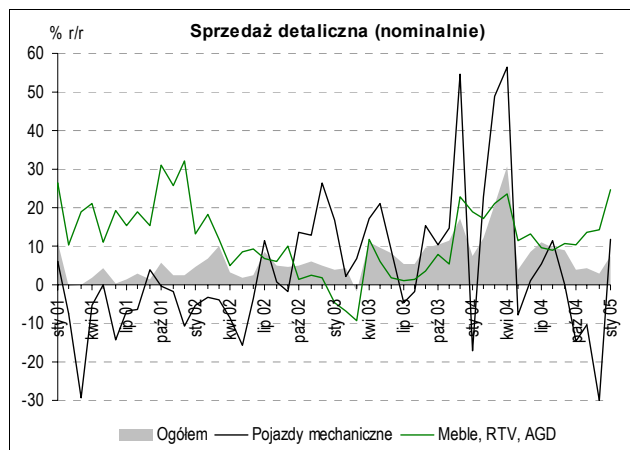
Podsumowując, system bankowy w Polsce, w tym rynek kredytów, są relatywnie bardzo słabo rozwinięte, co stwarza ogromny potencjał dla jego dynamicznego rozwoju w przyszłości. Tempo tego rozwoju będzie zależęć od szybkości rozwoju polskiej gospodarki. Im szybciej rosnąć będzie dochód narodowy (dochody ludności oraz możliwości finansowe podmiotów gospodarczym), tym silniejszy będzie wzrost popytu na kredyt. Rola pieniądza w polskiej gospodarce, pod wpływem nadganiania poziomu rozwoju gospodarczego po przystąpieniu do UE oraz na drodze i po wejściu do strefy euro, z pewnością będzie rosnąć. Wzrost roli pieniądza nie musi jednak znaleźć odzwierciedlenia w proporcjonalnym przyroście relacji kredytów do PKB. Będzie tak, ponieważ po dokonaniu głębokiej liberalizacji usług finansowych w Europie i dynamicznym rozwoju rynku finansowego w ostatnich latach, kredyt bankowy nie jest już „monopolistą” w finansowaniu transakcji zawieranych w gospodarce. Stąd, relacja kredytu do

PKB w Polsce będzie najprawdopodobniej zmierzała do poziomów obserwowanych w bardziej rozwiniętych krajach europejskich (w ślad za wzrostem poziomu rozwoju polskiej gospodarki), ale mniej dynamicznie niż to było w przypadku innych „nadganających” w przeszłości, ponieważ szybciej od rynku kredytów będą się rozwijać inne segmenty rynku finansowego, nieistniejące w przeszłości.

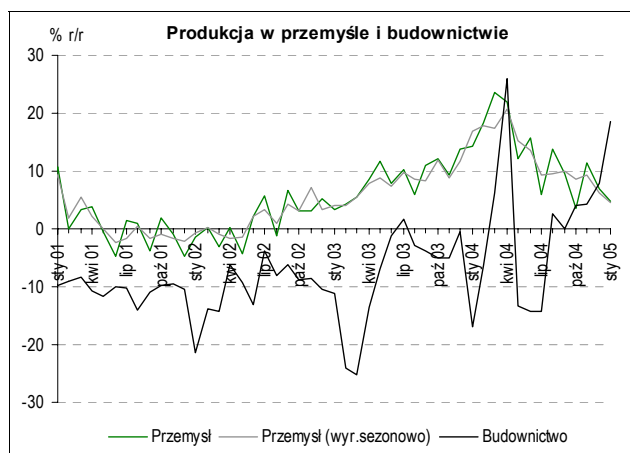
Ponadto, mimo że do wzrostu kredytów w Polsce przyczyniać się będzie kontynuacja konwergencji krótkoterminowych stóp procentowych, zarówno w wyrażeniu nominalnym, jak i realnym, do poziomu występującego w strefie euro, to miejsce na dostosowanie poziomu stóp procentowych w Polsce jest obecnie mniejsze niż było w porównywanych krajach w podobnym okresie przed ich przystąpieniem do strefy euro (4-5 lat). Stąd, potencjał wzrostu kredytów w Polsce z tytułu spadku stóp procentowych wydaje się mniejszy niż w porównywanych krajach. Szczególnie, że stopy procentowe w strefie euro znajdują się obecnie na bardzo niskim poziomie i można spodziewać się ich wzrostu.

Warto przy tym zwrócić uwagę, że potencjał wzrostowy niektórych kategorii kredytów może być większy niż kredytów ogółem. Na podstawie doświadczeń starych członków UE oraz tendencji widocznych ostatnio w Polsce, można się głównie spodziewać kontynuacji zapoczątkowanego już boomu na rynku kredytów hipotecznych.

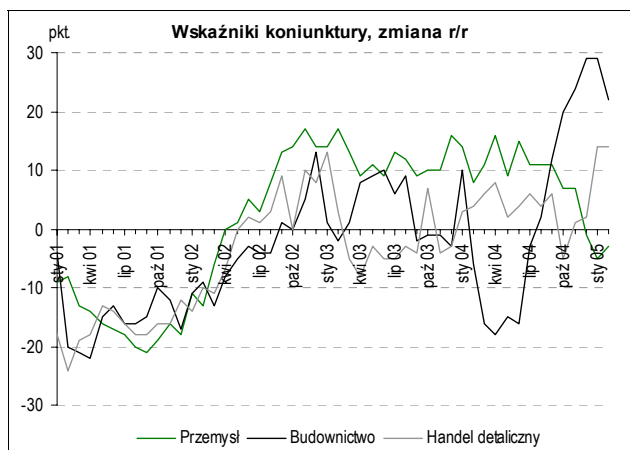
Gospodarka Polski

**Dobry początek roku w handlu detalicznym**

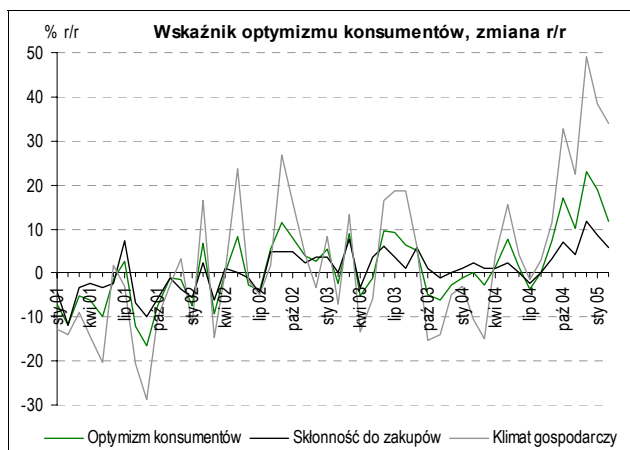
- W styczniu wzrost sprzedaży detalicznej wyniósł 7,5% r/r (realnie 3,1% r/r), co było zgodne z naszą prognozą 7,4% r/r, ale wyższe niż konsensus rynkowy 4,4% r/r.
- Wynik był znacznie lepszy od średniego wzrostu o 3,7% r/r w IV kw. 2004, co częściowo wynikało z korzystnego efektu bazy w sektorze motoryzacyjnym, który zanotował wzrost o 11,9% r/r (średnio w IV kw. 2004 wystąpił spadek o 20% r/r).
- Niemniej jednak poza sprzedażą samochodów, także inne sektory w handlu detalicznym zanotowały wysokie dwucyfrowe tempo wzrostu – najlepsze wyniki w sprzedaży farmaceutyków i kosmetyków (25,9% r/r) oraz mebli, RTV i AGD (24,5% r/r).
- Choć kolejne miesiące mogą przynieść spowolnienie rocznej dynamiki (negatywny efekt bazy), utrzymujemy pogląd, że wzrost konsumpcji prywatnej wyniesie prawie 3% w I kw. 2005.

**... oraz w budownictwie; efekt wysokiej bazy w przemyśle**

- Styczeń przyniósł również kontynuację poprawy w produkcji budowlano-montażowej, która podskoczyła o 18,6% r/r po wzroście o 7,8% r/r w grudniu.
- Mimo, że część tego wzrostu wynikała z efektu niskiej bazy oraz wyjątkowo dobrych warunków atmosferycznych w styczniu, przyspieszenie było na tyle silne, aby twierdzić, że odzwierciedla ono wzmocnienie aktywności inwestycyjnej w gospodarce.
- Produkcja przemysłowa zwiększyła się w styczniu o 4,7% r/r po zrewidowanym w górę wzroście o 6,8% r/r w grudniu. Wzrost produkcji po dostosowaniu sezonowym wyniósł 4,6% r/r.
- Spowolnienie wzrostu produkcji w I poł. 2005 było nieuniknione ze względu na efekt bardzo wysokiej bazy. Jednak dane za styczeń pokazały, że w najważniejszych dziedzinach przemysłu (przetwórstwo przemysłowe) sytuacja jest nadal dość dobra.

**Wskaźniki koniunktury potwierdzają pozytywne tendencje**

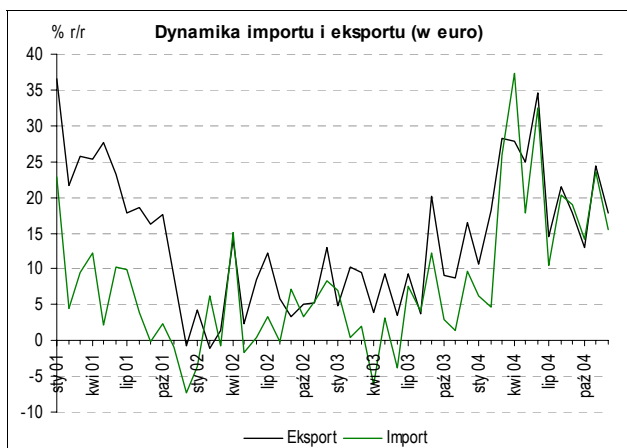
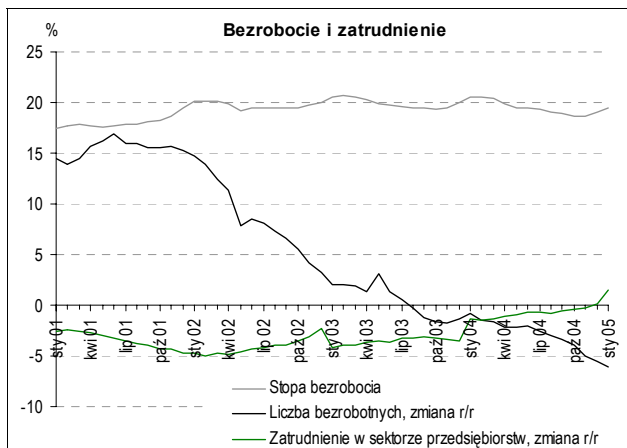
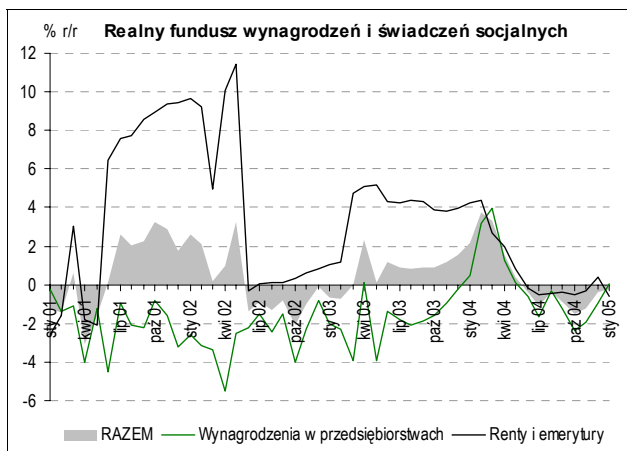
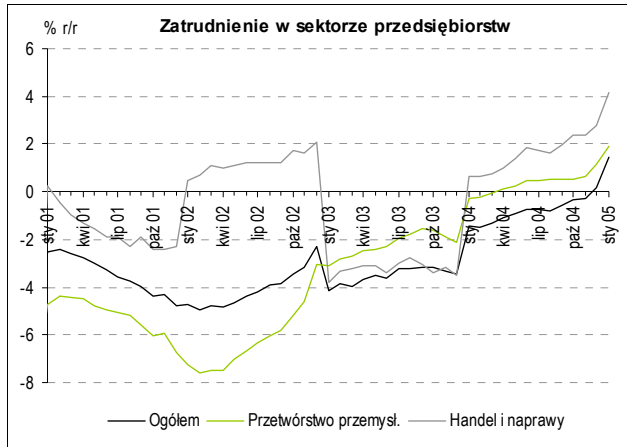
- Badanie koniunktury GUSu pokazało w lutym podobną sytuację jak w styczniu – nastroje w budownictwie i handlu detalicznym poprawiają się bardzo mocno wobec ub. roku (choć indeksy nadal są ujemne), przemysł nadal się rozwija (indeks dodatni), jednak nieco wolniej niż przed rokiem (wskaźnik obniżył się rok do roku trzeci miesiąc z rzędu).
- Gorsze oceny w przemyśle wynikają m.in. ze spadku bieżącego popytu i produkcji, nieco szybciej ograniczany jest portfel nowych zamówień. Jednak oczekiwania na kolejne miesiące są bardzo optymistyczne. Poprawiają się oceny przyszłego zatrudnienia.
- W budownictwie szósty miesiąc z rzędu wskaźnik koniunktury zanotował dwucyfrowy wzrost r/r. Sezonowo słabszym ocenom bieżącym towarzyszy znaczna poprawa oczekiwań. Koniunktura w handlu poprawia się w tempie najwyższym od sześciu lat.

