

## Rada zmienną jest

W ubiegłym miesiącu napisaliśmy w tym miejscu, że „choć słabe dane mogą skłonić Radę do cięcia stóp już w czerwcu, to bez wiedzy o tym, czy spowolnienie jest trwale, czy przejściowe, bankierzy centralni nie zdecydują się na ruch odważniejszy niż o 25 pkt. bazowych”. A jednak! Niskie tempo wzrostu gospodarczego w pierwszym kwartale (oraz gorsze od oczekiwań dane o produkcji przemysłowej) skłoniły Radę do agresywnej decyzji. Obniżce stóp procentowych o 50 pb towarzyszyła bowiem zmiana nastawienia w polityce pieniężnej na łagodną z neutralnego, które zostało wprowadzone zaledwie dwa miesiące wcześniej (według obecnej wiedzy Rady zapewne zbyt wcześnie). O ile na pierwszy rzut oka wprowadzenie nastawienia łagodnego sugeruje, że kolejne obniżki stóp są konieczne i przesądzone, to jednak wydaje się, że Rada chciała po prostu być bardzo precyzyjna jeśli chodzi o bilans ryzyk dla przyszłej inflacji – prawdopodobieństwo obniżek stóp jest wyższe niż prawdopodobieństwo obniżek, co nie oznacza, że obniżki muszą być natychmiastowe i głębokie. Jednakże, reakcja rynku była oczywista – rynkowe stopy procentowe na rekordowo niskich poziomach (wykres obok).

Naszym zdaniem, średnioterminowe perspektywy gospodarki nie są aż tak negatywne jak mogłyby sugerować ostatnie dane. Przewidujemy, że wzrost PKB przyspieszy w II półroczu, ale nie ma pewności czy ten punkt widzenia podzieli większość członków RPP. Tym bardziej, że pojawiła się rozbieżność opinii wśród członków RPP jeśli chodzi o interpretację danych o PKB za I kwartał 2005, co sugeruje, że czerwcową decyzją (jeśli chodzi o stopy i/lub zmianę nastawienia) mogła nie być jednogłośnie.

Ujednolicenie opinii wśród członków RPP i dalsze zmiany w polityce pieniężnej będą zależały od informacji napływających z gospodarki. Zgodnie z tym co napisała Rada w komunikacie „dane napływające w najbliższych miesiącach powinny umożliwić lepszą ocenę skali oczekiwanej poprawy aktywności gospodarczej i w konsekwencji określić, jaka powinna być skala i okres dostosowania w polityce pieniężnej”. Naszym zdaniem odnosi się to bardziej do danych dotyczących realnej sfery gospodarki niż danych o inflacji (ta jest skazana na znaczący spadek). Kluczowe będą dane o inwestycjach, które pojawią się w sierpniu, podobnie jak nowa projekcja inflacji i PKB, która najprawdopodobniej pokaże bardziej korzystne perspektywy inflacji. Rada może czekać na te nowe informacje z następną decyzją. Niemniej jednak, po czerwcowej decyzji oczekujemy, że kolejna obniżka o 50 pb może nastąpić w horyzoncie najbliższych 2 miesięcy. Oczywiście w takim przypadku rynek finansowy wycenia obniżkę stóp już w lipcu i kolejną w sierpniu-wrześniu. Dalsze kroki będą zależały od wyniku wyborów we wrześniu, ale możliwa jest obniżka stóp w sumie o 100 pb w ciągu najbliższych 12 miesięcy. No chyba, że bank centralny znowu zmieni zdanie na temat perspektyw gospodarki w obliczu danych sugerujących przyspieszenie wzrostu (i ponownie zmieni nastawienie na neutralne).

### W tym miesiącu:

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

**Maciej Reluga**  
Główny Ekonomista  
(22) 586 8363

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

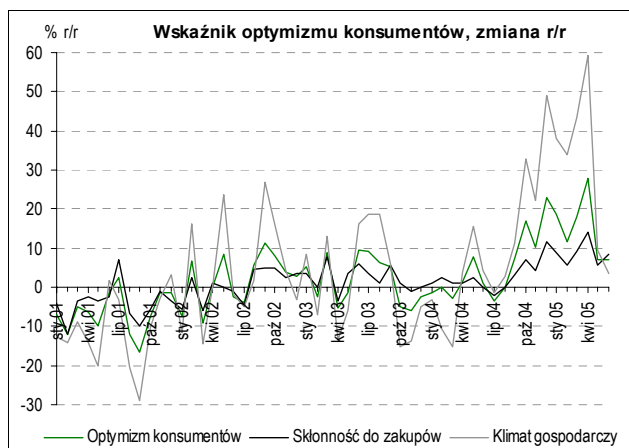
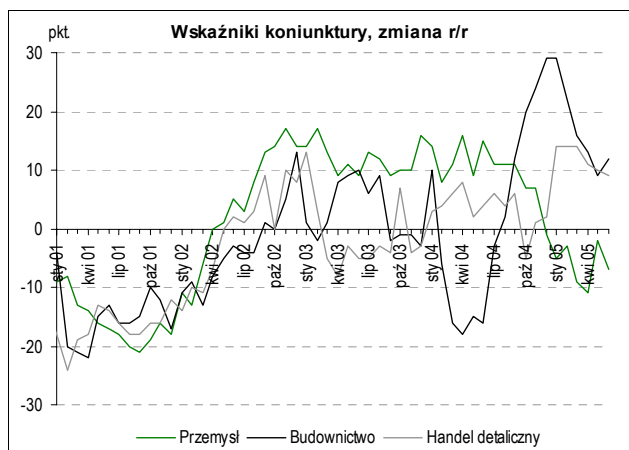
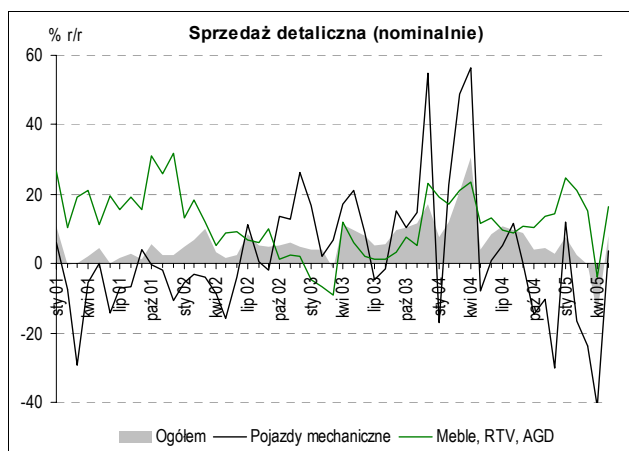
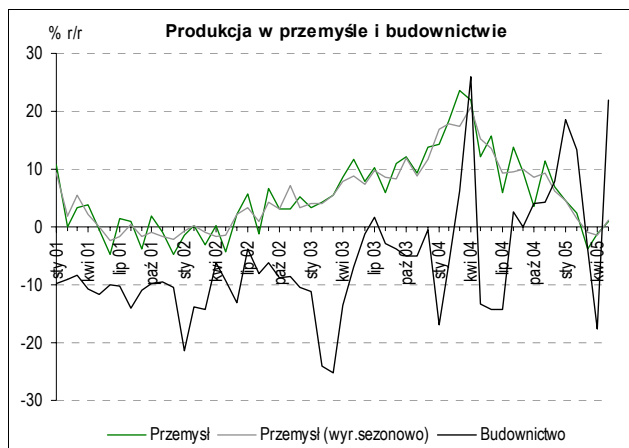
Email: ekonomia@bzwbk.pl

### Na rynku finansowym 30 czerwca 2005 r.:

|                        |      |                                       |      |        |        |
|------------------------|------|---------------------------------------|------|--------|--------|
| Stopa depozytowa NBP   | 3,50 | WIBOR 3M                              | 4,90 | USDPLN | 3,3461 |
| Stopa referencyjna NBP | 5,00 | Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.   | 4,45 | EURPLN | 4,0401 |
| Stopa lombardowa NBP   | 6,50 | Rentowność obligacji skarbowych 5 lat | 4,65 | EURUSD | 1,2074 |

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 11.07.2005 r.

## Gospodarka Polski



### Słaby wynik w przemyśle, silne odbicie w budownictwie

- Produkcja przemysłowa w maju wzrosła o 0,9% r/r po spadku o 1,1% r/r w kwietniu. Wynik był słabszy niż konsensus rynkowy wskazujący na wzrost o ok. 3% r/r i nasza prognoza 1,7% r/r.
- Wzrost produkcji zanotowały tylko 14 z 29 działów przemysłu. Głęboki spadek wystąpił m.in. w produkcji pojazdów samochodowych, przyczep i naczep (-11,2%), gdzie dotąd notowano solidne wzrosty (jeszcze w kwietniu o 7,7% r/r).
- Wciąż pozostaje niepewność odnośnie tempa wzrostu inwestycji. Dane o produkcji wg głównych grupowań przemysłowych pokazały spadek produkcji dóbr inwestycyjnych o 1% r/r.
- Znacznie bardziej optymistyczne były wyniki budownictwa, gdzie produkcja wzrosła o aż 21,8% r/r. W tym przypadku pewną rolę odegrał efekt niskiej bazy, jednak dane te sugerują, że ze wzrostem aktywności inwestycyjnej nie jest tak źle.

### Sprzedaż detaliczna rośnie przyzwyczajenie

- Sprzedaż detaliczna zwiększyła się w maju o 8% r/r nominalnie, natomiast wzrost realny wyniósł 5,5% r/r – najwięcej od lipca 2004. Wynik był nieznacznie lepszy od konsensusu rynkowego na poziomie 7,5% r/r.
- Najlepsza była sprzedaż pojazdów mechanicznych (+3,8% r/r). Sprzedaż dóbr trwałego użytku innych niż samochody nadal rosła bardzo szybko – np. sprzedaż mebli, artykułów AGD i RTV wzrosła o 16,3% r/r – co sugeruje, że popyt konsumpcyjny jest na tyle silny, że nie ogranicza się do dóbr pierwszej potrzeby.
- Dane potwierdzają nadzieje na poprawę wzrostu konsumpcji prywatnej w drugiej połowie tego roku (II kwartał będzie jeszcze dość słaby, za sprawą bardzo kiepskiego wyniku z kwietnia), co będzie sprzyjać przyspieszeniu wzrostu PKB w tym okresie.