**Konsumenci coraz bardziej optymistyczni**

- W lutym nastroje konsumentów badane przez instytut Ipsos pogorszyły się wobec stycznia, ale był to efekt sezonowy.
- W ujęciu rok do roku zanotowano piątą z kolei miesiąc dwucyfrowego wzrostu optymizmu – aż o 11,7% r/r.
- Wyraźna poprawa dotyczy też oceny ogólnej sytuacji gospodarczej oraz skłonności do zakupów.
- Pozytywne tendencje potwierdzają też badania koniunktury konsumenckiej GUS, wg którego tzw. bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej poprawił się w lutym o prawie 12 pkt. proc. r/r, a wskaźnik wyprzedzający wzrósł o 14 pp. r/r.
- Poprawa optymizmu konsumentów i wskaźników koniunktury w handlu sugerują nadchodzącą poprawę dynamiki konsumpcji. Największą przeszkodą wciąż wydaje się wysokie bezrobocie.

Źródło: GUS, Ipsos, szacunki własne

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

Na rynku pracy coraz lepiej, ale jeszcze bez przełomu

▪ W styczniu zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło znacznie mocniej niż przewidywano, o 1,4% r/r wobec średniej prognozy (w tym naszej) 0,2% r/r. W największym stopniu poprawa dotyczyła przetwórstwa przemysłowego (gdzie zatrudnienie zwiększyło się o 1,9% r/r) oraz handlu i napraw (4,2% r/r).

▪ Informację tą trzeba traktować ostrożnie, ponieważ wysoki wzrost mógł wynikać z corocznej zmiany próby badanych firm przez GUS (zwiększyła się liczba firm zatrudniających powyżej 9 osób).

▪ Jednak równocześnie może to potwierdzać, że silniejszy wzrost aktywności inwestycyjnej, zaobserwowany na przełomie roku, w końcu skłonił firmy do rekrutacji nowych pracowników. Jeśli tak, to można oczekiwać, że w nadchodzących miesiącach pojawi się stopniowe przyspieszenie wzrostu płac, jako naturalna konsekwencja rosnącego popytu na pracę.

▪ Tymczasem wzrost wynagrodzeń zaskoczył negatywnie i wyniósł w styczniu zaledwie 2,6% r/r. Nie sprawdzili się oczekiwania przyspieszenia wzrostu płac w okresie, w którym prowadzone są zwykle negocjacje płacowe w prywatnych firmach.

▪ W efekcie realny fundusz wynagrodzeń w przedsiębiorstwach był w styczniu niemal taki sam, jak przed rokiem (wzrost o 0,1%). Ze strony dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych nie widać więc jak na razie impulsu, który mógłby pobudzić szybszy wzrost konsumpcji prywatnej. Podobnie w przypadku funduszu świadczeń socjalnych – realna wartość wypłaconych w styczniu rent i emerytur była o 0,6% niższa niż przed rokiem.

▪ Warto jednak pamiętać, że wzrost płac w całej gospodarce jest wyraźnie wyższy niż w sektorze przedsiębiorstw. W IV kwartale 2004 przeciętne wynagrodzenie w całej gospodarce zwiększyło się o 5,6% r/r w porównaniu ze wzrostem o zaledwie 2,7% r/r w sektorze przedsiębiorstw.

Bezrobocie sezonowo wyższe, ale trend pozytywny

▪ Stopa bezrobocia zanotowała w styczniu sezonowy wzrost do 19,5%. Jednak w ujęciu rocznym oznacza to znaczny, przyspieszający spadek bezrobocia (z 20,6% w styczniu 2004), co potwierdza stopniową poprawę sytuacji na rynku pracy.

▪ Liczba bezrobotnych w styczniu zmniejszyła się o 6% r/r. Od kilku miesięcy trwa spadek (rok do roku) liczby osób zgłaszających utratę pracy po raz pierwszy.

▪ Oczekujemy kontynuacji tych pozytywnych tendencji w ciągu całego 2005 r. i prognozujemy, że stopa bezrobocia spadnie na koniec roku poniżej 18%.

▪ Według wstępnych szacunków Ministerstwa Gospodarki stopa bezrobocia w lutym utrzymała się na poziomie 19,5%, natomiast od marca powinna zacząć się wyraźnie obniżać.

Eksport wciąż mocny, niski deficyt obrotów bieżących

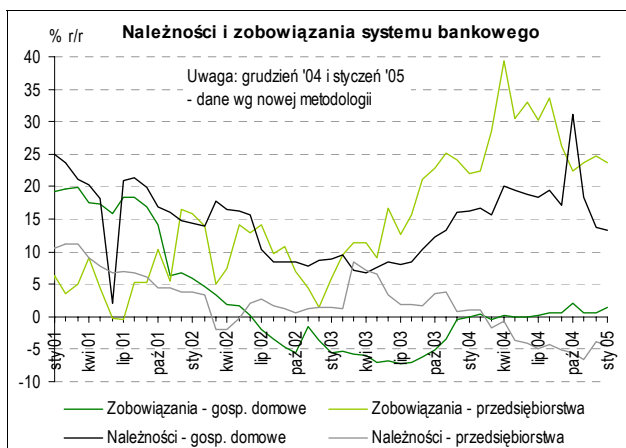
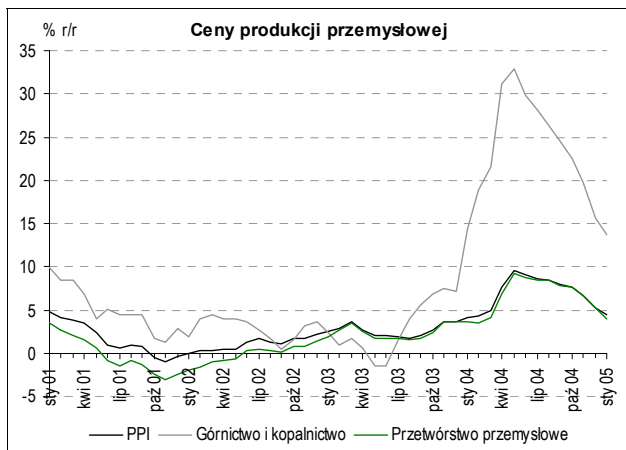
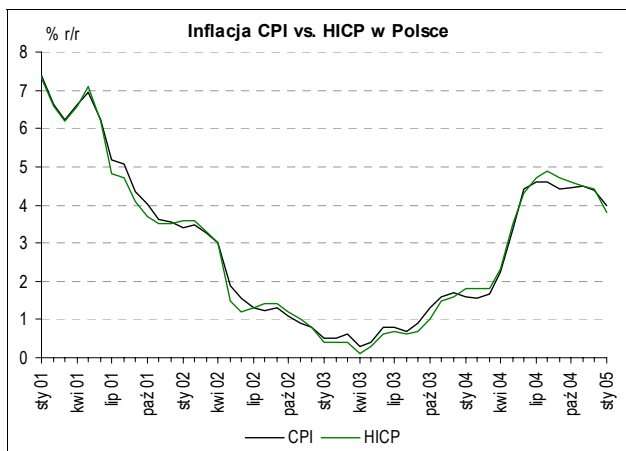
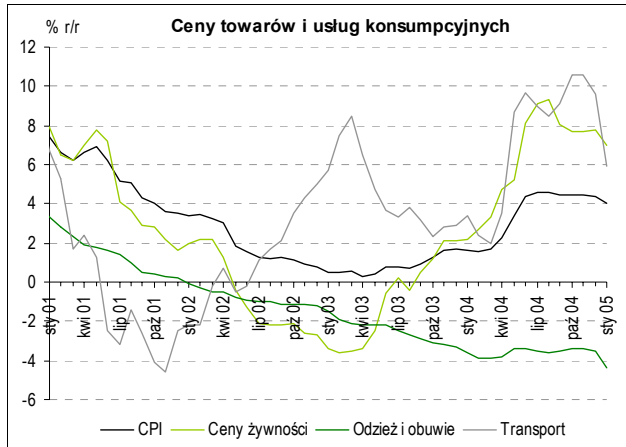
▪ Deficyt obrotów bieżących osiągnął w grudniu 275 mln € (wobec zrewidowanej nadwyżki 67 mln € w listopadzie), znacznie poniżej prognozy rynkowej 470 mln € i naszej 570 mln €.

▪ W skali całego roku 2004 deficyt obrotów bieżących wyniósł 3,14 mld € (wobec 4,11 mld € w 2003), co odpowiada za ok. 1,5% PKB (wobec 1,8% PKB po listopadzie).

▪ Niska nierównowaga zewnętrzna polskiej gospodarki jest jednym z fundamentalnych czynników wspierających umacnianie złotego. Szczególnie, że jest ona zasługą głównie rosnącego wciąż szybko eksportu.

▪ Eksport zwiększył się w grudniu o 17,8% r/r, a import wzrósł o 15,4% r/r. Pokazuje to, że pomimo aprecjacji złotego popyt zewnętrzny na polskie produkty pozostaje wysoki; jednocześnie widoczny jest silny popyt krajowy.

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, Eurostat

Szokująco niska inflacja w styczniu

▪ Stopa inflacji w styczniu spadła z 4,4% r/r do 4,0% r/r. Był to dla rynku szok, ponieważ średnia prognoz wynosiła 4,6% r/r, a nawet najwięksi optymiści nie spodziewali się wyniku poniżej 4,4% r/r.

▪ Największą niespodzianką był spadek cen żywności o 0,3% m/m, ponieważ pierwszy miesiąc roku był zwykle okresem znacznego wzrostu cen żywności i napojów bezalkoholowych.

▪ Tym razem GUS nie podał o ile zmieniły się ceny paliw, ale ceny w zawierającej je szerszej kategorii transport spadły o 1,6% m/m, co pozwala sądzić, że paliwa staniały o więcej niż 2%. Był to z pewnością efekt silnej aprecjacji złotego pod koniec 2004 r. i nawet podwyżka stawek akcyzy na paliwa (o 3,4%) i gaz LPG (o 10%), wprowadzona w styczniu, nie zrównoważyła tego trendu.

▪ Nastąpił również bardzo głęboki spadek cen odzieży i obuwi (-1,8% m/m, czyli ok. dwukrotnie więcej niż zazwyczaj w pierwszym miesiącu roku), który być może również wiązał się z aprecjacją złotego w grudniu (spadek cen art. importowanych).

▪ W styczniu nie pojawiły się efekty niektórych podwyżek cen administrowanych i podatków pośrednich; mogą one ujawnić się z opóźnieniem w kolejnych miesiącach.

... może okazać się jeszcze niższa

▪ Wraz z danymi o CPI za luty GUS poda, jak co roku, inflację za styczeń przeliczoną wg nowego systemu wag.

▪ Wg danych Eurostatu inflacja HICP w Polsce wyniosła w styczniu 3,8%, czyli o 0,2 pp mniej niż CPI. Może to sugerować, że po rewizji wag CPI okaże się niższa niż podano wstępnie.

▪ W I kwartale 2005 stopa inflacji powinna być bliska 4%, a w następnych miesiącach oczekujemy jej stopniowego spadku do ok. 2% w czerwcu. Druga połowa roku powinna przynieść stabilizację inflacji lekko poniżej poziomu 2%.

Dynamika cen producenta gwałtownie spada

▪ Wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu w styczniu był również niższy od oczekiwań i spowolnił do 4,4% r/r wobec zrewidowanego w dół wzrostu o 5,2% r/r w grudniu.

▪ Podobnie jak w przypadku inflacji konsumenta, wśród cen producenta najważniejszymi czynnikami deflacyjnymi okazały się spadające ceny paliw, metali oraz innych surowców, połączone z aprecjacją złotego.

▪ Obniżający się wskaźnik PPI będzie sprzyjał redukcji wskaźnika CPI w kolejnych miesiącach. Roczny wzrost cen producenta w połowie roku może spaść do blisko zera.

▪ Nadal utrzymuje się duża niepewność co do dalszych zmian na rynku paliw. W drugim półroczu PPI może ponownie wzrosnąć powyżej inflacji CPI za sprawą efektu bardzo niskiej bazy.

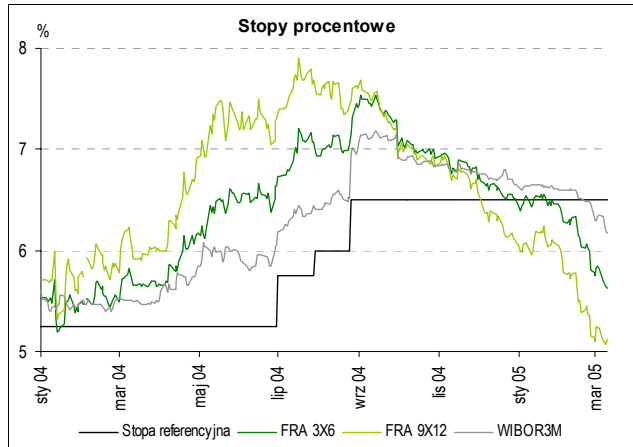
Znowu zmiany metodologiczne w podaży pieniądza

▪ Od stycznia 2005 bank centralny zmienił metodologię statystyk pieniężnych (w związku z harmonizacją danych z ESBC). Definicję Monetarnych Instytucji Finansowych rozszerzono o Spółdzielcze Kasy Oszczędnościowo-Kredytowe (SKOK).

▪ Wprowadzone zmiany zaburzają ciągłość szeregów czasowych. NBP udostępnił szacunki w porównywalnym ujęciu, ale tylko dla 13 ostatnich miesięcy, co pozwala uzyskać jedynie dwie obserwacje rocznego tempa wzrostu agregatów pieniężnych.

▪ Wg tych danych w styczniu nastąpiło przyspieszenie wzrostu M3 do 9,4% r/r z 8,8% r/r w grudniu. Nadal nie widać jednak przełomu na rynku kredytów – należności wobec gospodarstw domowych rosną dość szybko (13,3% r/r), jednak zadłużenie przedsiębiorstw obniża się w coraz szybszym tempie (-4,5% w styczniu wobec -3,9% r/r w grudniu).

Pod lupą: Bank centralny



Istotne fragmenty komunikatu RPP z dnia 25 lutego 2005

W okresie, jaki minął o ostatniego posiedzenia nie odnotowano istotnych zmian w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki.

Silna aprecjacja złotego obniża inflację. Jednak tendencja aprecjacyjna może równocześnie przyczynić się do osłabienia wzrostu gospodarczego.

Oczekuje się, że w 2005 r. tempo wzrostu PKB wyniesie 4,0%-4,5% i będzie nieco niższe niż oczekiwano w listopadowym Raporcie, głównie na skutek przewidywanego obecnie niższego wkładu eksportu netto do wzrostu PKB.

Zgodnie z lutową projekcją inflacji tempo wzrostu cen będzie niższe od oczekiwanego w listopadowym Raporcie. Przy założeniu niezmiennych stóp procentowych z 50% prawdopodobieństwem inflacja utrzyma się w przedziale 1,2-4,0% w IV kw. 2005 (2,5-5,2% w poprzedniej projekcji), 0,4-4,2% w IV kw. 2006 (1,3-4,8% w poprzedniej projekcji) oraz 0,5-4,6% w IV kw. 2007.

W ocenie Rady od kilku miesięcy następowała zmiana bilansu ryzyk dla przyszłej inflacji, która doprowadziła do tego, że obecnie bilans ten może kształtować się korzystniej niż przedstawiono w lutowej projekcji. Dotychczasowa skala umocnienia złotego była bowiem większa niż uwzględniono w projekcji, a dynamika cen żywności może obniżyć się szybciej niż założono. Rada dostrzega jednak niepewność dotyczącą między innymi kształtowania się cen ropy i kursu złotego.

Projekcje inflacji NBP (r/r)

| | V 2004 | VIII 2004 | IX 2004 | II 2005 |
|-------------|----------|-----------|----------|----------|
| IV kw. 2005 | 2,1-5,4% | 2,8-5,5% | 2,5-5,2% | 1,2-4,0% |
| IV kw. 2006 | 1,1-4,4% | 1,6-5,1% | 1,3-4,8% | 0,4-4,2% |
| IV kw. 2007 | - | - | - | 0,5-4,6% |

Prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w danym przedziale w IV kwartale 2006 r.

| CPI | Projekcja VIII '04 | Projekcja XI '04 | Projekcja II '05 |
|--------------|--------------------|------------------|------------------|
| poniżej 1,5% | 23% | 27% | 39% |
| 1,5-2,5% | 13% | 14% | 14% |
| 2,5-3,5% | 15% | 16% | 13% |
| powyżej 3,5% | 49% | 43% | 34% |

Istotne fragmenty Raportu o inflacji Luty 2005

W miesiącach grudzień 2004 r. - styczeń 2005 r. Rada utrzymała restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej, gdyż zgodnie z jej oceną prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu (2,5%) w horyzoncie transmisji impulsów polityki monetarnej było nadal wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja będzie niższa niż 2,5%, aczkolwiek bilans ryzyk zmienił się stopniowo w kierunku obniżenia presji inflacyjnej.

W IV kw. 2004 r. oraz w styczniu 2005 r. nie odnotowano sygnałów, które wskazywałyby na wystąpienie presji płacowej wynikającej z podwyższonych oczekiwań inflacyjnych (efektów drugiej rundy). (...) Dostępne dane oraz wyniki badań ankietowych NBP wskazują na umiarkowane planowane podwyżki płac w 2005 r.

Po okresie spadku jednostkowych kosztów pracy w gospodarce od III kw. ub. r. występuje ich niewielki wzrost. Tym samym dezinflacyjne oddziaływanie tego czynnika stopniowo słabnie.

Rada spodziewa się, że - ze względu na w dominującym stopniu adaptacyjny charakter oczekiwań - wraz z szybkim spadkiem inflacji, w II połowie 2005 r. obniżą się one również do poziomu zbliżonego do celu inflacyjnego 2,5%.

Począwszy od II kw. 2005 r. można oczekiwać obniżenia 12-miesięcznego tempa wzrostu cen, które w II połowie br. powinno zbliżyć się do poziomu 2,5%.

Decyzja RPP: „gołębia”, zaskakująca, ryzykowna

- Okazuje się, że decyzje RPP są przewidywalne tylko wówczas, gdy nie następują zmiany parametrów polityki pieniężnej.
- Zmiana nastawienia z restrykcyjnego na łagodne, z pominięciem neutralnego, była dla rynku dużym zaskoczeniem.
- Trudno odnieść wrażenie, aby oficjalny komunikat przedstawiał mocno „gołębie” opinie – podkreślono w nim bowiem pozytywną ocenę klimatu koniunktury, poprawę na rynku pracy oraz charakter przyczyn spadku inflacji (ceny żywności i paliw).
- Naszym zdaniem, nawet jeśli w RPP przeważała opinia, że prawdopodobieństwo obniżek stóp jest wyższe niż prawdopodobieństwo podwyżek, to lepszym posunięciem byłaby w pierwszym kroku zmiana nastawienia na neutralne. Decyzja wydaje się nie doceniać reakcji rynku na tak „gołębi” sygnał.
- Nastąpił bowiem znaczny spadek rynkowych stóp, a napływ kapitału spowodował dalsze umocnienie złotego (mimo rosnącego ryzyka politycznego). To z kolei może zmusić RPP do obniżek stóp ze względu na poprawę bilansu ryzyk dla przyszłej inflacji.
- Rada napisała w komunikacie, że „od kilku miesięcy następowała zmiana bilansu ryzyk dla przyszłej inflacji”. Powstaje wobec tego pytanie, dlaczego w poprzednich miesiącach Rada nie zmieniła nastawienia na neutralne? Zamiast tego, w oficjalnych komunikatach opublikowanych po grudniowym i styczniowym posiedzeniu RPP pisała, że „bilans ryzyk dla przyszłej inflacji nie uległ istotnej zmianie”.
- Lutowa decyzja Rady skłania do zmiany oczekiwań odnośnie stóp procentowych – obecnie przewidujemy obniżkę w sumie o 100 pb w 2005 roku: 50 pb w II kw. i 50 pb w III kw. Jednak podobnie jak rynek, który wycenia, że obniżki stóp nastąpią w szybszym terminie niż sądzono do tej pory, uważamy, że nie można wykluczyć redukcji stóp jeszcze wcześniej.

Znacząca rewizja projekcji inflacji NBP

- Ważnym argumentem przemawiającym według RPP za przyjęciem łagodnego nastawienia, oprócz siły złotego, była nowa, znacznie korzystniejsza od poprzedniej, projekcja inflacji.
- Według NBP nie powinno być problemów (zakładając stopy NBP bez zmian) z osiągnięciem celu inflacyjnego 2,5%.
- Konkluzje Raportu uzasadniają wprowadzenie neutralnego nastawienia (prawdopodobieństwo inflacji powyżej celu blisko tego, że będzie poniżej celu), a nie łagodnego. Jednak w ocenie RPP bilans ryzyk jest bardziej korzystny niż przedstawiony przez NBP.
- Rada oczekuje bowiem niższych cen żywności i silniejszego złotego (modele w projekcji przewidują deprecjację). Ponadto, projekcja zakładała inflację na poziomie 4,5% w I kw. 2005, podczas gdy po danych za styczeń jest szansa na poziom ok. 4%.

Rynek pracy może już nie obniżyć inflacji

- W rozdziale Raportu o inflacji zawierającym opis polityki pieniężnej w okresie grudzień 2004 – luty 2005 r. (fragmenty obok) Rada nie wytłumaczyła przekonująco utrzymywania restrykcyjnego nastawienia w tym okresie.
- Bilans ryzyk zmienił się stopniowo w kierunku obniżenia presji inflacyjnej. Skoro jednak już w listopadzie prawdopodobieństwo przekroczenia celu wynosiło niewiele ponad 50%, to zaskakujące, że bilans ryzyk nie zmienił się na tyle aby wyrównać prawdopodobieństwa ukształtowania inflacji powyżej i poniżej celu.
- Rada zwraca uwagę na brak występowania efektów drugiej rundy oraz na prognozy spadku oczekiwań inflacyjnych do 2,5%.
- Z drugiej strony, Rada podkreśliła że w gospodarce dynamika nominalnych wynagrodzeń była wyższa od dynamiki wydajności – dezinflacyjne oddziaływanie jednostkowych kosztów prac zanika.

Pod lupą: Bank centralny

Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

Komentarz

Leszek Balcerowicz, prezes NBP, przewodniczący RPP

konferencja prasowa, 25 lutego

Zdaniem tych co przyjmują łagodne nastawienie [a nie „według Rady”] prawdopodobieństwo obniżek stóp jest większe niż podwyżek.

Wydaje się, że podejmując decyzję, członkowie RPP byli dalecy od jednomyślności. Sugerują to naszym zdaniem chociażby wypowiedzi prezesa NBP z konferencji prasowej. Wyraził się on na przykład, że decyzja „odzwierciedliła układ decyzyjny na posiedzeniu”.

Krzysztof Rybiński, wiceprezes NBP

PAP, Reuters, 28 lutego

Oczekujemy, że w perspektywie najbliższych trzech lat bardzo możliwa jest realizacja celu banku centralnego na poziomie 2,5 procent

Oczekiwana przez rynek skala obniżek stóp procentowych, czyli 150 punktów i powyżej w najbliższych 12 miesiącach spowodowałaby, że projekcja pokazywałaby znacznie wyższą inflację niż cel inflacyjny banku. (...) W świetle projekcji oczekiwania obniżek stóp są niespójne z realizacją celu.

Wypowiedź wiceprezesa NBP spowodowała delikatną korektę na rynku stopy procentowej. W porównaniu z notowaniami rynku sprzed decyzji Rady, rynek wycenia jednak coraz większą (i coraz szybszą) skalę obniżek stóp procentowych. Co prawda zdaniem NBP obniżka stóp o 150 pb jest ryzykowna z punktu widzenia realizacji celu inflacyjnego, ale nie znaczy to jeszcze, że tę opinię podziela Rada. Dotychczasowe decyzje Rady wskazywały raczej, że spodziewa się ona niższej inflacji, niż wskazuje projekcja analityków NBP. W jednym z wywiadów, Stanisław Nieckarz z RPP nie podzielił poglądu Rybińskiego, że obniżka stóp rzędu 150 pb spowodowałaby wzrost inflacji ponad cel 2,5 proc., a jeżeli już, to minimalnie.

Dariusz Filar, członek RPP

konferencja prasowa RPP, 25 lutego

Zmiana nastawienia nie oznacza natychmiastowych obniżek. Oznacza fakt, że prawdopodobieństwo obniżek jest większe niż innych ruchów. W żadnym wypadku nie ma tutaj automatyzmu. To nie oznacza, że w bezpośrednim okresie czasu będziemy dokonywali obniżek stóp. To będzie znowu zależało od oceny sytuacji

Stanisław Nieckarz, członek RPP

konferencja prasowa RPP, 25 lutego

Nastawienie łagodne nie oznacza natychmiastowych obniżek stóp procentowych. Teoretycznie (nastawienie łagodne) może się utrzymać dłużej czas, nawet pół roku.