### Koniunktura w przedsiębiorstwach nie taka zła

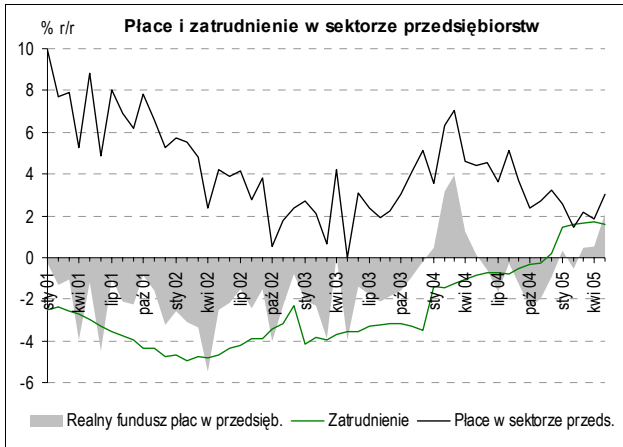
- Według badań GUS, w czerwcu w nastrojach przedsiębiorstw utrzymane zostały tendencje obserwowane w poprzednich miesiącach. Ocena koniunktury w przemyśle była optymistyczna, ale słabsza niż rok wcześniej. Wskaźnik koniunktury w budownictwie był dodatni i znacznie powyżej ubiegłorocznych poziomów. W handlu detalicznym nastroje nadal były negatywne, ale bilans opinii ulega szybkiej poprawie (wzrost o prawie 9 pkt wobec czerwca 2004).
- Mniej jednoznaczne sygnały nt. perspektyw gospodarki przyniosło badanie koniunktury IRG SGH. Wyniki pokazały poprawę koniunktury w prywatnych firmach oraz pogarszające się nastroje w sektorze publicznym w relacji do poprzedniego miesiąca, jednak w obydwu grupach nastroje były gorsze niż roku temu.

### Optymizm konsumentów nieznacznie w dół

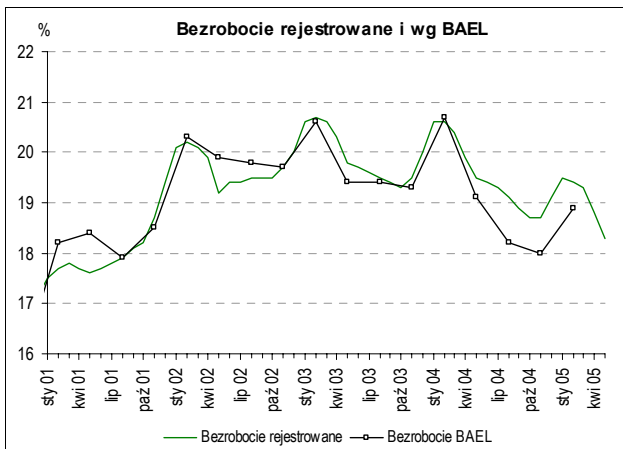
- W czerwcu optymizm konsumentów nieznacznie się zmniejszył w porównaniu z majem. Indeks ogólnego optymizmu WOK osiągnął 87,9 pkt, spadając o 1 pkt wobec maja, wskaźnik skłonności do konsumpcji wyniósł 95,3 pkt, rosnąc o 1 pkt, a indeks oceny klimatu gospodarczego spadł o 4 pkt do 76,7 pkt.
- Roczne tempo wzrostu wszystkich indeksów nie uległo istotnej zmianie w porównaniu z ich dynamiką w maju.
- Zdaniem autorów badania w czerwcu nie nastąpiła zmiana w poziomie lęku gospodarstw domowych przed bezrobociem, a oczekiwania inflacyjne nieznacznie wzrosły.
- Choć tempo poprawy nastrojów konsumentów w ostatnich dwóch miesiącach spowolniło, to pozytywny jest fakt, że po długim okresie gwałtownego wzrostu, wskaźniki optymizmu gospodarstw domowych w ujęciu rocznym nadal ulegają poprawie.

Źródło: GUS, Ipsos, szacunki własne

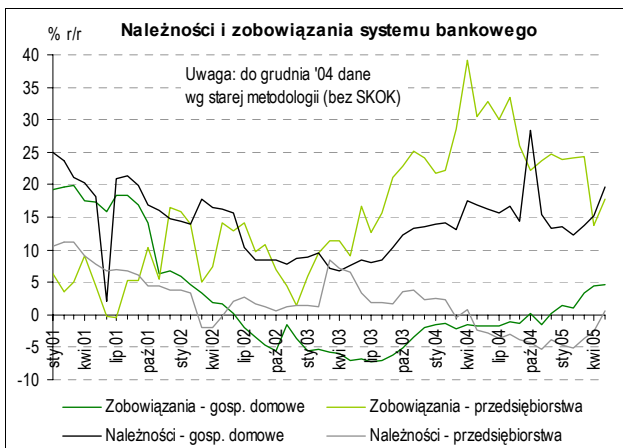
## Gospodarka Polski

**Place i zatrudnienie w trendzie wzrostowym**

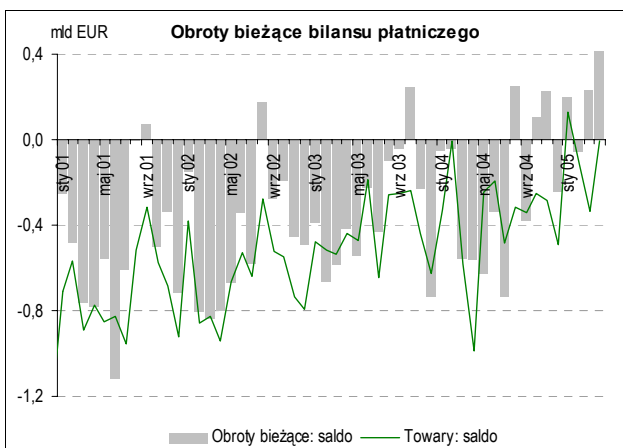
- Średnia płaca w sektorze firm wzrosła w maju o 3% r/r, powyżej prognoz rynku i najszybciej od początku roku. Realny wzrost płac wyniósł 1,5% r/r, najwięcej od ponad roku, i będzie dalej przyspieszał m.in. za sprawą spadającej inflacji.
- Wzrost zatrudnienia był nieznacznie słabszy niż w kwietniu i wyniósł 1,6% r/r. W kolejnych miesiącach powinno być lepiej.
- Fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw odnotował wzrost o 4,6% r/r nominalnie i o 2,1% realnie, najszybszy od I kw. 2004. Potwierdza to nasze przewidywania nt. stopniowej poprawy dochodów gospodarstw domowych w II półroczu 2005.
- Poprawiająca się sytuacja dochodowa konsumentów i malejące obawy przed bezrobociem będą czynnikami sprzyjającymi wzrostowi konsumpcji prywatnej w II połowie roku. Szczególnie przy malejącym poziomie stóp procentowych.

**Bezrobocie spada coraz szybciej**

- Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w maju do 18,3% z 18,8%. W porównaniu z majem 2004 r. obniżka wyniosła 1,2 pkt proc., co było najszybszym tempem poprawy od około 7 lat.
- Liczba bezrobotnych zarejestrowanych w urzędach pracy po raz pierwszy od sierpnia 2001 r. zmniejszyła się poniżej poziomu 2,9 mln osób i była o ponad 7% niższa niż przed rokiem.
- Poprawa widoczna jest również w danych BAEL za I kwartał. Stopa bezrobocia wg BAEL obniżyła się w ciągu roku o prawie 2 pkt proc., liczba bezrobotnych spadła w I kwartale o 310 tys. osób (czyli o 8,8% r/r), liczba osób pracujących wzrosła o 302 tys. osób (2,2% r/r).
- Według Ministerstwa Gospodarki w czerwcu nastąpiło wyraźne przyspieszenie wzrostu nowych ofert pracy na rynku.

**Statystyki pieniężne znów pod znakiem oferty publicznej**

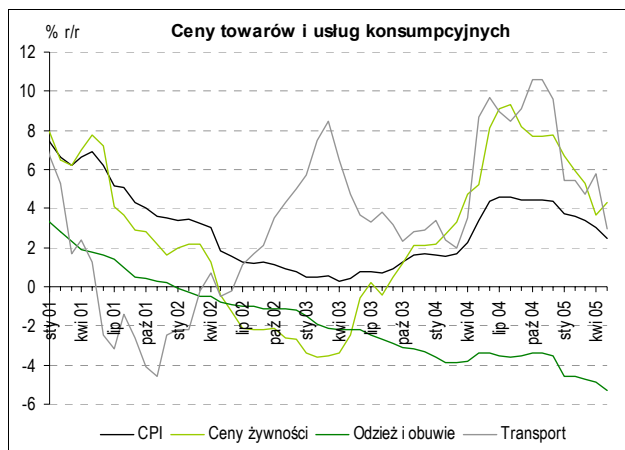
- Podaż pieniądza M3 wzrosła w maju o 13% r/r, w porównaniu z 10% r/r miesiąc wcześniej. Było to w dużej mierze wynikiem oferty publicznej Lotosu, ze względu na dużą skalę kredytów krótkoterminowych przy składaniu zleceń na kupno akcji.
- Depozyty gospodarstw domowych wzrosły o 4,5% r/r (najwyższy wzrost od lutego 2002), a depozyty przedsiębiorstw wzrosły o 17,7% r/r.
- Kredyty ogółem wzrosły w maju o 8,9% r/r (w kwietniu 4,8%). Wynikało to ze znacznego przyspieszenia kredytów gospodarstw domowych (z 15,2% do 19,7% r/r), w dużej mierze związanych z zakupami akcji Lotosu. Po wielu miesiącach ujemnej dynamiki kredytów dla firm, w maju wzrosły one o 0,5% r/r. To jeszcze nie boom kredytowy, ale stopniowa poprawa w ostatnich miesiącach daje nadzieję, na dalsze ożywienie popytu inwestycyjnego.

**Ponownie nadwyżka w obrotach bieżących**

- W kwietniu na rachunku obrotów bieżących zanotowano nadwyżkę przekraczającą 0,5 mld €, a deficyt handlowy wyniósł zaledwie 7 mln €.
- Oprócz bardzo niskiego deficytu handlowego, poprawa w obrotach bieżących to zasługa wysokich transferów netto.
- Dynamika eksportu i importu znacznie spowolniła w kwietniu (w przypadku importu znalazła się na sporym minusie), co wynikało z efektu wysokiej bazy. Przewidujemy, że w kolejnych miesiącach wzrost eksportu i importu będzie wyższy, potwierdzając wysoki poziom aktywności gospodarczej.
- Prawie zrównoważone obroty wymiany z zagranicą w kwietniu sugerują, że w II kwartale br. udział eksportu netto we wzroście PKB może być ponownie dodatni.

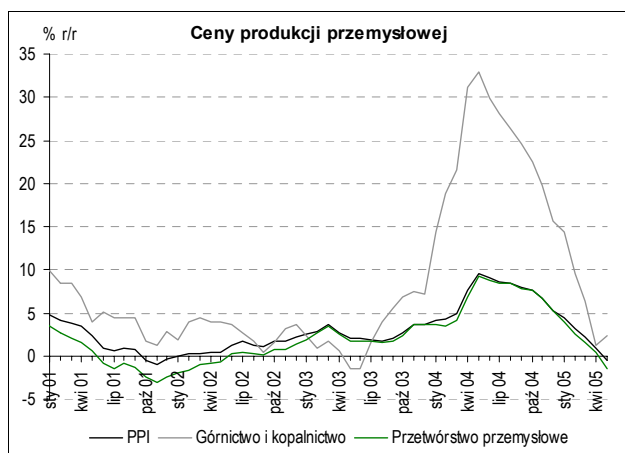
Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

## Gospodarka Polski



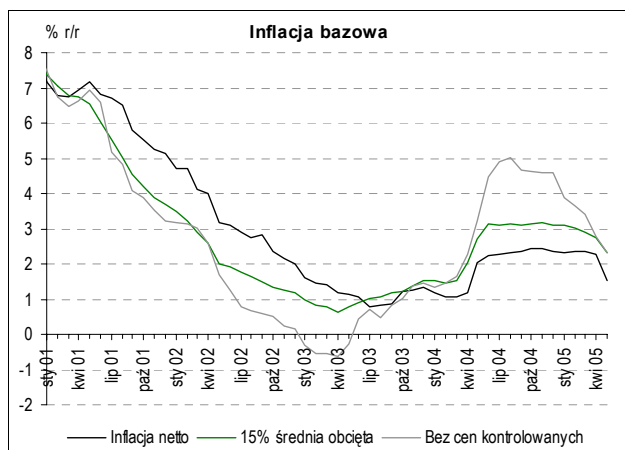
## CPI w maju na poziomie celu inflacyjnego

- Tempo wzrostu cen dóbr i usług konsumpcyjnych zrównało się w maju z celem inflacyjnym RPP, osiągając 2,5% r/r.
- Inflacja była nieco wyższa od oczekiwań głównie dlatego, że wzrost cen żywności okazał się większy od prognoz. Wyniósł on 0,9% m/m i 4,3% r/r. Roczne tempo wzrostu cen pozostałych składników koszyka konsumpcyjnego prawie się nie zmieniło w porównaniu z poprzednimi miesiącami. Wyjątkiem był wzrost cen paliw (0,8% m/m) oraz cen wyrobów tytoniowych (0,6% m/m).
- W czerwcu inflacja spadnie ponownie, m.in. za sprawą bardzo wysokiej bazy jeśli chodzi o ceny żywności (które bardzo mocno wzrosły po akcesji do UE). Nawet znaczący wzrost cen paliw nie będzie w stanie zapobiec spadkowi inflacji. Przewidujemy, że CPI wyniesie 1,6% r/r, tymczasem Ministerstwo Finansów prognozuje spadek do 1,3% r/r, za sprawą spadku cen żywności.



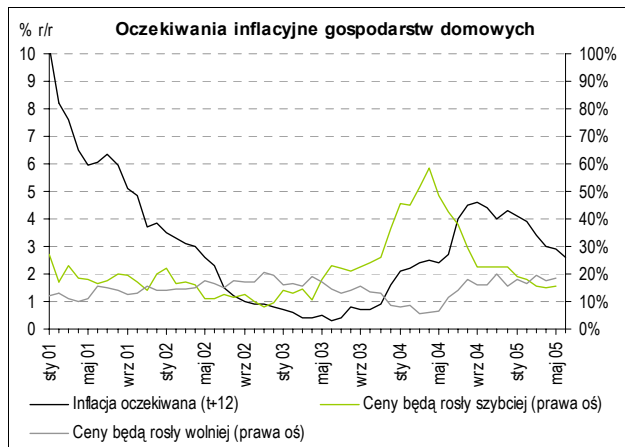
## ... a PPI poniżej zera

- W maju ceny produkcji przemysłowej obniżyły się o 0,5% r/r po wzroście o 0,9% r/r w kwietniu. Dynamika PPI spadła poniżej zera po raz pierwszy od grudnia 2001 r.
- Oczywiście należy pamiętać, że sytuacja jest daleko od deflacji cen produkcji (rozumianej jako długotrwały spadek cen produkcji), ponieważ ich roczny spadek obserwowany obecnie to w dużej mierze efekt bardzo wysokiej bazy.
- Kształtowanie się cen producenta w ostatnich miesiącach potwierdza bardzo korzystne perspektywy inflacji na najbliższe miesiące.
- Według naszych prognoz, roczna dynamika PPI pozostanie bliska zera przynajmniej do sierpnia, ale później powinno powrócić na plus i zakończyć rok na poziomie ok. 2%.



## Inflacja bazowa poniżej celu inflacyjnego

- Zgodnie z oczekiwaniami, wszystkie miary inflacji bazowej obniżyły się w maju, podążając w ślad za głównym wskaźnikiem CPI. Spadek był znaczny i wyniósł od 0,4 do 1,1 pkt. proc.
- W efekcie, wszystkie miary inflacji bazowej znalazły się po raz pierwszy od roku poniżej celu inflacyjnego RPP (2,5%). Najniższą wartość miała inflacja netto, która wyniosła 1,5% r/r wobec 2,3% w kwietniu.
- Źródłem spadku było przede wszystkim zniknięcie wpływu jednorazowego zaburzenia cen związanego z wejściem Polski do UE. Warto jednak zauważyć, że spadek inflacji w maju 2005 był znacząco słabszy niż jej wzrost zanotowany w maju 2004 i wszystkie miary inflacji bazowej w maju znalazły się powyżej poziomów z okresu bezpośrednio przed akcesją do UE.



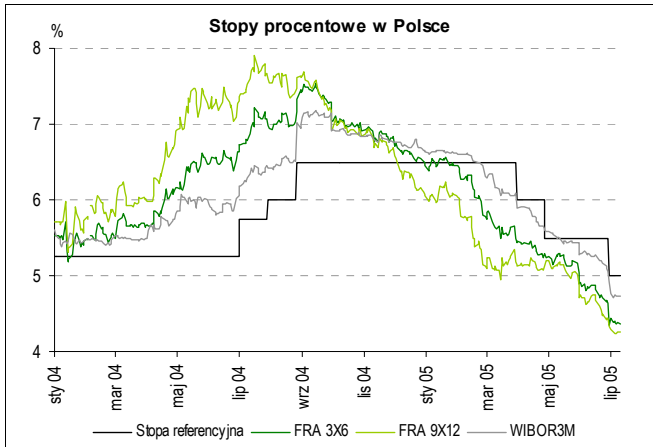
## Oczekiwania inflacyjne ludności spadają

- Od kilku miesięcy oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych znajdują się w stabilnym trendzie spadkowym. W czerwcu wskaźnik inflacji oczekiwanej przez gospodarstwa domowe w horyzoncie kolejnych 12 miesięcy obniżył się do 2,6% r/r, najniższego poziomu od roku.
- Wprawdzie spadek wskaźnika oczekiwań wynika nie tyle z poprawy w strukturze odpowiedzi ankietowanych osób (która jest nieznaczna w ostatnich miesiącach), co przede wszystkim z szybkiej redukcji obserwowanej stopy inflacji, na podstawie której dokonywana jest kwantyfikacja odpowiedzi ankietowych.
- Jednak tak czy inaczej dane nt. oczekiwań inflacyjnych potwierdzają pozytywny obraz perspektyw inflacji, wskazując na brak poważnego zagrożenia pojawieniem się presji cenowej ze strony gospodarstw domowych.

Źródło: GUS, NBP, szacunki własne



## Pod lupą: Bank centralny



### Fragmenty komunikatu RPP z dnia 29 czerwca 2005

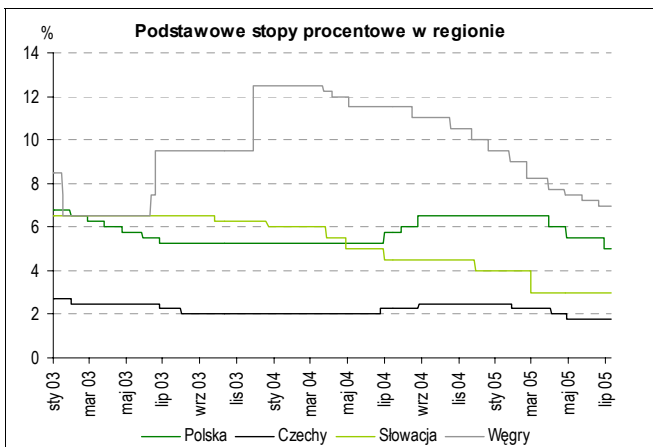
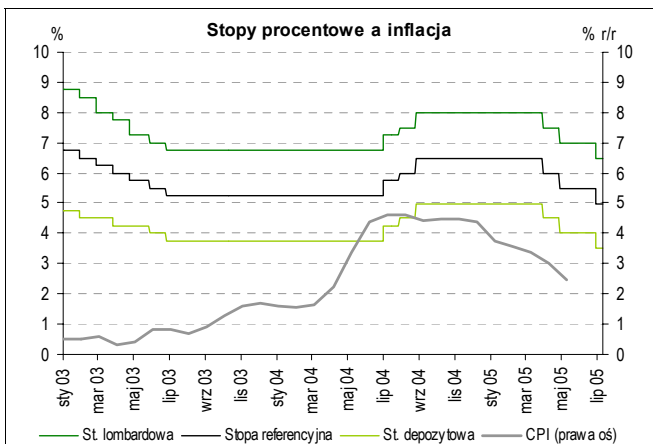
Prognozy, jakie napłynęły od ostatniego posiedzenia, sygnalizują obniżenie przewidywanego tempa wzrostu gospodarczego w strefie euro w latach 2005 i 2006. Większość z tych prognoz wskazuje także na niższą inflację w strefie euro. Wzrost cen ropy, jaki nastąpił od ostatniego posiedzenia Rady, zwiększył prawdopodobieństwo, że wysokie ceny ropy naftowej utrzymają się dłużej niż poprzednio zakładano.

W świetle dostępnych danych GUS wzrost PKB w II kw. br. prawdopodobnie nie uległ istotnemu przyspieszeniu.

Dane ekonomiczne, które napłynęły od publikacji majowego Raportu wskazują, że tempo wzrostu gospodarczego w 2005 r. może być istotnie niższe niż oczekiwano. Obserwowane spowolnienie wzrostu gospodarczego ma prawdopodobnie charakter przejściowy. Trudno jest jednak obecnie ocenić jak długo potrwa okres niższego wzrostu. Dane napływające w najbliższych miesiącach powinny umożliwić lepszą ocenę skali oczekiwanej poprawy aktywności gospodarczej i w konsekwencji określić, jaka powinna być skala i okres dostosowania w polityce pieniężnej.

Spadek inflacji był oczekiwany i można się spodziewać, że w najbliższych miesiącach inflacja znajdzie się poniżej poziomu celu inflacyjnego 2,5%.

U podstaw decyzji Rady o obniżeniu stóp procentowych leżała ocena, że bilans ryzyk dla przyszłej inflacji uległ zmianie w kierunku niższej inflacji.