Na konferencji prasowej po posiedzeniu RPP członkowie Rady, w tym uważany za najbardziej zagorzałego zwolennika obniżek stóp procentowych Stanisław Nieckarz, starali się podkreślić, że przyjęcie łagodnego nastawienia nie oznacza automatycznie szybkich obniżek stóp procentowych. Takie zapewnienia są jednak ignorowane przez rynek. Lutowa decyzja była raczej sygnałem dla graczy korzystających z różnicy stóp pomiędzy Polską a zagranicą, że trzeba się spieszyć z zawieraniem transakcji zanim obniżki stóp zaczną się na dobre. Nawet jeśli w marcu Rada potwierdzi, że obniżki stóp nie są automatyczne (i stopy pozostaną bez zmian), to rynek będzie ich oczekiwał (i wyceniał) w kolejnych miesiącach. Szczególnie, że inflacja wkrótce mocno spadnie, a dane o aktywności ekonomicznej będą ze względu na efekt bazy dużo słabsze.

Stanisław Nieckarz, członek RPP

PAP, 6 marca

Gdyby mocny kurs złotego utrzymywał się w dłuższym okresie na obecnym poziomie, to osiągnięcie środka celu inflacyjnego może nastąpić nawet w końcu pierwszego półrocza.

Trzeba mieć na uwadze, że wysokie bezrobocie dalej ograniczać będzie presję na wzrost płac i możliwość ujawnienia się tzw. efektów drugiej rundy z tytułu wzrostu cen

Prognoza inflacji członka RPP wydaje się dość konserwatywna. Naszym zdaniem CPI może spaść w czerwcu poniżej 2%. Tak samo perspektywę inflacyjną zdaje się postrzegać rynek, a co za tym idzie spodziewa się stosunkowo szybkich obniżek stóp procentowych. Nieckarz, postrzegany jako jeden z najbardziej gołębih członków RPP, pozostawia niewiele wątpliwości, czy poprze obniżki stóp procentowych w tym roku. Jednakże, ich skala zależeć będzie od innych, bardziej umiarkowanych członków RPP. Dlatego też, dla sformułowania oczekiwań odnośnie scenariusza polityki monetarnej w tym roku ważniejsze będą wypowiedzi innych członków Rady.

Marian Noga, członek RPP

Reuters, 18 lutego

Myślę, że zmiana (nastawienia) nastąpi w lutym i to na nastawienie neutralne. Na łagodne można będzie zmienić wtedy, kiedy inflacja zejdzie poniżej środka celu. Jest to możliwe w lecie

Mirosław Pietrewicz, członek RPP

Rzeczpospolita, 10 lutego

Czekamy na ostateczne dane o wzroście PKB i o inwestycjach w IV kwartale. Jeśli dane o inwestycjach będą tylko trochę lepsze niż w III kwartale, a tempo wzrostu PKB spadnie, sądzę, że będzie podstawa do złagodzenia nastawienia w polityce pieniężnej.

Trudno jest oczekiwać, że uczestnicy rynku uwierzą członkom RPP w ich zapewnienia mówiące, że po zmianie nastawienia na łagodne nie nastąpią automatycznie szybkie obniżki. Jeszcze kilka tygodni temu kilku członków RPP (obok przedstawiamy tylko wybrane dwie wypowiedzi, w podobnym tonie wypowiadali się również Jan Czekaj, Dariusz Filar, Stanisław Nieckarz i Andrzej Wojtyła), zapewniało rynki finansowe, że nastawienie zostanie wkrótce zmienione na neutralne, a łagodne nastawienie może być przyjęte dopiero w dalszej perspektywie. Nic więc dziwnego, że decyzja Rady wprowadziła dodatkową zmienność na rynku finansowym, skoro sprzeczna była z sygnałami wysyłanymi przez członków RPP. Warto zauważyć, że część tych komentarzy była udzielona już po publikacji danych o inflacji w styczniu oraz po tym, gdy członkom Rady wstępnie zaprezentowano nową projekcję inflacji.

Mirosław Pietrewicz, członek RPP

Reuters, 7 marca

Prawdopodobne jest, że do pierwszej w tym roku redukcji stóp dojdzie już w marcu. (...) Obecnie wydaje mi się, że w całym roku obniżki stóp procentowych będą większe niż łącznie 50-75 punktów bazowych.

Oprócz pierwszej ze strony RPP sugestii odnośnie skali obniżki stóp, Mirosław Pietrewicz powiedział również, że dla redukcji stóp kluczowe będą: kurs złotego, procesy inflacyjne oraz poziom inwestycji. O ile inwestycje będą raczej przyspieszać, to inflacja może spaść do celu szybciej niż zakładano w projekcji, a złoty może pozostawać stosunkowo silny (na co nie bez wpływu była ostatnia decyzja RPP).

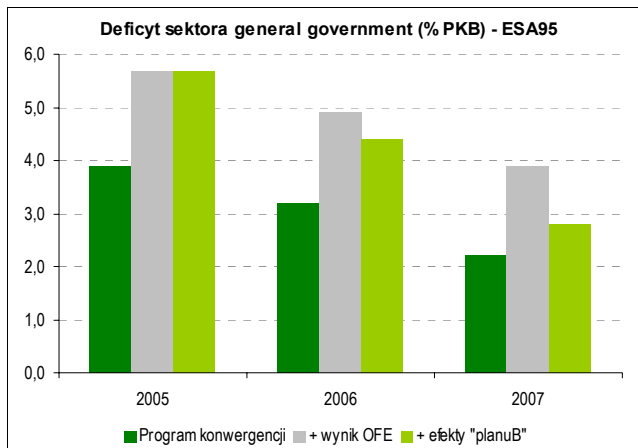
Halina Wasilewska-Trenkner, członek RPP

TVN24, 25 lutego

Członkowie Rady uznali, że takie wyjście zadowoli rynek, ponieważ przekaze mu pewną istotną informację. Ta decyzja jest decyzją o dużym ryzyku. (...) ryzyko, o którym mówię wynika z tego, że nie wiemy jak zareagują na nasze dzisiejsze działania rynki finansowe, (...) od rynków finansowych zależy jak będzie dalej kształtował kurs złotego, jak będą się kształtowały długoterminowe stopy procentowe.

Jak napisaliśmy powyżej, lutowa decyzja RPP wydaje się nie doceniać możliwości na nią reakcji rynku. Warto przy tym przytoczyć wypowiedź członkini RPP Haliny Wasilewskiej-Trenkner dla TVN24, w której przyznała, że decyzja jest „obciążona dużym ryzykiem” Pokazuje to, że dyskusja na ten temat z pewnością odbyła się na posiedzeniu RPP, ale większość jej członków (wyniki głosowania poznamy za jakiś czas) zdecydowała się podjąć „duże ryzyko”. RPP zasugerowała, że jest bardziej „gołębia” niż postrzegano to rynek i jedyną możliwą reakcją było silne umocnienie na rynku stopy procentowej i dyskontowanie głębszych cięć niż dotychczas.

Pod lupą: Rząd i polityka



Komunikat dotyczący prac nad Strategią Zarządzania Finansami Publicznymi na lata 2005-2008

W Ministerstwo Finansów informuje, iż prowadzone są prace nad Strategią Zarządzania Finansami Publicznymi na lata 2005 - 2008. Celem opracowania jest wskazanie optymalnej strategii oraz instrumentów zarządzania finansami publicznymi, które doprowadzą Polskę do członkostwa w Unii Gospodarczej i Walutowej jeszcze w obecnej dekadzie. Zaproponowane rozwiązania składają się na 5 obszarów:

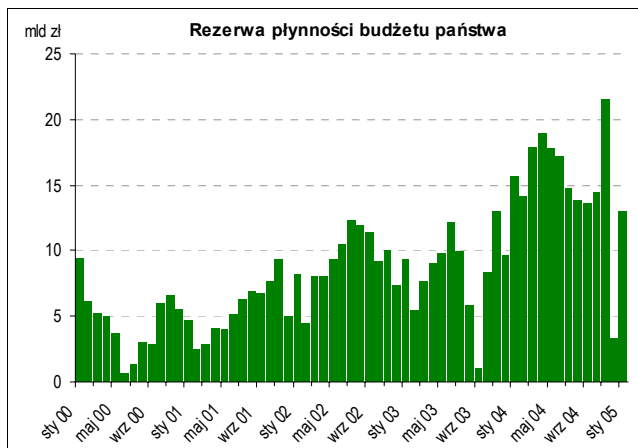
1. Działania w zakresie racjonalizacji wydatków publicznych,
2. Działania regulacyjne w gestii Ministra Finansów,
3. Działania systemowe mające na celu uelastycznienie wydatków budżetu państwa,
4. Strategia systemu podatkowego,
5. Instrumenty zarządzania, poprawy efektywności i informatyzacji finansów publ. (informatyzacja realizacji budżetu państwa, integracja platformy zakupów publicznych).

W Strategii zakłada osiągnięcie głębszej, od założonej w Aktualizacji programu konwergencji, ścieżki redukcji deficytu sektora *general government*. Obecnie, Polska jest objęta procedurą nadmiernego deficytu (zgodnie z art. 104 TWE). Rada ECOFIN w opinii na temat Aktualizacji programu konwergencji zaleciła Polsce podjęcie dodatkowych działań w celu redukcji deficytu sektora *general government* poniżej 3% PKB do 2007 roku.

Poparcie dla głównych partii politycznych

| Partia | Poparcie (%) | | | Liczba mandatów (wg wyniku marcowego) |
|-----------|--------------|------|--------|---------------------------------------|
| | styczeń | luty | marzec | |
| PO | 25 | 27 | 22 | 130 |
| Samobrona | 14 | 16 | 17 | 90 |
| LPR | 12 | 10 | 15 | 83 |
| PiS | 14 | 14 | 14 | 72 |
| SLD | 11 | 8 | 7 | 35 |
| PD | - | - | 6 | 30 |
| PSL | 6 | 6 | 5 | 20 |

Uwaga: Sondaż PBS przeprowadzony został na 1054-osobowej, reprezentatywnej próbie dorosłych Polaków w okresie 5-6 marca.



Źródło: Ministerstwo Finansów, PBS, szacunki własne

EcoFin na razie nie może dojść do porozumienia

- Rada EcoFin, czyli ministrowie finansów krajów UE nie doszli do porozumienia w sprawie kształtu reformy *Paktu Stabilności i Wzrostu* na regularnym spotkaniu 7-8 marca. Kolejne spotkanie 20 marca, aby zaakceptować propozycje zmian w *Pakcie...* przed spotkaniem przywódców państw UE 22-23 marca.
- Wśród rozważanej listy czynników, które miałyby usprawiedliwiać przekraczanie limitu deficytu budżetowego, dla polski kluczowe są koszty reformy emerytalnej (patrz wykres obok).
- Wypowiedzi anonimowych dyplomatów UE oraz doniesienia prasowe sugerują, że w tej sprawie EcoFin przyjmie kompromisowe rozwiązanie, które umożliwi uniknięcie sankcji przez te kraje, które przekraczają dozwolony poziom deficytu z powodu kosztów reformy emerytalnej.
- Według informacji podanych przez dziennik *Rzeczpospolita* procedura nadmiernego deficytu mogłaby zostać zakończona w krajach, które przeprowadziły reformę systemu emerytalnego, jeśli ich deficyt fiskalny byłby tylko „nieznacznie” powyżej 3% PKB i miałyby obniżyć się do poniżej 3% w następnym roku.
- W przypadku Polski, oznaczałoby to prawdopodobnie, że deficyt nie musiałby spaść poniżej 3% PKB już w 2007 r. (czego do tej pory domagała się Komisja Europejska), a dopiero w 2008 r.
- Nadal nie jest jednak jasne, czy uniknięcie procedury nadmiernego deficytu będzie równoznaczne z wypełnieniem kryterium fiskalnego z Maastricht.
- W najbliższym czasie Ministerstwo Finansów ma przedstawić „plan B”, czyli plan głębszej niż dotychczas zakładano ścieżki redukcji deficytu budżetowego w najbliższych latach. Szkoda, że ministerstwo tak późno zdało sobie sprawę z takiej konieczności i nadal zwleka z prezentacją planu. Na razie musimy się zadowolić ogólnym komunikatem (patrz obok).

Wybory coraz bliżej, uwaga na wyniki sondaży!

- Po deklaracjach premiera Belki, zwiększających prawdopodobieństwo, że jednak dojdzie do wcześniejszych wyborów (piszemy o tym szerzej w sekcji poświęconej wypowiedziom polityków), w centrum uwagi znalazły się wyniki sondaży opinii publicznej.
- Pierwszy sondaż po deklaracjach Belki i sformowaniu Partii Demokratycznej przeprowadził PBS (wyniki w tabeli obok).
- Wygląda na to, że PO i PiS mogą mieć problemy z samodzielnym utworzeniem większościowej koalicji. Partnerem dla nich mogłaby być PD, ale liderzy PO i PiS mogą być niechętni do współpracy z takimi działaczami PD, jak urzędujący jeszcze wicepremier Jerzy Hausner (do niedawna członek SLD).
- Nawet jeśli PO i PiS uzyskają większość, nadal nie jest pewne, czy dogadają się w sprawie programu gospodarczego.