Źródło: NBP, GUS, Reuters

### Stopy procentowe rekordowo niskie

- RPP obniżyła stopy aż o 50 pb (główną stopę referencyjną do 5,00% - najniższego poziomu w historii), a co więcej zmieniła nastawienie polityki pieniężnej z neutralnego na łagodne.
- Rada ponownie zaskoczyła rynek – stopy rynkowe mocno spadły wzdłuż całej krzywej rentowności, a złoty umocnił się. Cóż, większość zmian w polityce pieniężnej w ostatnich kilku kwartałach wprowadzała dodatkową zmienność na rynek.
- Najwyraźniej znaczący spadek stóp rynkowych w ostatnich miesiącach, do rekordowo niskich poziomów, nie był według Rady wystarczającym impulsem dla gospodarki, biorąc pod uwagę ostatnie, rozczarowujące dane ekonomiczne.
- Warto przypomnieć, że zaledwie miesiąc wcześniej Rada wysłała do rynków sygnał, że średnioterminowa perspektywa gospodarcza uzasadnia neutralne nastawienie.

### ... głównie z powodu niskiego wzrostu PKB w I kw.

- Komunikat i konferencja prasowa (wypowiedzi członków Rady na następnej stronie) pokazały, że za zmianą decyzji była praktycznie tylko jedna informacja – niski wzrost PKB w I kwartale 2005, a w szczególności tylko 1% wzrost inwestycji.
- Po pierwsze, dane te zmieniły ocenę bieżącej sytuacji gospodarczej, co uzasadniło obniżenie stóp o 50 pb. Po drugie, stworzyły ryzyko dla średnioterminowych prognoz wzrostu, co uzasadniło zmianę nastawienia na łagodne.
- O ile na pierwszy rzut oka wprowadzenie nastawienia łagodnego sugeruje, że natychmiastowe kolejne obniżki stóp są konieczne i przesądzone, to jednak wydaje się, że Rada po prostu chciała być bardzo precyzyjna jeśli chodzi o bilans ryzyk dla przyszłej inflacji – prawdopodobieństwo obniżek stóp jest wyższe niż prawdopodobieństwo obniżek.

### Kolejne obniżki zależą od kolejnych danych

- Zgodnie z tym co napisała Rada w komunikacie, jej przyszłe decyzje będą zależały od kolejnych danych ekonomicznych.
- Naszym zdaniem odnosi się to bardziej do danych dotyczących realnej sfery gospodarki niż danych o inflacji.
- Biorąc pod uwagę nasze prognozy produkcji sprzedanej przemysłu, sprzedaży detalicznej oraz danych z rynku pracy, uważamy, że prawdopodobne jest utrzymanie stóp procentowych bez zmian w lipcu, szczególnie że kluczowe będą dane o inwestycjach (w dużych przedsiębiorstwach w I półroczu), które pojawią się dopiero w sierpniu.
- W sierpniu zostanie też opublikowana nowa projekcja inflacji i PKB, która pokaże zapewne korzystniejsze perspektywy inflacji, a Rada może czekać na te nowe informacje z następną decyzją.

### Czy Rada zmieni zdanie jeszcze raz w tym roku?

- Biorąc pod uwagę powyższe uwagi, po czerwcowej decyzji wydaje się bardzo prawdopodobne, że kolejna obniżka o 50 pb może nastąpić w horyzoncie najbliższych 2 miesięcy
- W takim przypadku rynek finansowy najprawdopodobniej będzie wyceniał obniżkę stóp już w lipcu i kolejną w sierpniu-wrześniu, co widoczne jest w notowaniach rynkowych.
- Dalsze kroki będą zależały od wyniku wyborów we wrześniu, ale możliwa jest obniżka stóp w sumie o 100 pb w ciągu najbliższych 12 miesięcy. Należy też pamiętać, że bank centralny bardzo często zmieniał swoje oczekiwania co do perspektyw gospodarki i w związku z tym nie można wykluczyć, że po kolejnej obniżce(ach) w II połowie 2005 Rada wprowadzi ponownie nastawienie neutralne, kiedy dane potwierdzą dość pozytywny obraz polskiej gospodarki.

## Pod lupą: Bank centralny

### Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

#### Leszek Balcerowicz, prezes NBP, przewodniczący RPP

konferencja prasowa po posiedzeniu RPP, 29 czerwca

Nie ma podstaw do tezy o obniżeniu tempa PKB na trwałe. Nie ma podstaw do rewizji szacunków potencjalnego PKB. Nie mamy do czynienia z załamaniem się inwestycji w Polsce.

[Pytanie dotyczące wątpliwości o danych PKB za I kw.] Niepewność jest zawsze przy zmianach strukturalnych, a taka było wejście Polski do UE, w szczególności. Stosunek do danych jest różny u różnych członków. Pytania jakie się pojawiły (np. dotyczące deflatorów) pozostały bez odpowiedzi.

Chciałbym mocno podkreślić w imieniu Rady, że nastawienia łagodne nie oznaczają automatyzmu. Sytuacja jest zmienna – obraz przyszłości za miesiąc może być różny od obrazu przyszłości dziś. (...) Bilanse ryzyk mogą ulegać zmianie pomiędzy posiedzeniami ze względu na dużą niepewność.

[Pytanie: czy decyzja Rady nie jest spóźniona?] Decyzja jest na podstawie nowych informacji. Trzeba czasu aby ocenić decyzję.

[Pytanie dotyczące wypowiedzi wiceprezesa NBP o deflacji] Nie była to oficjalna projekcja NBP.

#### Krzysztof Rybiński, wiceprezes NBP

Reuters, 24 czerwca

Jeżeli to spowolnienie (gospodarcze) okaże się bardziej trwałe, nie wykluczam, że inflacja w 2006 roku może być bardzo niska. W ekstremalnej sytuacji może być deflacja.

Optymalnym rozwiązaniem z punktu widzenia makroekonomicznego jest wejście Polski do ERM2 w kwietniu 2006 i przyjęcie euro w styczniu 2009. Jeżeli przyjmujemy, że rząd będzie wprowadzał plan konwergencji w obecnym kształcie, to wówczas zmiana związana z dostosowaniem do decyzji Eurostatu (o OFE) spowoduje, że deficyt będzie na poziomie 4 procent PKB w 2007 roku.

#### Dariusz Filar, członek RPP

Reuters, 5 lipca

Sądzę, że jest szansa, iż wzrost gospodarczy znacząco przekroczy w tym roku 3%. Jest to jeszcze możliwe, natomiast ostatecznie rozstrzygnie to drugie półrocze, ponieważ drugi kwartał tego (kiepskiego) obrazu gospodarki zasadniczo nie zmieniał

Wchodzimy w ścisły okres wyborczy, który podnosi skalę niepewności na rynkach finansowych, a to zmusza nas do powściągliwości, szczególnie w miesiącach sierpień i wrzesień. Okresy podwyższonych stanów niepewności na rynkach finansowych nie sprzyjają podejmowaniu decyzji z zakresu polityki pieniężnej.

#### Stanisław Owsiak, członek RPP

PAP, 30 czerwca

Są w RPP różne poglądy na ten temat, ale w większości przychylamy się do tego, aby posługiwać się nastawieniem jako sygnalizowaniem pewnych zamiarów Rady. Ale to nie znaczy, że łagodne nastawienie dzisiaj jest w 100% zapowiedzią kolejnych obniżek stóp. Być może nastawienie w polityce pieniężnej w ogóle nie jest potrzebne, trzeba to przedyskutować, ale teraz, skoro mamy je w założeniach jako instrument na rok 2005, to powinniśmy z tego korzystać.

#### Halina Wasilewska-Trenkner, członkini RPP

konferencja prasowa po posiedzeniu RPP, 29 czerwca

Kluczowe będą dane w sierpniu o inwestycjach. Są środki, które mogą umożliwić inwestowanie.

Informacja o danych z pierwszego kwartału w porównaniu z prognozami ma wpływ na przyszłe procesy. Przyszłym procesom trzeba zapewnić warunki jak najkorzystniejsze.

Radio PiN, 1 lipca

Nie grozi nam inflacja w przyszłości, nie tylko teraz, ale i w roku 2006, a nawet i w 2007 (...) to oznacza, że Rada ma większą swobodę manewru stopami procentowymi. I wobec tego powiedzieliśmy, że wchodzimy w okres, w którym częściej należy liczyć się z większym prawdopodobieństwem tego, że zmiana stopy procentowej będzie to zmianą raczej ku obniżeniu niż ku podwyższeniu.

### Komentarz

Biorąc pod uwagę komunikat Rady i wypowiedzi podczas konferencji prasowej, można stwierdzić, że średnioterminowy scenariusz nie zmienił się znacząco dla Rady. Zgadamy się, że średnioterminowe perspektywy gospodarki nie są aż tak negatywne jak mogłyby sugerować ostatnie dane. Przewidujemy, że wzrost PKB przyspieszy w II półroczu, ale nie ma pewności czy ten punkt widzenia podziela większość członków Rady. Prezes NBP wspominał, że pojawiła się rozbieżność opinii wśród członków Rady jeśli chodzi o interpretację danych o PKB za I kwartał 2005, co sugeruje, że czerwcową decyzja (jeśli chodzi o stopy i/lub zmianę nastawienia) mogła nie być jednogłośna. Naszym zdaniem możliwe jest, że prezes NBP został ponownie przegłosowany (podobnie jak w lutym, kiedy Rada wprowadziła łagodne nastawienie po raz pierwszy).

Jak zauważył prezes NBP, sytuacja zmieniać się może z posiedzenia na posiedzenie. Jest to szczególnie prawdziwe, jeśli weźmiemy pod uwagę jak często bank centralny zmieniał swoje oczekiwania co do perspektyw gospodarki (łagodne nastawienie w lutym, neutralne w kwietniu, znów łagodne w czerwcu). Poza tym Rada jest podzielona wewnętrznie i wystarczy aby jeden z dziesięciu członków zmienił zdanie by zmieniły się decyzje całej Rady (co już miało miejsce w przeszłości).

Wypowiedź wiceprezesa NBP o możliwości wystąpienia deflacji w Polsce znacząco wpłynęła na rynki finansowe. Wypowiedź ta była o tyle zaskakująca, że jeszcze w maju wiceprezes Rybiński przedstawiał bardzo optymistyczne perspektywy wzrostu w latach 2006-07. Czy prognozy banku centralnego zmieniły się diametralnie pod wpływem danych z jednego miesiąca? Nie można być tego pewnym, gdyż prezes NBP zdystansował się od wypowiedzi Krzysztofa Rybińskiego podczas konferencji prasowej po posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej.

Wydaje się, że wiceprezes Rybiński sam nie do końca wierzy w realizację optymalnego scenariusza, gdyż widzi możliwość deficytu fiskalnego powyżej 3% PKB w 2007. Wspominał on również, że jednym z głównych ryzyk dla polskiej gospodarki jest silna aprecjacja złotego.

Podobnie jak Halina Wasilewska-Trenkner profesor Filar ma dość optymistyczne prognozy wzrostu na rok bieżący. Przypomnijmy, że w oficjalnym komunikacie po posiedzeniu RPP napisano, że tempo wzrostu gospodarczego w 2005 r. może być istotnie niższe niż oczekiwano, a oczekiwano ok. 4%. Czy w takim razie prognoza PKB banku centralnego to 3,5%, (co oznacza ok. 4,5% w II półroczu), czy też może Filar jest bardziej optymistyczny niż reszta RPP? Naszym zdaniem większość członków Rady może nie podzielać również poglądu, że przed wyborami należy wstrzymać się z obniżkami stóp procentowych ze względu na zamieszanie na rynku walutowym, choć nie ulega wątpliwości, że oprócz danych z realnej gospodarki Rada będzie uważnie analizować zmiany złotego.

Najwyraźniej podczas posiedzenia czerwcowego Rada nie dyskutowała tylko o wysokości i zmianie nastawienia, ale również o sensowności używania nastawienia jako instrumentu polityki pieniężnej. Owsiak zasugerował, że być może nastawienie nie jest niezbędnym narzędziem polityki pieniężnej. Owsiak potwierdził również naszą interpretację ostatniej decyzji RPP, stwierdzając, że wprowadzenie nastawienia łagodnego w czerwcu nie było deklaracją, że na 100% nastąpią wkrótce kolejne redukcje stóp, ponieważ kolejne kroki w polityce pieniężnej będą zależały od nadchodzących danych ekonomicznych.

Halina Wasilewska-Trenkner udzieliła wielu wywiadów po decyzji Rady. Według niej perspektywy realizacji celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej są niezagrożone. W takiej sytuacji dla Rady nie będzie istotny dokładny poziom inflacji w najbliższych miesiącach, lecz sytuacja w sferze realnej gospodarki, wpływająca na średnioterminowe prognozy. Przedstawiła ona prognozę wzrostu PKB ponad 3,5% w tym roku, co jest dość bliskie naszym szacunkom, a wymaga znaczącego przyspieszenia wzrostu PKB w drugiej połowie roku – do ok. 4% w III kw. i ok. 5% w IV kw. Jest to dość optymistyczne założenie, szczególnie jeśli weźmiemy pod uwagę całkowicie odmienną opinię innego członka Rady, Mirosława Pietrewicza, który niedawno powiedział, że wzrost w drugiej połowie nie przyspieszy i wyniesie 2,0-2,5%. Naszym zdaniem scenariusz przedstawiony przez Wasilewską-Trenkner niekoniecznie wzywa do dalszego rozluźniania polityki pieniężnej na dużą skalę.

## Pod lupą: Rząd i polityka

### Podstawowe parametry budżetowe

|                            | 2005 E | 2006 P  |
|----------------------------|--------|---------|
| Dochody (mld zł)           | 176,25 | 184-189 |
| Wydatki (mld zł)           | 209,7  | 216-222 |
| Deficyt budżetowy (mld zł) | 33,45  | 28-34*  |
| Deficyt budżetowy (% PKB)  | 3,4    | 2,8-3,4 |

Uwaga: E – estymowane wykonanie, P – plan; \* według *Rzeczpospolitej* z dnia 9-10 lipca minister Mirosław Gronicki zawęził przedział planowanego deficytu do 29-33 mld z 28-34 mld.

### Podstawowe założenia makroekonomiczne

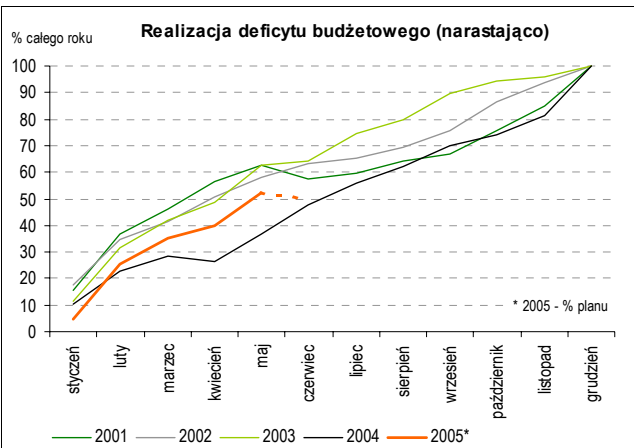
|                                    | 2005 E | 2006 P |
|------------------------------------|--------|--------|
| PKB (% r/r)                        | 3,7    | 4,0    |
| Popyt wewnętrzny (% r/r)           | 3,1    | 4,6    |
| Inwestycje (% r/r)                 | 7,0    | 10,0   |
| Stopa bezrobocia (% , koniec roku) | 18,0   | 17,0   |
| Inflacja (% , średnioroczna)       | 2,1    | 1,5    |
| Inflacja PPI (% , średnioroczna)   | 0,9    | 1,7    |
| EURPLN                             | 4,16   | 4,07   |
| USDPLN                             | 3,20   | 3,16   |
| EURUSD                             | 1,30   | 1,29   |

### Deficyt raczej powyżej 30 mld w 2006 r.

- W połowie czerwca rząd zaakceptował założenia do budżetu na przyszły rok, przygotowane przez ministra finansów.
- Założone wielkości deficytu, dochodów i wydatków, zaprezentowane zostały w formie przedziałów, a nie celów punktowych. Najbardziej istotny przedział dotyczący deficytu, oznacza asymetrię na niekorzyść w porównaniu z wcześniejszymi zapewnieniami o deficycie poniżej 30 mld.
- Planowana na przyszły rok indeksacja rent i emerytur nie może być powodem zwiększenia deficytu, gdyż minister finansów twierdził, że już wcześniej uwzględnił ten element.
- Wydatki budżetowe mogą wzrosnąć o 6% nominalnie, przy założonej inflacji 1,5%, co oznacza znaczący wzrost wydatków w ujęciu realnym i trudno to postrzegać jako dobrą informację dla rynku. Budżet i tak będzie jednak zmieniony po wyborach.

### Założenia makroekonomiczne w miarę bezpieczne

- Założenia makroekonomiczne są zgodne z wcześniejszymi informacjami, zaprezentowanymi w maju.
- Prognozy Ministerstwa Finansów na ten rok są również mniej więcej zgodne z naszymi prognozami. Choć po gorszych od oczekiwań danych za pierwszy kwartał tego roku wciąż jest ryzyko, że tempo wzrostu gospodarczego okaże się niższe.
- W związku z tym ryzykiem pozytywnie należy odebrać fakt stosunkowo niskich prognoz ministerstwa na 2006 rok.
- W porównaniu z prognozami ministerstwa, oczekujemy mocniejszego złotego w stosunku do euro (poniżej 4,0), lecz słabszego do dolara. Wynika to z innego założenia kursu EURUSD, choć po ostatnich wydarzeniach na tym rynku ministerstwo też może zmienić swoje prognozy w tym względzie.



### Podatki pośrednie lepiej, choć wciąż dość daleko od celu

- Deficyt budżetowy po pięciu miesiącach roku okazał się zgodny z zapowiedziami przedstawicieli ministerstwa i osiągnął 52,3% całorocznego planu. W czerwcu możliwa nadwyżka w związku z transferem zysku NBP.
- Dużo lepszy wynik niż wstępnie zakładano w harmonogramie wynika głównie z opóźnienia w przewidywanej wypłacie pewnych środków dla odbiorców świadczeń społecznych.
- Zgodne z dość optymistycznymi zapowiedziami urzędników ministerstwa okazały się wpływy podatkowe. Wpływy z podatków pośrednich (VAT i akcyza) wzrosły o 15,3% r/r w samym maju (po spadkach w marcu i kwietniu).
- Wpływy z podatków pośrednich są nadal głównym czynnikiem ryzyka dla wykonania tegorocznego budżetu (zakładano tempo wzrostu w całym roku na poziomie 12,8%).

### Poparcie dla partii politycznych w sondażach

|           | sondaż OBOP    |                 | sondaż GfK Polonia |                 |
|-----------|----------------|-----------------|--------------------|-----------------|
|           | poparcie (w %) | liczba mandatów | poparcie (w %)     | liczba mandatów |
| PiS       | 23 (18)        | 121             | 21 (23)            | 115             |
| PO        | 21 (26)        | 113             | 18 (22)            | 99              |
| Samobrona | 18 (13)        | 102             | 15 (15)            | 84              |
| LPR       | 8 (12)         | 43              | 13 (10)            | 69              |
| SLD       | 8 (6)          | 43              | 11 (7)             | 61              |
| PSL       | 7 (3)          | 36              | 6 (6)              | 32              |

Uwaga: Badanie GfK Polonia wykonane na zlecenie Rzeczpospolitej między 29 czerwca a 3 lipca; badanie OBOP wykonane 1-4 lipca. W nawiasach wyniki z poprzedniego miesiąca.

### Bez większych zmian w poparciu dla PO-PiS-u

- Sondaże nadal nie wskazują jednoznacznie na zwycięzcę wrześniowych wyborów, choć PiS i PO są wciąż na czele.
- Według jednego z sondaży te dwie partie nie miałyby większości. W takim układzie trzecim koalicjantem mógłby być PSL, jednak z punktu widzenia rynków finansowych nie byłaby to dobra wiadomość – możliwe pogorszenie programu gospodarczego i zmniejszenie stabilności przyszłego rządu.
- SLD zyskało w sondażach po ogłoszeniu kandydowania na prezydenta przez Włodzimierza Cimoszewicza.
- Z punktu widzenia rynków wybory prezydenckie są na drugim planie, choć warto pamiętać, że prezydent kraju będzie nominował prezesa NBP na początku 2007 roku. Oczywiście parlament będzie musiał tę kandydaturę zaakceptować.



## Pod lupą: Rząd i polityka

### Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

#### Mirosław Gronicki, minister finansów

PAP, 14 czerwca

To co przedstawiamy jest uwarunkowane tym, co może się zdarzyć. Jak na razie gospodarka wygląda nieźle, choć gorzej niż zakładano w ustawie budżetowej na ten rok. Mam nadzieję, że ten deficyt będzie bliżej środka tego przedziału, ale jest za wcześnie, żeby o tym przesądzać. Widelki były podane jako pole do negocjacji, ale nie zgodzę się na 34 miliardy.

Głównym czynnikiem wzrostu w 2005 roku pozostanie eksport, natomiast prognozuje się, że w 2006 roku tempo wzrostu PKB przyspieszy do 4,0 proc. Na przyspieszeniełoży się znaczny wzrost tempa spożycia indywidualnego, prawie o 1,0 pkt proc., i przyspieszenie tempa wzrostu inwestycji

Budżet ma się dobrze. Po wyeliminowaniu akcyzy, oczekujemy, że dochody mogą być wyższe o 1,5 mld zł. W aktualnych warunkach deficyt może być o około 2 mld niższy.