Dobry początek roku dla budżetu państwa

- Deficyt budżetu państwa po styczniu wyniósł zaledwie 4,5% całorocznego planu. Był więc jeszcze lepszy niż optymistyczne założenia Ministerstwa Finansów (por. MAKROskop z lutego), i dużo niższy niż średnia realizacja całorocznego deficytu po styczniu w latach 2000-2004, wynosząca 11,9%.
- Niski deficyt udało się uzyskać mimo zwiększonej składki do budżetu UE - głównie dzięki wzrostowi wpływów z podatków dochodowych (prawie 55% r/r). Przy spadku wpływów z podatków pośrednich, dochody ogółem były wyższe o prawie 40% r/r.
- Chociaż wyniki pierwszego miesiąca roku nie muszą być dobrym prognozykiem dla dalszej części roku, sprzyjającą one utrzymaniu dobrych nastrojów na rynku papierów skarbowych. Szczególnie, że płynne środki budżetu wzrosły w styczniu do 13 mld zł po spadku w grudniu do zaledwie 3,3 mld zł.

Pod lupą: Rząd i polityka

Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

Aleksander Kwaśniewski; Prezydent RP

PAP, 7 marca

Gdyby nie doszło do skrócenia kadencji Sejmu, pierwsza tura wyborów prezydenckich, wybory parlamentarne i referendum w sprawie konstytucji UE odbyłyby się razem - 25 września. Jest to twarde zapewnienie marszałka Cimoszewicza.

Ustaliśmy z premierem, że uznajemy, iż od 5 maja rozpoczyna się kampania wyborcza do parlamentu. Każdy podejmuje decyzje indywidualne, o tym co będzie czynił dalej.

Włodzimierz Cimoszewicz; marszałek Sejmu

PAP, 4 marca

Swoje zapowiedzi traktuję poważnie i 5 maja poddam pod głosowanie wnioski o skrócenie kadencji. Nie wyobrażam sobie, żeby mogło zdarzyć się coś wcześniej, co by w zgodzie z Konstytucją przyspieszyło ten proces.

Nie znam szczegółowo planów premiera. Nie ukrywam, że scenariusz związany z podawaniem rządu do dymisji w tej chwili nie ma wielkiego sensu, dlatego że decyzja o długości kadencji Sejmu i terminu wyborów powinna zapaść w Sejmie.

Składanie dymisji rządu dla osiągnięcia tego rodzaju celu to jest wywoływanie jeszcze większego zamieszania w kraju (...) Składanie takiej dymisji w maju nie ma w ogóle żadnego sensu bo i tak kończy się wyborami we wrześniu.

Marek Belka; premier

PAP, 3 marca

Zrobię wszystko, aby Sejm zdecydował wtedy o samorozwiązaniu. (...) Uważam, że wówczas wybory parlamentarne powinny odbyć się w 19 czerwca. (...) Podjąłem już decyzję [o swojej przyszłości politycznej], ale ogłoszę ją 5 maja. [Wówczas] Rozpocznie się kampania wyborcza, niezależnie od tego, co Sejm postanowi. Będę się czuł wówczas zwolniony z pewnych ograniczeń, którym podlega premier.

Jerzy Hausner; wicepremier, minister gospodarki i pracy

Reuters, 9 marca

Odbyłem wczoraj rozmowę z premierem Belką i złożyłem pismo w sprawie mojej rezygnacji z funkcji wicepremiera i ministra gospodarki. (...) Premier powiedział, że przyjmie moją rezygnację. (...) Spodziewam się, że premier podejmie decyzję o mojej dymisji najwcześniej za dwa tygodnie. (...) Natomiast co do premiera Belki, to łączą nas więzy przyjaźni i niebawem wspólnie będziemy tworzyć nową partię.

Jan Rokita, przewodniczący klubu PO

PAP, 1 marca

Moi eksperci bardzo poważnie traktują tego rodzaju projekt (jednostronnej euroizacji), jako projekt przeciwdziałania nadmiernej aprecjacji złotego w sytuacji, w której reformy fiskalne prowadziłyby do dalszej aprecjacji złotego, a NBP dobrowolnie swoimi interwencjami nie chciałby działać w odwrotną stronę. (...) Trend w kierunku przesadnego umacniania złotego powoli zaczyna być przesadny. Może stan równowagi jeszcze nie został złamany, ale grozi nam złamanie stanu równowagi.

Jednym mechanizmem dysponuje rząd, drugim bank (centralny) i RPP. Mechanizmem, którym dysponuje RPP są stopy procentowe i interwencje na rynku (...) Stanowisko Leszka Balcerowicza i Mirosława Gronickiego jest generalnie stanowiskiem przeciwnym takim interwencjom, czyli stanowiskiem, które nie wykazuje przesadnej obawy związanej z wzrostem kursu złotego. (...) Instrument, którym dysponuje rząd jest bardzo delikatny i wymagałoby to bardzo odważnych decyzji, w pewnych warunkach byłby możliwy. To próba, po dokonaniu pierwszych dostosowań fiskalnych, ustabilizowania w jakiś sposób kursu złotego poprzez sztywny kurs do euro. Tak naprawdę to decyzja o jednostronnej euroizacji. Ja nie chcę tego antycypować w tej chwili, bo to moim zdaniem jest przedwcześnie.

Gdyby się okazało, że bank nie do końca będzie chciał spełniać oczekiwania rządu, to zamiast wzywać bank, żeby zrobił inaczej, wolałbym zastosować te mechanizmy, którymi dysponuje rząd i minister finansów.

Komentarz

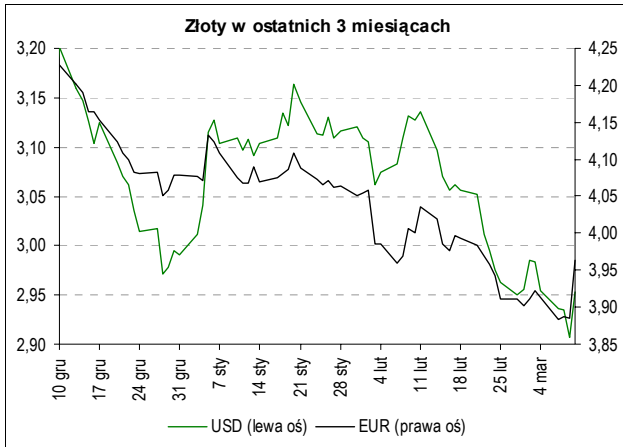
Premier Marek Belka zapowiedział, że zrobi wszystko, aby doprowadzić do podjęcia przez Sejm decyzji o samorozwiązaniu w głosowaniu 5 maja, dodając, że bez względu na to, co Sejm postanowi, on uzna 5 maja, że misja rządu została wypełniona. Taka wypowiedź sugeruje, że nie można wykluczyć ustąpienia premiera ze stanowiska, jeśli Sejm nie podejmie decyzji o samorozwiązaniu, chociaż Belka nie chciał tego wprost potwierdzić, a niektóre z jego wypowiedzi sugerują, że nadal będzie pełnił obowiązki premiera („będę się czuł wówczas zwolniony z pewnych ograniczeń, którym podlega premier”). W każdym razie premier odrzucił wezwania opozycji do natychmiastowej rezygnacji, uzasadniając to koniecznością dokończenia przez rząd niektórych działań (np. reformy publicznej służby zdrowia). Belka potwierdził w swoim wystąpieniu sympatię dla formowanej obecnie Partii Demokratycznej, sygnalizując że po 5 maja może się do tej inicjatywy przyłączyć. Taki zamiar premiera potwierdził lider Partii Demokratycznej Władysław Frasyniuk, mówiąc, że na pytanie o przyłączenie się do nowej partii Belka opowiedział mu „tak”. W sumie wydaje się nam, że Belka próbuje skłonić Sejm (a dokładnie posłów SLD) do poparcia uchwały o samorozwiązaniu Sejmu, sygnalizując że tuż przed głosowaniem nad nią albo tuż po przystąpieniu oficjalnie do opozycji pozaparlamentarnej. W takim przypadku posłom SLD byłoby bardzo niezręcznie nadal udzielać poparcia dla gabinetu Belki. Gdyby taka strategia nie odniosła sukcesu, Belka prawdopodobnie podałby się do dymisji po głosowaniu. Takie rozwiązanie byłoby jednak mniej korzystne, ponieważ oznaczałoby większą niepewność odnośnie daty wcześniejszych wyborów – w negatywnym scenariuszu (wynikającym z procedury konstytucyjnej w przypadku dymisji premiera) mogłoby do nich dojść dopiero po wakacjach (jak zasugerowali marszałek Sejmu i prezydent), co jest niepożądane dla większości partii politycznych, bo mogłoby oznaczać wysoką absencję wyborców i zwiększyć niepewność wyników wyborów.

Tymczasem Belka nalega na SLD, aby zrezygnował z oporu przeciwko wyborom w czerwcu. Lider SLD Józef Oleksy zapowiedział, że partia ponownie rozważy terminu na spotkaniu 12 marca. Na razie szef SLD prawie codziennie zmienia zdanie w tej sprawie.

Polski rynek finansowy początkowo zareagował dosyć nerwowo na zapowiedź dymisji wicepremiera Hausnera (złoty w ciągu paru minut stracił prawie 1%), ale reakcja ta była bardzo krótkotrwała, ponieważ gracze rynkowi szybko uświadomili sobie, że dymisja Hausnera jest dla rynku bez znaczenia – nie będzie ona miała żadnego wpływu na politykę gospodarczą rządu, szczególnie że w okresie przedwyborczym i tak nie należało się spodziewać żadnych, nawet nieśmiałych prób reform.

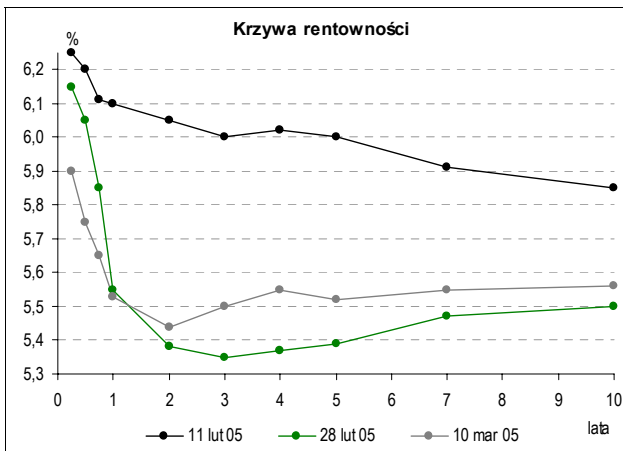
Rokita nazwał swoją koncepcję przeciwdziałania aprecjacji złotego poprzez usztywnienie jego kursu mianem „euroizacji”, ale uważamy, że miał raczej na myśli usztywnienie złotego do euro. Prawdziwa euroizacja, oznaczająca jednostronne przyjęcie euro, wydaje się bardzo mało prawdopodobna, ponieważ EBC oraz Komisja Europejska wydają się być zdecydowanie przeciwne takiemu rozwiązaniu, nie wspominając o stanowisku PiS, czyli potencjalnego koalicjanta PO w następnym rządzie. Jak dotąd, PiS twierdzi, że wejście do strefy euro powinno nastąpić znacznie po 2010. Bardziej prawdopodobne wydaje się, że PiS mógłby zaakceptować wprowadzenie pasma walutowego (aby chronić gospodarkę przed skutkami aprecjacji), ale nie po to, żeby szybko wejść do strefy euro. Takie rozwiązanie byłoby jednak nie do zaakceptowania przez NBP. Bank centralny stoi bowiem zdecydowanie na stanowisku, że kurs złotego do momentu wejścia do strefy euro powinien być możliwie najbardziej elastyczny, a obecność Polski w systemie ERM2 (czyli niczym innym jak paśmie walutowym o stosunkowo dużym przedziale dopuszczalnych wahań wynoszącym +/-15%) powinna być jak najkrótsza, a najlepiej gdyby można jej było uniknąć. Co ciekawe, Rokita zasugerował, że decyzję o zmianie reżimu kursowego podjąłby samodzielnie rząd (jeśli NBP nie zdecydowałby się dobrowolnie osłabić złotego poprzez obniżki stóp lub interwencje walutowe). Czy oznacza to, że PO zamierza zmienić ustawę o NBP? Pomysły kursowe Rokity będą zapewne odtąd dyskutowane i możliwość zmiany reżimu kursowego (z kursem odbiegającym od obecnych poziomów rynkowych) staje się dodatkowym czynnikiem ryzyka na polskiego rynku walutowego.