Przyszłoroczne potrzeby pożyczkowe brutto są ok. 20 mld zł niższe niż w tym roku. Spadek wartości potrzeb pożyczkowych wynika przede wszystkim z zmiany struktury zadłużenia, co polega na wydłużaniu okresu zapadalności polskiego długu.

#### Mirosław Gronicki, minister finansów

Reuters, 28 czerwca

Przyjąłem głosowanie z ulgą, choć z drugiej strony myślałem o wakacjach, a teraz będę musiał robić budżet. Zostało przed nami jeszcze sporo pracy.

#### Grzegorz Stanisławski, wiceminister finansów

Reuters, 22 czerwca

W pierwszym tygodniu lipca, 5-7 lipca, Ministerstwo Finansów przedstawi techniczną mapę drogową wejścia Polski do ERM-2 i strefy euro. Będzie to swoisty testament ministra Gronickiego. Dokument będzie zawierał analizę czynników ryzyka, techniczne aspekty ratyfikowania poszczególnych umów oraz konkretne terminy.

PAP, 28 czerwca

Nie ma specjalnych zagrożeń dla terminów przygotowania tego dokumentu. (...) Minister Gronicki wzmocniony dzisiejszym głosowaniem podkreśla, że to niezwykle ważne, żeby taki dokument powstał.

PAP, 7 lipca

Strategia wejścia Polski do strefy euro zostanie przedstawiona przez resort finansów w ostatnim tygodniu lipca.

#### Jacek Krzyślak, dyrektor departamentu polityki finansowej, statystyki i analiz w Ministerstwie Finansów

Reuters, 1 lipca

Uważamy, że w czerwcu ceny spadły miesiąc do miesiąca o 0,3-0,4%, a inflacja rok do roku wyniosła 1,3%. Ministerstwo spodziewa się, że różna inflacja w kolejnych miesiącach nadal będzie się obniżać i w grudniu wyniesie 0,8%.

#### Jacek Piechota, minister gospodarki

Reuters, 22 czerwca

Trudno będzie osiągnąć 3-procentowe tempo rozwoju w drugim kwartale. Wstępnie szacujemy, że wzrost gospodarczy w drugim kwartale może wynieść około 2,7%.

#### Zbigniew Chlebowski, Platforma Obywatelska

PAP, 5 lipca

Nasze propozycje muszą się pojawić jako autopoprawka, ale to będzie praktycznie nowo napisany budżet. W 2006 roku chcielibyśmy zaoszczędzić 10-15 mld zł wobec planów ministra Gronickiego. Dla nas walka z deficytem jest jednym z najważniejszych wyzwań. Szczegółowy program, w tym program gospodarczy, planujemy przedstawić w sierpniu. Wejście do strefy ERM2 musiałoby nastąpić w I poł. 2006 r. żeby w 2009 r. móc wejść do euro. Nie odstępujemy od tego. Za wszelką cenę chcielibyśmy wprowadzić zmiany w PIT i CIT od 2006 roku, a mniejsze dochody budżetowe będziemy rekompensować mniejszymi wydatkami. (...) Jednak przekonanie partnera koalicyjnego (PiS) wydaje się dziś najtrudniejsze.

### Komentarz

Naprawdę trudno zrozumieć dlaczego podstawowe parametry budżetowe zostały przedstawione w formie przedziałów. Minister Gronicki powiedział, że odzwierciedla to wysoki poziom niepewności jeśli chodzi o przyszłoroczny wzrost gospodarczy i nie oznacza zmniejszenia determinacji do zacieśnienia fiskalnego. Oczywiście, nie ma wątpliwości, że istnieje znaczna niepewność co do rozwoju sytuacji gospodarczej w przyszłym roku (jak również co do sytuacji politycznej po wyborach), jednak miało to miejsce również w latach poprzednich, a mimo to ministrowie finansów byli do tej pory bardziej precyzyjni. Może minister Gronicki wprowadza (na krótko zresztą) nowy sposób komunikacji z rynkami finansowymi, jednak nie wydaje nam się ona zbyt przejrzysta. Ciekawe, że podany przedział deficytu dopuszcza możliwość niedoboru w wysokości 34 mld, gdy tymczasem minister finansów mówi, że nie pozwoli na tak duży deficyt. Nie pozwoli, ale jednak tak duży deficyt zawiera się w zaakceptowanym przez niego przedziale. W odpowiedzi na pytanie czy jest szansa na deficyt w dolnej granicy przedziału (28 mld), minister odpowiedział, że deficyt budżetowy w przyszłym roku będzie raczej blisko środka podanego przedziału. Przymińmy, że środek przedziału to 31 mld, czyli więcej niż minister planował jeszcze parę miesięcy temu. Tak czy inaczej, budżet ministra Gronickiego będzie zmieniony po wyborach.

Niewielu uczestników rynku wierzyło, że może dojść do odwołania ministra, tak więc głosowanie nie wywołało reakcji rynków finansowych. Tym bardziej, że rynki były w oczekiwaniu na decyzję RPP. Tak więc, minister finansów nie pojedzie na wakacje tylko będzie przygotowywał budżet, a obecna opozycja i tak go zmieni.

Obiecany dokument nie został jednak opublikowany na początku lipca. Najwyraźniej stwierdzono, że jeszcze za wcześnie na publikację testamentu ministra, nawet jeśli minister został „wzmocniony” głosowaniem dotyczącym jego przyszłości w rządzie. Prawda zapewne jest taka, że dokument jest dopiero we wstępnej fazie powstawania, choć z drugiej strony nie ma po co się spieszyć z jego publikacją.

Dokument ten będzie zawierał analizę czynników ryzyka oraz techniczne aspekty, a także będzie identyfikował akty prawne i porozumienia, które muszą zostać przyjęte oraz określał ramy czasowe procesu wchodzenia do strefy euro. Choć taki dokument będzie z pewnością użytecznym punktem odniesienia dla rynku finansowego, należy pamiętać, że najważniejsze decyzje co do drogi Polski do strefy euro będą już wkrótce, po wyborach na jesieni, podejmowane przez nowy rząd i parlament. A tutaj wciąż widać różnice opinii – PO chce do euro jak najszybciej, a PiS jest sceptyczny.

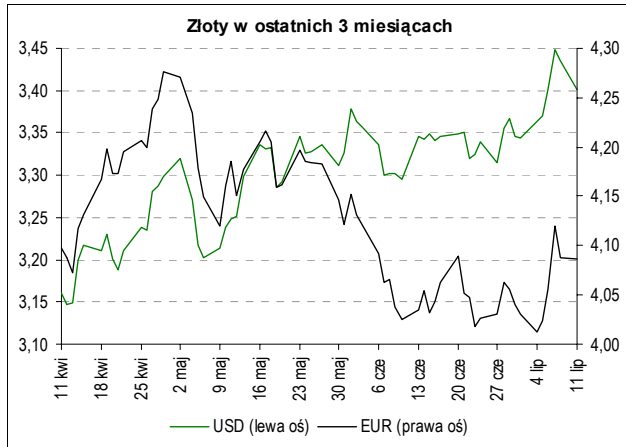
Ministerstwo Finansów zaprezentowało dość optymistyczne prognozy inflacji. Najprawdopodobniej, podstawowym założeniem stojącym za taką prognozą jest znaczący spadek cen żywności (o niemal 2% m/m). Nasza prognoza wskazuje na spadek cen żywności o 0,5% m/m w czerwcu, co daje prognozę inflacji w ujęciu miesięcznym na poziomie 0% m/m i 1,6% r/r (spadek z 2,5% w maju). Warto pamiętać, że w czerwcu nastąpił wzrost średniej ceny baryłki ropy Brent o ok. 10%, a dodatkowo złoty osłabił się do dolara o ponad 1%.

Po gorszych od oczekiwań danych za maj rzeczywiście osiągnięcie wzrostu PKB na poziomie 3% jest dość trudne. Choć wszystko będzie zależało od danych czerwcowych, co do których jesteśmy nastawieni dość optymistycznie. Nie mniej jednak cały drugi kwartał jest pod wpływem kwietnia, kiedy to silnie działał negatywny efekt bazy statystycznej.

Zbigniew Chlebowski, jeden z liderów PO odpowiedzialny za program gospodarczy partii, stwierdził, że budżet Mirosława Gronickiego zostanie zmieniony. Nowy parlament (lub przynajmniej komisja sejmowa) będzie musiał przeprowadzić pierwsze czytanie budżetu (np. w I połowie października), ale w tym samym czasie nowy gabinet przygotuje nowy projekt budżetu, oficjalnie pod nazwą „autopoprawki” do budżetu Gronickiego, ale w praktyce będzie to nowy dokument. Razem z poprawką będzie przygotowywanych kilkadziesiąt innych ustaw, które ograniczą wydatki budżetowe. Dodatkowe oszczędności w porównaniu z budżetem Gronickiego wyniosłyby 10-15 mld zł. Ciekawe, w jaki sposób takie obliczenia zostały zrobione skoro szczegółowy budżet obecnej administracji nie jest jeszcze nawet znany, a plany deficytu, przychodów i wydatków prezentowane były w dosyć szerokich zakresach.

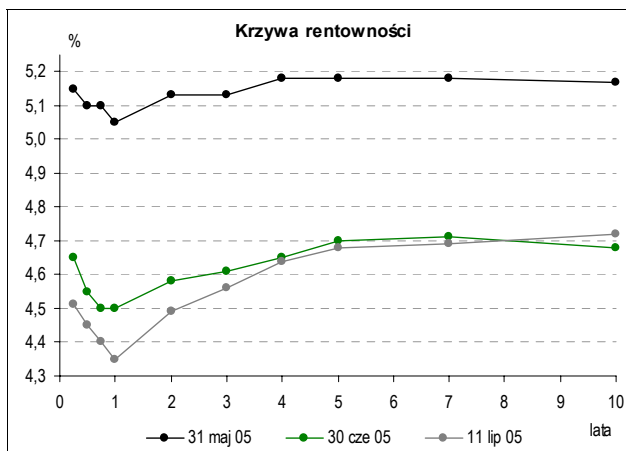


## Monitor rynku



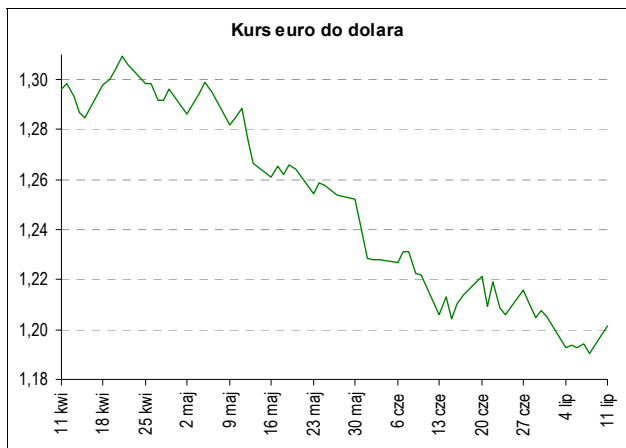
### W czasie wakacji raczej bez zmian

- W minionym miesiącu złoty wahał się w zakresie 4,0-4,1 do euro mimo znacznych ruchów na rynku EURUSD, gdyż cały ciężar dostosowania się wartości koszyka walutowego „przyjął” na siebie dolar, który umocnił się ostatecznie o ponad 3% do złotego. Kurs EURPLN zbliżał się do poziomu 4,0 przy nasilaniu się napływu kapitału na polski rynek obligacji, jednak nie był w stanie trwale przebić tej granicy. Na koniec miesiąca słaby popyt na przetarg 2-latek ustabilizował kurs przy poziomie 4,1.
- Względna polityczna stabilność oraz spadek płynności na rynku z powodu wakacji powinny pozwolić złotemu zachować średnio w miesiącu bieżące poziomy. Polska waluta będzie jednak podatna na sytuację na rynku obligacji, który przy obecnych niskich poziomach rentowności może mniej chętnie przyjmować kolejne aukcje papierów, nawet przy umiarkowanej podaży.



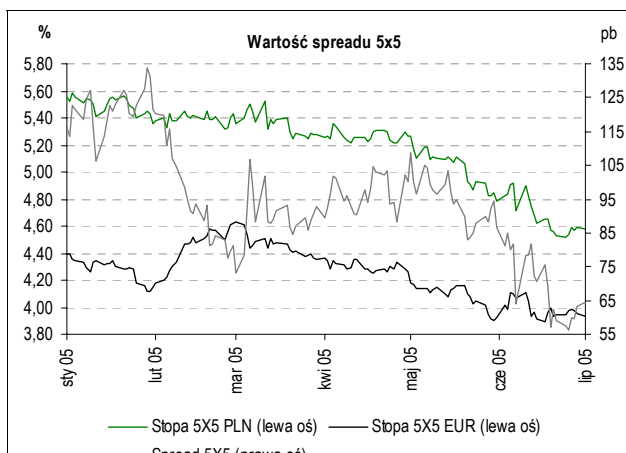
### Rentowności wciąż nisko

- W ostatnim miesiącu nastąpił znaczny spadek rentowności wzdłuż całej polskiej krzywej dochodowości. Początkowo mimo niezbyt udanej aukcji 5-latek oraz spadków na rynkach bazowych polskie obligacje kupowane były z powodu „gołębich” wypowiedzi przedstawicieli NBP. Później popyt wynikał z odradzających się rynków bazowych oraz decyzji RPP o obniżce o 50 pb oraz zmianie nastawienia na łagodne. Dopiero niski popyt na aukcji 2-latek ostudził zapal inwestorów. Spadła także mocno krzywa FRA, gdzie wyceniane są kolejne obniżki o 75 pb do końca roku.
- Ostatnia decyzja RPP, dopóki nie zmieni się sytuacja makro, zapewne utrzyma rentowności polskich papierów w okolicach 4,5% dla 5-latek. Oczekiwania na kolejne cięcia stóp, które przybliżyć będą koniec cyklu obniżek, mogą doprowadzić do zwiększenia spreadu między krótkim, a długim końcem krzywej.



### Dolar dostaje zadyszki

- Miniony miesiąc to ponownie czas spadku euro do dolara na rynkach bazowych. Wzrostowego trendu dolara nie były w stanie powstrzymać (odbicia były krótkotrwałe) zarówno deficyt na rachunku obrotów bieżących, jak i niska inflacja w USA. Spadek euro pogłębiły problemy z budżetem Unii Europejskiej oraz wypowiedzi jednego z członków EBC o możliwości wystąpienia krajów z EMU. Kurs na poziomie 1,19 ustaliły bardzo dobre dane z gospodarki USA. Ostatecznie euro spadło o prawie 3%.
- Euro znajdujące się blisko minimum wyznaczonego w ubiegłym roku, wsparte przez nieco lepsze dane z gospodarek państw strefy euro, może zatrzymać spadek w zakresie 1,19-1,20, choć nie można wykluczyć wybicia w górę powyżej górnego poziomu. Do dalszego umacniania się dolar będzie potrzebował równie silnego wzrostu gospodarczego w drugim kwartale.

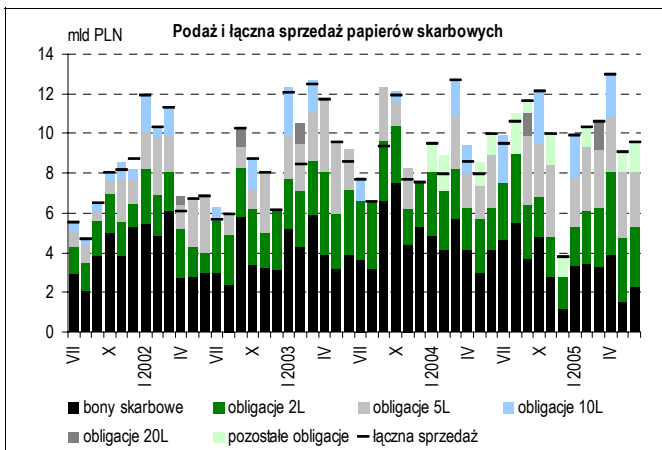
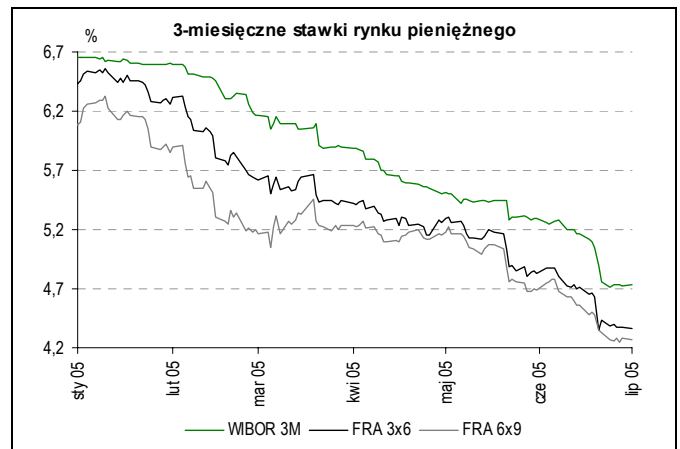
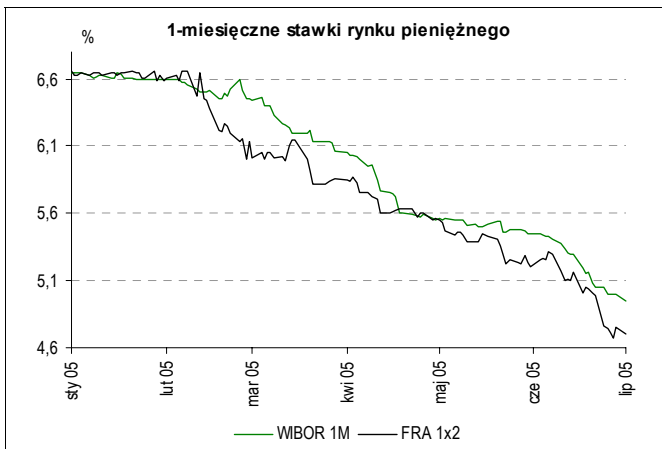
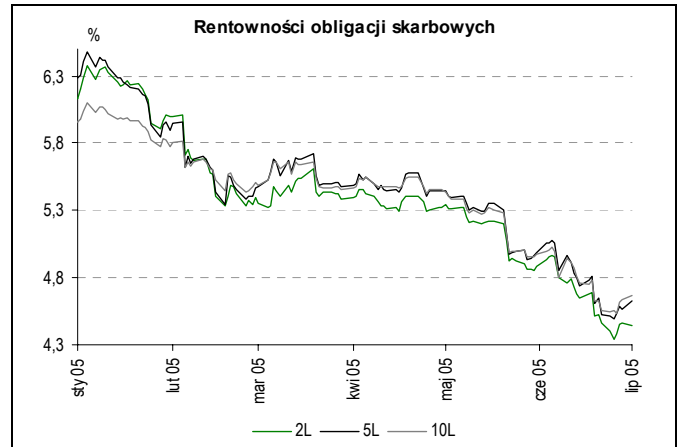
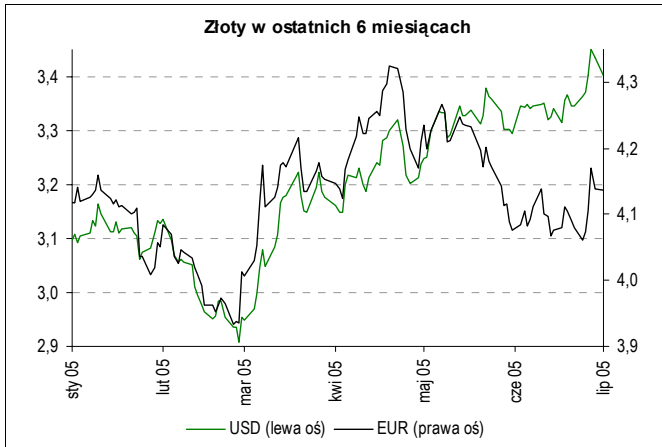


### Rentowności za granicą raczej w górę

- Rentowności obligacji na rynkach bazowych, choć ze sporą zmiennością, wahały się wokół swych ostatnio notowanych średnich wartości. 10-latki w USA, mimo ciągłego podnoszenia stóp przez Fed, utrzymywały niskie poziomy rentowności (ok. 4%) z powodu słabszej kondycji realnej gospodarki oraz niskiej inflacji. Bundy podążają za nimi, chociaż wolniej, co odzwierciedla nieco szerszy spread (87 pb). Ostatnie spadki rentowności w Polsce przełożyły się na spadek spreadu 5/5l między krzywą polska a euro do ok. 60 pb.
- Rentowności na krzywych bazowych powinny raczej wzrastać w nadchodzącym miesiącu, gdyż rosnące stopy Fed czynią papiery na poziomie 4% mało atrakcyjnymi. Przy tak niskich poziomach spread 5/5l może mieć „trudności” z dalszą redukcją, więc wzrost na krzywych bazowych może odbić się na polskich papierach.

Źródło: Reuters, BZ WBK

# Monitor rynku



**Przetargi bonów skarbowych (mln zł)**

| Data przetargu         | OFERTA / SPRZEDAŻ |                            |                            |
|------------------------|-------------------|----------------------------|----------------------------|
|                        | 13-tyg.           | 52-tyg.                    | Suma                       |
| 06.06.2005             | -                 | 600/600                    | 600/600                    |
| 13.06.2005             | -                 | 600/600                    | 600/600                    |
| 20.06.2005             | -                 | 600/600                    | 600/600                    |
| 27.06.2005             | 100/100           | 400/400                    | 400/400                    |
| <b>razem czerwiec*</b> | <b>100</b>        | <b>2 200 / 2 200</b>       | <b>2 300 / 2 300</b>       |
| 04.07.2005             | 100/100           | 600/600                    | 700/700                    |
| 11.07.2005             | 100               | 600 - 800                  | 700 - 900                  |
| 18.07.2005             | 100               | 600 - 800                  | 700 - 900                  |
| <b>razem lipiec*</b>   | <b>300/100</b>    | <b>1 800 - 2 200 / 600</b> | <b>2 100 - 2 500 / 700</b> |

\* na podstawie szacunków Ministerstwa Finansów.