Monitor rynku



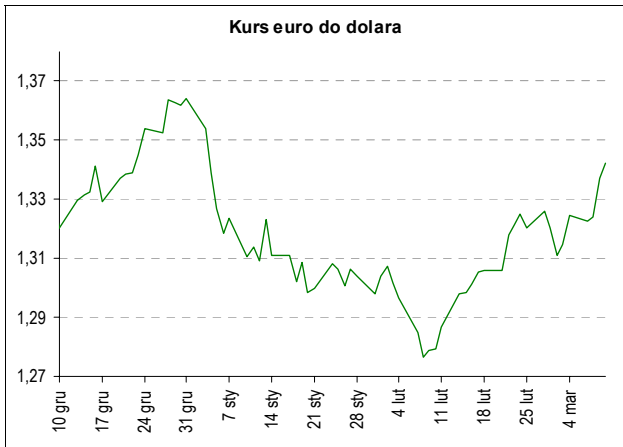
Polityka generuje niewielką korektę

- W minionym miesiącu złoty kontynuował wzrosty umacniając się o 5,85% do dolara i o 1,78% do euro. Wywołał to głównie napływ kapitału zagranicznego, zachęconego perspektywami stosunkowo szybkich obniżek stóp po publikacji zaskakująco niskiej inflacji za styczeń oraz zmianie nastawienia w polityce monetarnej na łagodną. Powróciła korelacja z kursem euro, które zyskiwało wobec dolara. Spadek złotego związany z polityką stał się okazją dla graczy do powiększenia pozycji w złotym.
- Choć trudno się z tym zgodzić patrząc na sondaże wyborcze, zagraniczny kapitał uznaje ryzyko wyborcze za stosunkowo niewielkie. Napływ kapitału na rynek stopy procentowej może nadal wzmacniać złotego, co z kolei byłoby argumentem za obniżką stóp procentowych, szczególnie jeśli lutowa inflacja okaże się poniżej oczekiwań.



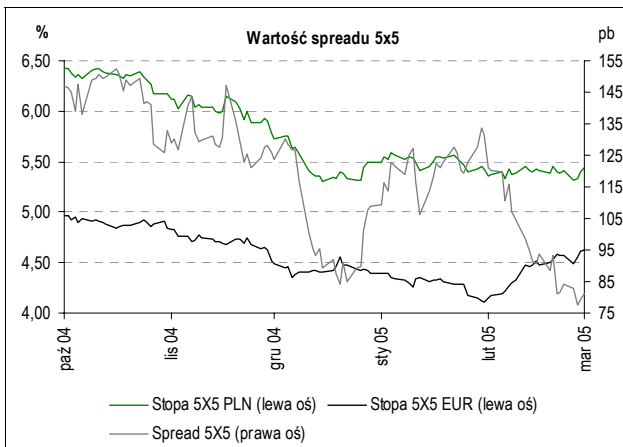
Lutowa inflacja wskaże na szybkość obniżek

- Rentowności obligacji obniżyły o 29-61 pb. Krzywa zmieniła nachylenie na pozytywne zarówno w sektorze 2/5l jak i 5/10l. Za tym przesunięciem stoją te same przyczyny, które umocniły złotego. Obniżeniu uległa cała krzywa kontraktów FRA, do tej pory spadały stawki głównie 6x9 oraz 9x12. Obecnie FRA 1x2 wycenia 40 pb obniżki w marcu. Wzrost rentowności wywołany polityką wykorzystany został do ponownego otwierania długich pozycji. Korekty miały charakter techniczny.
- Kluczowe dla krzywej będą dane o inflacji za luty. Od nich zależy szybkość obniżek stóp, a w związku z tym wielkość ruchów rynkowych stóp procentowych. Niezależnie od momentu decyzji NBP obligacje będą wspierane przez mocnego złotego. Przy przesunięciu w dół krzywa może się nachylać jeszcze bardziej pozytywnie.



Dolar raczej w dół

- Początkowo umocnienie się euro do dolara było wynikiem wpływu czynników technicznych. Później popyt na euro wywołały wypowiedzi członków Fed (w tym Greenspana) wskazujące na „umiarkowane” tempo podwyżek stóp i oświadczenia azjatyckich banków centralnych o możliwości dywersyfikacji rezerw. W końcu dolara osłabiły dane o zatrudnieniu, choć wysokie, wskutek przewagi krótkich pozycji w EURUSD. Ostatnie dni przyniosły jeszcze głębsze spadki dolara do 1,34 przed danymi o handlu.
- W najbliższym miesiącu raport o handlu zagranicznym będzie działał przeciwko dolarowi, choć pozostałe dane będą pewnie go wspierać. Wypadkowa siła może jednak negatywnie wpływać na walutę amerykańską, chociaż rynek może doznać korekty po ostatnich gwałtownych wzrostach. Fed podnosząc stopy o kolejne 25 pb trafi zapewne w oczekiwania rynku.

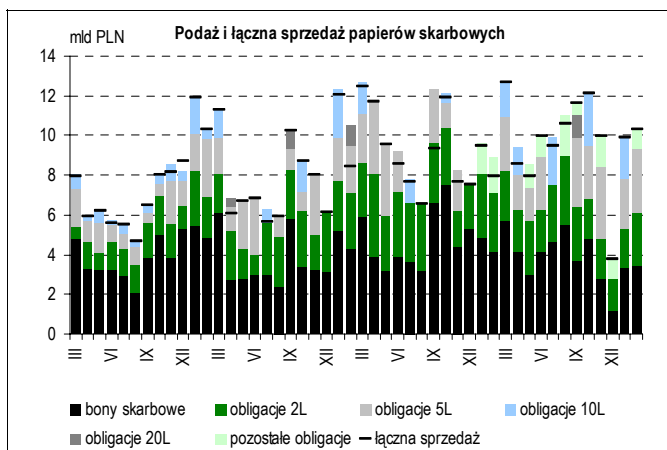
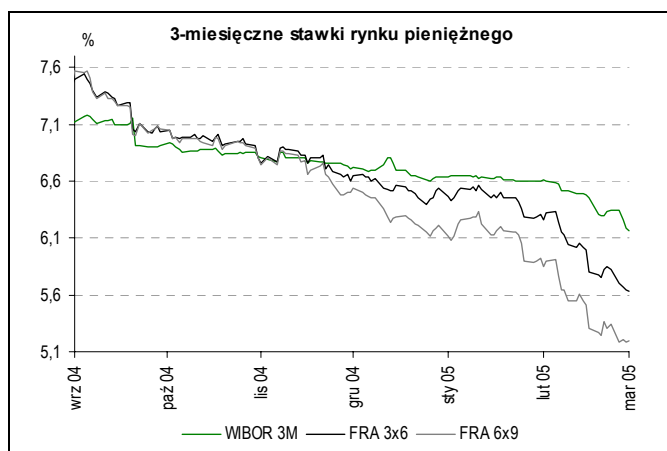
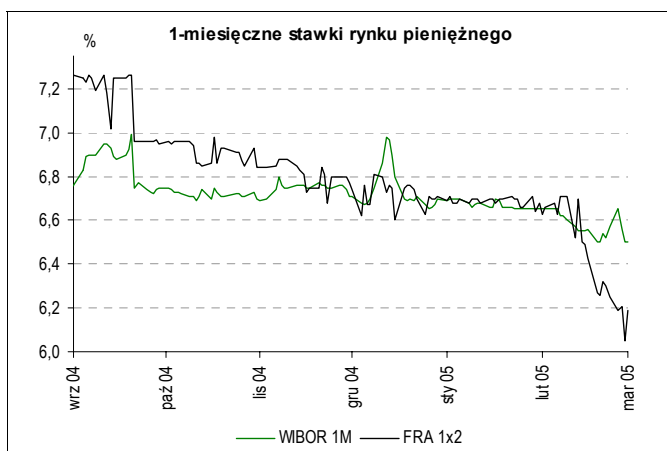
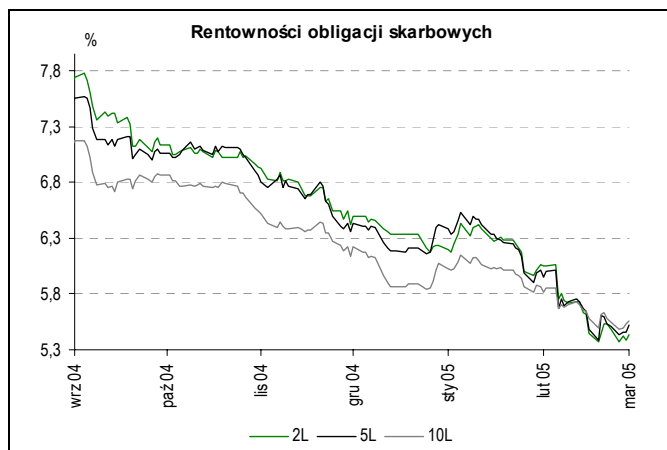
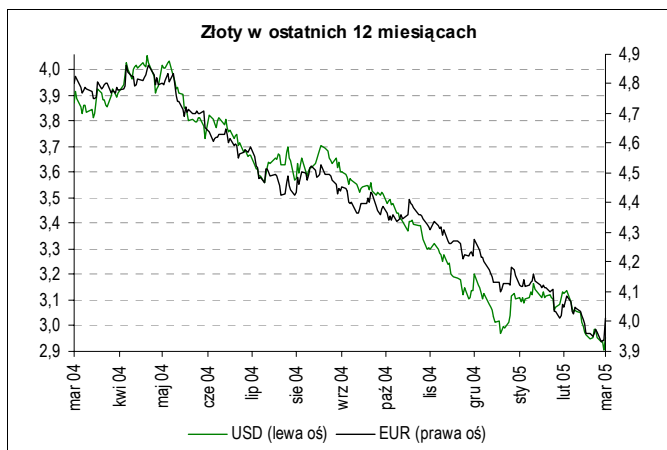


Mniej opłacalne papiery

- Spread 5/5l między krzywą polską i europejską zawężił się znacznie ze 120 do 80 bp. Stało się to za sprawą silnego złotego zachęcającego do inwestowania w polskie aktywa oraz spadków na rynku Bundów. Spadki niemieckich obligacji 10L (3,78%) wywołane zostały głównie przez czynniki techniczne, choć wpływ miały też statystyki dla strefy euro. Z kolei papiery z USA (4,53%) osłabiły się przede wszystkim z przyczyn fundamentalnych, gdyż dane makro pokazały dobre perspektywy dla ekspansji w USA. Spread między nimi uległ już rozszerzeniu do 75 pb.
- Wysoki poziom danych o zatrudnieniu potwierdza, że rynek pracy zaczyna doganiać resztę gospodarki. Kolejne podwyżki stóp w USA sprawią, że amerykańskie papiery staną się mniej opłacalne, co wywołać może wzrost rentowności obligacji, choć możliwa jest uprzednia korekta po ostatnich spadkach cen.

Źródło: Reuters, BZ WBK

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

| Data przetargu | OFERTA / SPRZEDAŻ | | |
|----------------------|-------------------|-------------------------|-------------------------|
| | 13-tyg. | 52-tyg. | Suma |
| 07.02.2005 | - | 900 / 900 | 900 / 900 |
| 14.02.2005 | - | 900 / 900 | 900 / 900 |
| 21.02.2005 | - | 800 / 800 | 800 / 800 |
| 28.02.2005 | - | 800 / 800 | 800 / 800 |
| razem luty* | - | 3 400 / 3 400 | 3 400 / 3 400 |
| 07.03.2005 | - | 800 / 800 | 800 / 800 |
| 14.03.2005 | - | 600 - 1 000 | 600 - 1 000 |
| 21.03.2005 | - | 600 - 1 000 | 600 - 1 000 |
| 24.03.2005 | 100 | 700 - 1 100 | 800 - 1 200 |
| razem marzec* | 100 | 2 700/3 900/ 800 | 2 800-4 000/ 800 |

* na podstawie szacunków Ministerstwa Finansów.

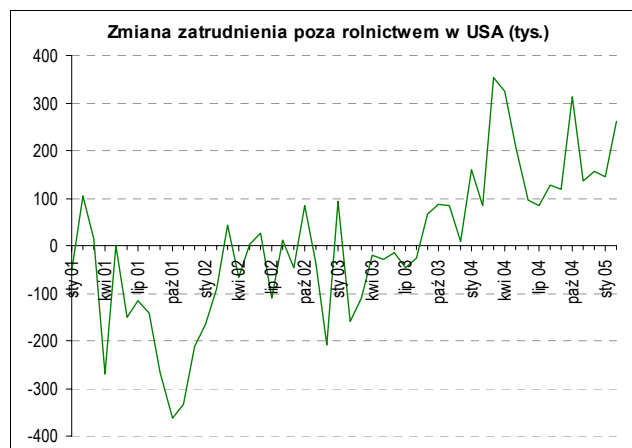
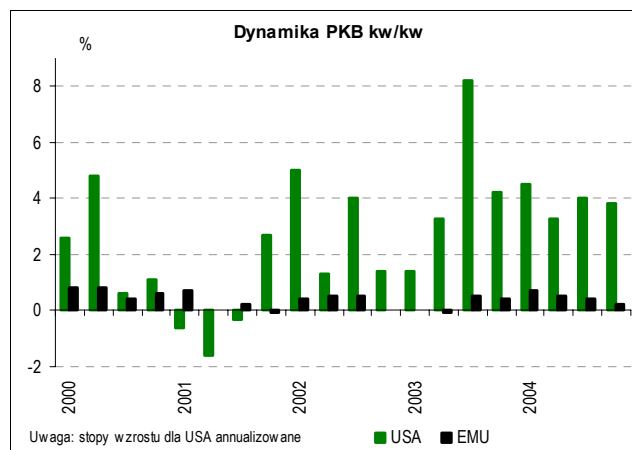
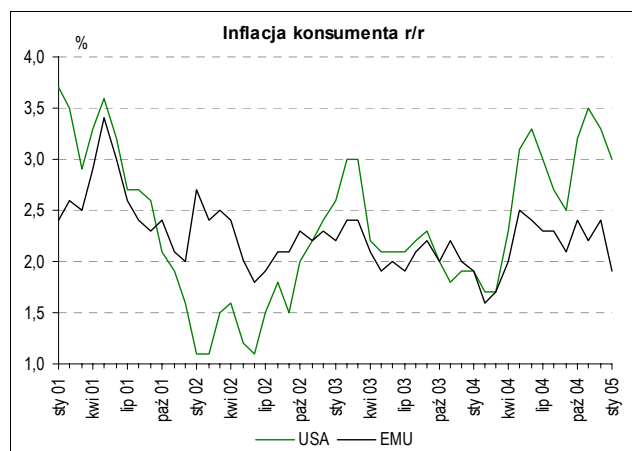
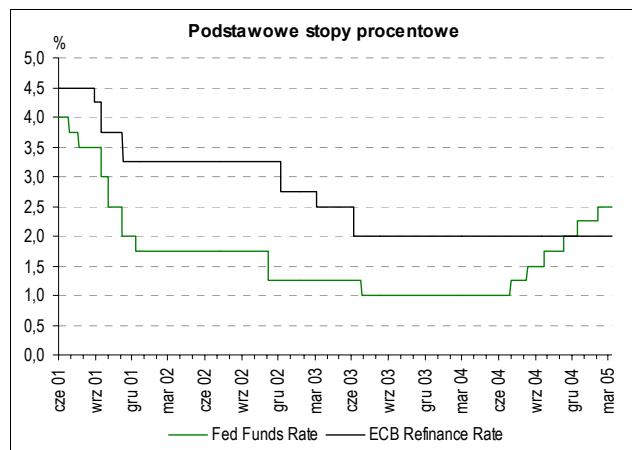
Przetargi obligacji skarbowych w 2005 r. (mln zł)

| 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 | 2 130 | 19.01 | PS0310 | 2 500 | 2 500 |
| luty | 02.02* | OK0407 | 2 760 | 2 760 | 09.02* | IZ0816 | 960 | 960 | 16.02* | PS0310 | 3 840 | 3 200 |
| marzec | 02.03* | OK0407 | 3 000 | 3 000 | 09.03 | WS0922 | 1 400 | - | 16.03 | PS0310 | 2 500-3 500 | - |
| 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



Źródło: Reuters, ECB, Federal Reserve

Stopy wciąż „dosyć niskie”

▪ W minionym miesiącu Fed nie podejmował decyzji o stopach, ale opublikowano sprawozdanie z lutowego spotkania oraz odbyły się dwa wystąpienia szefa Fed przed Kongresem. Zarówno w wystąpieniu Greenspana przed Senatem, jak i w sprawozdaniu z lutowego FOMC podkreślone zostało, że realne stopy w USA są wciąż „dosyć niskie”, co oznacza, że będą one nadal podnoszone, aby utrzymać inflację w ryzach. FOMC wyraził również niepokój o deficyt na rachunku obrotów bieżących, który zapewne pozostanie wysoki.

▪ EBC pozostawił stopy na dotychczasowym poziomie 2,0%. Szef EBC podczas konferencji prasowej oznajmił o obniżeniu prognoz PKB na 2005 rok dla strefy euro z 1,9% do 1,6%. Jednak pomimo tego wydzwięk wypowiedzi Tricheta został odebrany jako umiarkowanie jastrzębi, ze względu na zagrożenie inflacją.

Spadek inflacji w Europie poniżej celu

▪ Ceny konsumenta w USA podniosły się w styczniu jedynie o 0,1%, gdyż ceny energii znów spadły. Po wyłączeniu cen paliw i żywności, inflacja netto zanotowała w styczniu przyrost o 0,2%. W ujęciu rocznym CPI wzrósł 3,0%, a inflacja netto 2,3%. Nie zrealizowały się obawy o wysoki poziom wskaźnika po publikacji PPI. Wskutek systematycznie rosnących cen ropy w lutym, inflacja za następny miesiąc może już nie być tak korzystna.

▪ W styczniu zanotowano rekordowy spadek inflacji w strefie euro do 1,9% z podanych wcześniej 2,1%. Obniżenie się inflacji możliwe było z powodu wyjątkowo wysokiego spadku cen we Francji. Tym samym główny wskaźnik dynamiki wzrostu cen w strefie euro HICP znalazł się poniżej celu inflacyjnego EBC 2,0%. Nie zmienia to jednak tego, że w dalszym ciągu oczekujemy że może dojść podwyżek stóp w ostatnim kwartale tego roku.

Mocna rewizja wzrostu w USA

▪ Wzrost gospodarczy strefy euro zwolnił do 0,2% w IV kw. Eurostat przekazał we wstępnych szacunkach, że PKB w strefie euro wzrósł o 1,6% r/r wobec oczekiwań ekspansji o 0,4% w IV kw. i 1,8% r/r. W całym 2004 roku strefa euro rozwijała się w tempie 2,0%. Ponadto KE obniżyła prognozę wzrostu w strefie euro na I oraz II kw. 2005 do 0,2-0,6%. Słabe dane z Niemiec wpłynęły negatywnie na całą UGW, pomimo dobrych wyników we Francji i Hiszpanii, gdzie popyt konsumpcyjny podbił wzrost.

▪ Ekspansja gospodarcza w USA pod koniec 2004 roku była znacznie silniejsza niż początkowo pokazano, ponieważ PKB w USA za IV kw. zostało zrewidowane w górę z powodu lepszych wyników w handlu i inwestycji. PKB wzrosło ostatecznie o 3,8% r/r w IV kw. 2004 roku zamiast 3,1% wg wstępnych szacunków. Pomimo rewizji danych za IV kw. PKB wyniósł 4,4% w 2004 roku.

Rynek pracy w USA w niezłej kondycji

▪ Liczba nowych pracowników w USA wyniosła w lutym 262 tys., największy wzrost od 4 m-cy, głównie z powodu większej liczby nowych miejsc pracy w sektorach motoryzacyjnym i budowlanym. Stopa bezrobocia jednak wzrosła do 5,4% z 5,2% w styczniu, ale częściowo to oddaje wzrost liczby pracowników zasilających siłę roboczą. Ogólnie, raport pokazał poprawę w procesie tworzenia miejsc pracy, który opóźniał się w ciągu ostatnich miesięcy.

▪ Wskaźnik ZEW zaufania inwestorów w Niemczech wzrósł w lutym do 35,9 z 26,9 w styczniu, bardziej niż oczekiwano, gdyż poprawiły się perspektywy gospodarki. Mimo optymistycznych wskazań ZEW wskaźnik zaufania inwestorów IFO nieoczekiwanie spadł w lutym do 95,5 wobec 96,4 w styczniu, gdyż perspektywy w przetwórstwie oraz handlu detalicznym pogorszyły się. Według szefa IFO przyrost popytu wewnętrznego jest wciąż powolny.



Kalendarz wydarzeń i publikacji

| Poniedziałek | Wtorek | Środa | Czwartek | Piątek |
|---|---|--|--|---|
| 28 lutego <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i> <i>POL: Saldo na rachunku bieżącym (XII)</i> EMU: Ceny konsumenta (I) EMU: Koniunktura (II) USA: Chicago PMI (II) | 1 marca GER: Bezrobocie (II) EMU: PMI (II) EMU: Bezrobocie (I) USA: ISM w przemyśle (II) | 2 <i>POL: Aukcja obligacji dwuletnich (OK0407)</i> EMU: Ceny producenta (I) EMU: PKB (IV kw.) | 3 EMU: Decyzja ECB USA: Produktywność (IV kw.) USA: ISM poza przemysłem (II) | 4 EMU: Sprzedaż detaliczna (I) USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (II) USA: Finałny Michigan (II) USA: Zamówienia w przemyśle (I) |
| 7 <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i> <i>POL: Aktywa rezerwowe (II)</i> | 8 UE: Spotkanie EcoFin | 9 <i>POL: Przetarg 20-letnich obligacji</i> USA: Beżowa księga (II) | 10 GER: Bilans handlowy (I) GB: Spotkanie BoE – decyzja USA: Zapasy hurtowe (I) USA: Wykonanie budżetu (II) | 11 <i>POL: PKB (IV kw.)</i> USA: Handel międzynarodowy (I) |
| 14 <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i> <i>POL: Ceny konsumenta (II)</i> <i>POL: Podaż pieniądza (II)</i> | 15 <i>POL: Płace brutto (II)</i> <i>POL: Zatrudnienie (II)</i> GER: Indeks ZEW (III) USA: Zapasy w gospodarce (I) USA: Sprzedaż detaliczna (II) USA: Napływ kapitału netto (I) | 16 <i>POL: Przetarg 5-letnich obligacji</i> EMU: Finałny HICP (II) USA: Produkcja przemysłowa (II) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (II) | 17 <i>POL: Ceny producenta (II)</i> <i>POL: Produkcja przemysłowa (II)</i> EMU: Produkcja przemysłowa (I) USA: Wskaźniki wyprzedzające (II) | 18 USA: Ceny importowe (II) USA: Wstępny indeks Michigan (III) |
| 21 <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i> | 22 <i>POL: Inflacja bazowa (II)</i> <i>POL: Koniunktura (II)</i> USA: Ceny producenta (II) USA: Decyzja FOMC | 23 <i>POL: Przetarg zamiany</i> <i>POL: Sprzedaż detaliczna (II)</i> <i>POL: Bezrobocie (II)</i> EMU: Bilans płatniczy EBC (I) GER: Indeks IFO (III) EMU: Bilans handlowy Eurostat (I) USA: Ceny konsumenta (II) | 24 USA: Zamówienia na dobra trwałe (II) | 25 Wielki Piątek |
| 28 Poniedziałek Wielkanocny | 29 USA: Zaufanie konsumentów (III) | 30 <i>POL: Posiedzenie RPP – decyzja</i> EMU: Podaż pieniądza (II) USA: Finałny PKB (IV kw.) | 31 <i>POL: Bilans płatniczy (II)</i> EMU: Koniunktura (III) USA: Zamówienia w gospodarce (III) USA: Chicago PMI (II) | 1 kwietnia USA: Zatrudnienie (III) USA: Finałny indeks Michigan (III) USA: ISM w przemyśle (III) |

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 |
|----------------------------|--|-----------------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Posiedzenie 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 ^a | 14 ^b | 14 | 16 | 14 | 14 | 16 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| Inflacja bazowa | 25 | - | 22 ^b | 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 | 23 | 23 | 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 | 23 | 23 | 21 | 23 | 21 | 21 | 22 | 21 | 21 | 23 | 21 |
| Handel zagraniczny | Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym | | | | | | | | | | | |
| Bilans płatniczy* | - | - | 31 | - | - | 30 | - | - | - | - | - | - |
| Bilans płatniczy | 31 ^c | 28 | 31 | 29 | 31 | 30 | - | - | - | - | - | - |
| Podaż pieniądza | 14 | 14 | 14 | 14 | 13 | 14 | - | - | - | - | - | - |
| Bilans NBP | 7 | 7 | 7 | 7 | 6 | 7 | - | - | - | - | - | - |
| Wskaźniki koniunktury | 21 | 21 | 22 | 22 | 20 | 22 | 22 | 19 | 22 | 21 | 22 | 22 |

* dane kwartalne; ^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty, ^c za listopad 2004 itd., ^d za styczeń, ^e za luty

Źródło: GUS, NBP



Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

| | | lut 04 | mar 04 | kwi 04 | maj 04 | cze 04 | lip 04 | sie 04 | wrz 04 | paź 04 | lis 04 | gru 04 | sty 05 | lut 05 | mar 05 |
|----------------------------------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Produkcja przemysłowa | % r/r | 18,3 | 23,5 | 21,8 | 12,2 | 15,8 | 6,0 | 13,7 | 9,5 | 3,5 | 11,4 | 6,8 | 4,7 | 3,6 | 0,9 |
| Sprzedaż detaliczna ^c | % r/r | 12,1 | 20,7 | 30,6 | 4,0 | 8,6 | 10,9 | 9,6 | 8,8 | 4,0 | 4,4 | 2,8 | 7,5 | 4,9 | -4,8 |
| Stopa bezrobocia | % | 20,6 | 20,4 | 19,9 | 19,5 | 19,4 | 19,3 | 19,1 | 18,9 | 18,7 | 18,7 | 19,1 | 19,5 | 19,5 | 19,3 |
| Place brutto ^{b c} | % r/r | 6,3 | 7,0 | 4,6 | 4,4 | 4,5 | 3,6 | 5,1 | 3,7 | 2,4 | 2,7 | 3,2 | 2,6 | 0,8 | 2,7 |
| Zatrudnienie ^b | % r/r | -1,5 | -1,3 | -1,1 | -0,9 | -0,7 | -0,7 | -0,8 | -0,6 | -0,4 | -0,3 | 0,2 | 1,4 | 1,6 | 1,7 |
| Eksport ^d | % r/r | 18,3 | 28,2 | 27,9 | 24,9 | 34,5 | 14,6 | 21,5 | 17,7 | 13,0 | 24,3 | 17,8 | 16,3 | 14,8 | 4,1 |
| Import ^d | % r/r | 4,6 | 25,8 | 37,4 | 17,8 | 32,4 | 10,5 | 20,2 | 19,0 | 14,2 | 23,5 | 15,4 | 17,9 | 20,0 | 4,8 |
| Bilans handlowy ^d | mln EUR | -9 | -535 | -1 021 | -232 | -172 | -509 | -312 | -326 | -320 | -480 | -652 | -500 | -250 | -600 |
| Rachunek bieżący ^d | mln EUR | -14 | -447 | -541 | -416 | -379 | -532 | 97 | -334 | -66 | 67 | -275 | -300 | -150 | -600 |
| Rachunek bieżący ^d | % PKB | -1,7 | -1,7 | -1,7 | -1,7 | -1,8 | -1,8 | -1,7 | -1,8 | -2,0 | -1,8 | -1,5 | -1,6 | -1,6 | -1,6 |
| Deficyt budżetowy (narastająco) | mlrd PLN | -9,4 | -11,8 | -11,0 | -15,3 | -19,9 | -23,2 | -25,9 | -29,0 | -30,8 | -33,8 | -41,5 | -1,6 | -9,0 | -13,4 |
| Deficyt budżetowy (narastająco) | % planu | 20,7 | 26,1 | 24,3 | 33,8 | 43,9 | 51,3 | 57,1 | 63,9 | 67,9 | 74,6 | 91,6 | 4,5 | 25,6 | 38,3 |
| Inflacja (CPI) | % r/r | 1,6 | 1,7 | 2,2 | 3,4 | 4,4 | 4,6 | 4,6 | 4,4 | 4,5 | 4,5 | 4,4 | 4,0 | 4,1 | 3,9 |
| Ceny produkcji (PPI) | % r/r | 4,2 | 4,9 | 7,6 | 9,6 | 9,1 | 8,6 | 8,5 | 7,9 | 7,6 | 6,7 | 5,2 | 4,4 | 4,1 | 3,0 |
| Podaż pieniądza (M3)* | % r/r | 5,1 | 5,7 | 8,5 | 6,4 | 7,2 | 6,8 | 7,4 | 6,5 | 10,5 | 6,4 | 8,7 | 9,4 | - | - |
| Zobowiązania* | % r/r | 3,5 | 4,8 | 8,4 | 6,2 | 6,9 | 6,4 | 7,6 | 6,6 | 11,5 | 6,5 | 8,1 | 8,4 | - | - |
| Należności* | % r/r | 7,7 | 6,1 | 8,5 | 6,1 | 5,7 | 4,6 | 5,2 | 4,2 | 9,5 | 4,0 | 2,9 | 3,3 | - | - |
| USD/PLN | PLN | 3,84 | 3,89 | 3,97 | 3,93 | 3,78 | 3,64 | 3,64 | 3,58 | 3,46 | 3,28 | 3,09 | 3,11 | 3,06 | 2,98 |
| EUR/PLN | PLN | 4,85 | 4,77 | 4,76 | 4,72 | 4,59 | 4,47 | 4,43 | 4,37 | 4,32 | 4,26 | 4,14 | 4,08 | 3,99 | 3,90 |
| Stopa interwencyjna ^a | % | 5,25 | 5,25 | 5,25 | 5,25 | 5,25 | 6,00 | 6,50 | 6,50 | 6,50 | 6,50 | 6,50 | 6,50 | 6,50 | 6,50 |
| WIBOR 3M | % | 5,46 | 5,49 | 5,69 | 5,99 | 5,91 | 6,34 | 6,58 | 7,12 | 6,89 | 6,81 | 6,72 | 6,44 | 6,54 | 6,30 |
| Stopa lombardowa ^a | % | 6,75 | 6,75 | 6,75 | 6,75 | 6,75 | 7,50 | 8,00 | 8,00 | 8,00 | 8,00 | 8,00 | 8,00 | 8,00 | 8,00 |
| Rentowność bonów 52-tyg. | % | 5,78 | 5,87 | 6,20 | 6,65 | 6,79 | 7,15 | 7,24 | 7,38 | 7,00 | 6,81 | 6,44 | 6,28 | 5,95 | 5,50 |
| Rentowność obligacji 2L | % | 6,34 | 6,34 | 6,83 | 7,41 | 7,44 | 7,80 | 7,66 | 7,51 | 7,04 | 6,81 | 6,39 | 6,24 | 5,82 | 5,50 |
| Rentowność obligacji 5L | % | 6,76 | 6,60 | 7,13 | 7,57 | 7,50 | 7,79 | 7,65 | 7,33 | 7,03 | 6,78 | 6,29 | 6,31 | 5,80 | 5,50 |
| Rentowność obligacji 10L | % | 6,81 | 6,65 | 7,02 | 7,32 | 7,27 | 7,44 | 7,36 | 6,96 | 6,75 | 6,43 | 6,02 | 5,98 | 5,72 | 5,50 |

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

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

* Od stycznia 2005 NBP zmienił metodologię danych monetarnych (definicja Monetarnych Instytucji Finansowych została rozszerzona o Spółdzielcze Kasy Oszczędnościowo-Kredytowe). Ponieważ bank centralny udostępnił dane w porównywalnym ujęciu jedynie za 13 ostatnich miesięcy, prognozowanie danych nt. podaży pieniądza, kredytów i depozytów jest obciążone wysokim ryzykiem.


Wskaźniki kwartalne i roczne

| | | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 1Q04 | 2Q04 | 3Q04 | 4Q04 | 1Q05 | 2Q05 | 3Q05 | 4Q05 |
|-----------------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|
| PKB | mld PLN | 781,1 | 814,7 | 884,2 | 949,2 | 203,8 | 216,1 | 218,8 | 245,7 | 220,2 | 231,6 | 233,8 | 263,1 |
| PKB | % r/r | 1,4 | 3,8 | 5,4 | 4,7 | 6,9 | 6,1 | 4,8 | 4,2 | 3,9 | 4,4 | 5,0 | 5,3 |
| Popyt krajowy | % r/r | 0,9 | 2,5 | 4,9 | 4,7 | 5,5 | 5,1 | 4,6 | 4,3 | 3,9 | 4,4 | 5,0 | 5,3 |
| Spożycie ogółem | % r/r | 2,8 | 2,5 | 2,8 | 3,1 | 3,3 | 3,5 | 2,9 | 1,8 | 2,5 | 2,9 | 3,4 | 3,5 |
| w tym: spożycie indywidualne | % r/r | 3,3 | 3,1 | 3,2 | 3,5 | 3,9 | 3,8 | 3,5 | 1,8 | 2,8 | 3,3 | 3,9 | 4,1 |
| Nakłady brutto na środki trwałe | % r/r | -5,8 | -0,9 | 5,0 | 10,7 | 3,5 | 3,6 | 4,1 | 7,0 | 12,0 | 11,0 | 12,0 | 9,2 |
| Produkcja przemysłowa | % r/r | 1,1 | 8,4 | 12,3 | 7,2 | 19,0 | 16,4 | 9,2 | 6,1 | 3,0 | 6,6 | 9,3 | 9,8 |
| Sprzedaż detaliczna realnie | % r/r | 1,9 | 3,6 | 7,9 | 1,9 | 13,6 | 11,3 | 4,0 | -1,0 | -2,2 | -2,6 | 6,0 | 6,5 |
| Stopa bezrobocia ^a | % | 20,0 | 20,0 | 19,1 | 17,7 | 20,4 | 19,4 | 18,9 | 19,1 | 19,3 | 18,2 | 17,7 | 17,7 |
| Place realne brutto ^c | % r/r | 1,5 | 2,0 | 0,8 | 2,4 | 3,8 | 1,6 | -0,5 | -1,5 | -1,9 | 0,4 | 1,4 | 1,8 |
| Eksport ^b | % r/r | 6,0 | 9,1 | 21,0 | 11,0 | 19,3 | 29,1 | 17,6 | 18,2 | 11,0 | 11,0 | 10,0 | 10,0 |
| Import ^b | % r/r | 3,5 | 3,3 | 18,9 | 13,0 | 12,6 | 29,3 | 16,3 | 17,6 | 13,2 | 10,0 | 12,0 | 12,0 |
| Bilans handlowy ^b | mld EUR | -7 701 | -5 077 | -4 947 | -6 349 | -909 | -1 438 | -1 148 | -1 452 | -1350 | -1413 | -1616 | -1 970 |
| Rachunek bieżący ^b | mld EUR | -5 404 | -4 109 | -2 971 | -4 127 | -592 | -1 338 | -767 | -274 | -1050 | -989 | -1212 | -1 478 |
| Rachunek bieżący ^b | % PKB | -2,7 | -2,2 | -1,5 | -1,7 | -1,7 | -1,8 | -1,8 | -1,5 | -1,6 | -1,4 | -1,5 | -2,0 |
| Deficyt budżetowy ^a | mld PLN | -39,4 | -37,0 | -41,5 | -35,0 | -11,8 | -19,9 | -29,0 | -41,5 | 14,0 | 22,8 | 29,8 | 35,0 |
| Deficyt budżetowy | % PKB | -5,0 | -4,5 | -4,7 | -3,7 | -5,8 | -3,7 | -4,1 | -5,1 | 6,4 | 3,8 | 3,0 | 2,0 |
| Inflacja | % r/r | 1,9 | 0,8 | 3,5 | 2,5 | 1,6 | 3,3 | 4,5 | 4,4 | 4,0 | 2,7 | 1,8 | 1,7 |
| Inflacja ^a | % r/r | 0,8 | 1,7 | 4,4 | 1,8 | 1,7 | 4,4 | 4,4 | 4,4 | 3,9 | 1,9 | 1,8 | 1,8 |
| Ceny produkcji | % r/r | 1,0 | 2,6 | 7,0 | 1,9 | 4,4 | 8,8 | 8,3 | 6,5 | 3,8 | 0,6 | 0,9 | 2,2 |
| Podaż pieniądza (M3) ^a | % r/r | -2,0 | 5,6 | 8,7 | - | 5,7 | 7,2 | 6,5 | 8,7 | - | - | - | - |
| Zobowiązania ^a | % r/r | -4,1 | 3,7 | 8,1 | - | 4,8 | 6,9 | 6,6 | 8,1 | - | - | - | - |
| Należności ^a | % r/r | 5,2 | 8,1 | 2,9 | - | 6,1 | 5,7 | 4,2 | 2,9 | - | - | - | - |
| USD/PLN | PLN | 4,08 | 3,89 | 3,65 | 2,97 | 3,82 | 3,89 | 3,62 | 3,27 | 3,05 | 2,93 | 2,95 | 2,96 |
| EUR/PLN | PLN | 3,85 | 4,40 | 4,53 | 3,94 | 4,78 | 4,69 | 4,43 | 4,24 | 3,99 | 3,90 | 3,95 | 3,93 |
| Stopa interwencyjna ^a | % | 6,75 | 5,25 | 6,50 | 5,50 | 5,25 | 5,25 | 6,50 | 6,50 | 6,50 | 6,00 | 5,50 | 5,50 |
| WIBOR 3M | % | 9,09 | 5,69 | 6,21 | 5,98 | 5,47 | 5,87 | 6,68 | 6,81 | 6,43 | 6,20 | 5,60 | 5,70 |
| Stopa lombardowa ^a | % | 8,75 | 6,75 | 8,00 | 7,00 | 6,75 | 6,75 | 8,00 | 8,00 | 8,00 | 7,50 | 7,00 | 7,00 |
| Rentowność bonów 52-tyg. | % | 8,18 | 5,33 | 6,50 | 5,50 | 5,75 | 6,24 | 7,26 | 6,75 | 5,91 | 5,40 | 5,40 | 5,30 |
| Rentowność obligacji 2L | % | 7,94 | 5,38 | 6,89 | 5,44 | 6,28 | 6,86 | 7,66 | 6,75 | 5,85 | 5,30 | 5,30 | 5,30 |
| Rentowność obligacji 5L | % | 7,86 | 5,61 | 7,02 | 5,54 | 6,67 | 7,10 | 7,59 | 6,70 | 5,87 | 5,40 | 5,50 | 5,40 |
| Rentowność obligacji 10L | % | 7,34 | 5,77 | 6,84 | 5,58 | 6,70 | 7,00 | 7,25 | 6,40 | 5,74 | 5,50 | 5,60 | 5,50 |

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

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



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 10.03.2005 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

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.