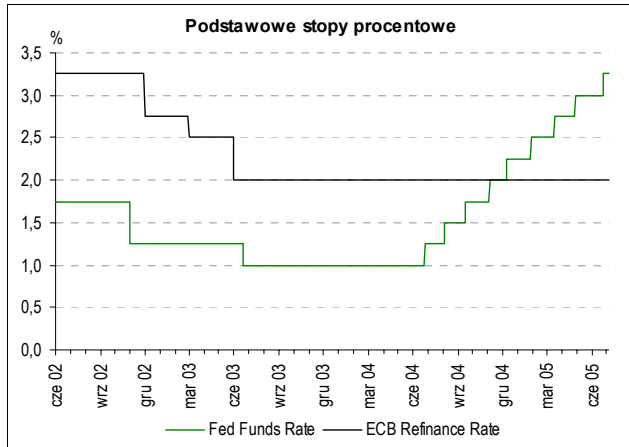
**Przetargi obligacji skarbowych w 2005 r. (mln zł)**

| miesiąc     | I przetarg |            |        |          | II przetarg |           |        |          | III przetarg |           |               |          |
|-------------|------------|------------|--------|----------|-------------|-----------|--------|----------|--------------|-----------|---------------|----------|
|             | data       | obligacje  | oferta | sprzedaż | data        | obligacje | oferta | sprzedaż | data         | obligacje | oferta        | sprzedaż |
| styczeń     | 05.01      | OK0407     | 2 000  | 2 000    | 12.01       | DS1015    | 2 600  | 2 130    | 19.01        | PS0310    | 2 500         | 2 500    |
| lut         | 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  | 1 400    | 16.03        | PS0310    | 2 900         | 2 900    |
| kwiecień    | 06.04      | OK0407     | 3 500  | 3 500    | 13.04       | DS1015    | 2 200  | 2 130    | 20.04*       | PS0310    | 2 750         | 2 750    |
| maj         | 04.05*     | OK0807     | 3 120  | 3 120    | 11.05       | IZ0816    | 1 000  | 0        | 18.05*       | PS0310    | 3 360         | 3 360    |
| czerwiec    | 01.06*     | OK0807     | 3 000  | 3 000    | 08.06*      | WZ0911    | 1 440  | 1 440    | 15.06        | PS0310    | 2 800         | 2 800    |
| lipiec      | 06.07      | OK0807     | 2 000  | 2 000    | 13.07       | DS1015    | 1 800  | -        | 20.07        | PS0310    | 2 000 - 3 000 | -        |
| 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

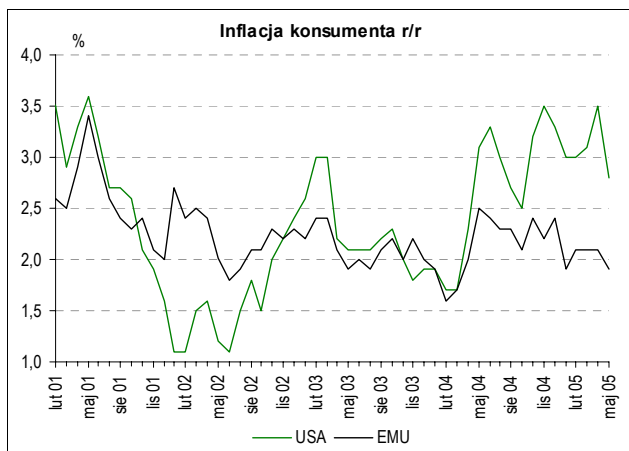
Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

## Przegląd międzynarodowy



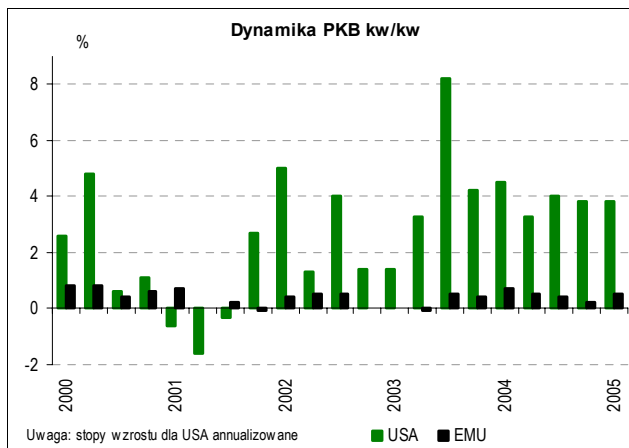
### Banki centralne konsekwentnie robią swoje

- Fed podjął 30 czerwca decyzję, zgodnie z oczekiwaniami, o podwyżce głównej stopy procentowej o 25 pb do poziomu 3,25%, sygnalizując jednocześnie, że to nie koniec podwyżek. W komunikacie towarzyszącym decyzji, Fed podkreślił obserwowany ostatnio wzrost cen energii (głównie ropy), ale stwierdził, że wzrost gospodarczy i sytuacja na rynku pracy kształtują się zgodnie z dość optymistycznymi przewidywaniami. Powtórzono również frazę, że stopy procentowe będą dostosowywane w górę w „miarowym” tempie.
- Na spotkaniu 7 lipca EBC pozostawił główną stopę procentową bez zmian na poziomie 2,0%. Retoryka komunikatu nie uległa zmianie, gdyż szef EBC podkreślił, że koszt pieniądza w strefie euro jest wciąż bardzo niski i pozostaje czujny na wszelkie sygnały wskazujące na wzrost presji inflacyjnej.



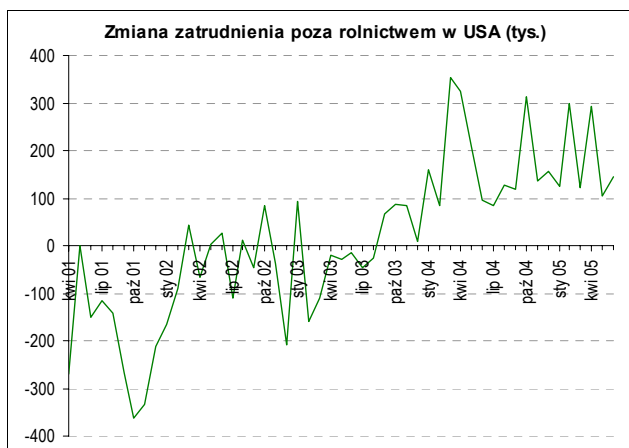
### Inflacja na świecie spada

- Dane o CPI w USA były niższe niż prognozowano, ponieważ wzrost cen wyniósł w maju -0,1% m/m (w ujęciu rocznym 2,8%), a rynek oczekiwał że pozostaną bez zmian. Inflacja bazowa, wyłączająca zmienne ceny żywności i energii, wzrosła o 0,1% m/m, dając 2,2% wzrostu w ujęciu rocznym, podczas gdy spodziewano się 0,2%. Spadek ogólnego wskaźnika inflacji został spowodowany w dużym stopniu przez 2,0% spadek cen energii.
- Inflacja w strefie euro wyniosła w maju 0,2% m/m i 1,9% r/r, co oznaczało delikatny spadek z poziomu 2,1% miesiąc wcześniej. Wynik ten był także poniżej oczekiwań rynkowych wskazujących poziom 2%. Inflacja bazowa wyniosła 1,6% r/r. Wstępny szacunek inflacji w strefie euro pokazał, że wyniosła ona w czerwcu 2,1% r/r po 1,9% r/r w maju. Konsensus rynkowy wskazywał na 2,0% r/r.



### PKB w USA jednak wysokie

- Wzrost PKB w USA wyniósł w I kwartale br. 3,8%. Była to druga z kolei rewizja w górę tempa wzrostu gospodarczego w pierwszych trzech miesiącach roku. Początkowo podawano, że wzrost PKB w tym okresie wyniósł 3,1%, a potem podniesiono szacunek do 3,5%. Ostateczne dane przekroczyły oczekiwania ekonomistów wskazujące na wzrost o 3,6%, pokazując że siła amerykańskiej gospodarki w pierwszych miesiącach roku była większa niż się wcześniej spodziewano.
- Indeks PMI sektora usług w strefie euro spadł w czerwcu do 53,1 z 53,4 w maju, podczas gdy analitycy spodziewali się nieznacznego wzrostu do 53,8. Pomimo spadku jest to wartość wskazująca na ekspansję w gospodarkach krajów będących w strefie euro. Finalna rewizja PKB za I kw., który według ostatnich obliczeń wyniósł 1,3% r/r. w strefie euro nastąpi 14 lipca.



### Zatrudnienie dobre, ale nie oszałamiające

- Niemiecki indeks ZEW wzrósł w czerwcu do 19,5 pkt z 13,9 pkt w maju. Osiągnięta w czerwcu wartość indeksu była lepsza od oczekiwań rynku na poziomie 16 pkt. Wskaźnik nastrojów IFO wzrósł w czerwcu zgodnie z oczekiwaniami do poziomu 93,3 z 92,9 w maju. Jest to związane z optymizmem przedsiębiorców przed wcześniejszymi wyborami parlamentarnymi oraz po ostatnim osłabieniu waluty europejskiej.
- Pracodawcy w USA stworzyli w czerwcu 146 000 miejsc pracy, poniżej prognoz analityków, których średnia wynosiła 188 000, ale stopa bezrobocia spadła do 5,0% wobec oczekiwań 5,1%. Przyrost miejsc pracy za kwiecień i maj został zrewidowany w górę do 292 000 oraz 104 000, podnosząc liczbę nowych miejsc pracy do 44 000. Spadek stopy bezrobocia był związany głównie z niewielkim przyrostem siły roboczej.

Źródło: Reuters, ECB, Federal Reserve



## Kalendarz wydarzeń i publikacji

| Poniedziałek  | Wtorek  | Środa   | Czwartek   | Piątek  |
|---|---|---|--|---|
| <b>27 czerwca</b><br><i>POL: Aukcja bonów skarbowych</i><br>GER: Indeks IFO (VI)<br>EMU: Saldo na rachunku obrotów bieżących (IV) | <b>28</b><br>EMU: Podaż pieniądza (V)<br>USA: Zaufanie konsumentów (VI)   | <b>29</b><br><i>POL: Spotkanie RPP - decyzja</i><br>USA: PCE netto (I kw.)<br>USA: Finalny PKB (I kw.)  | <b>30</b><br><i>POL: Saldo na rachunku obrotów bieżących (IV)</i><br>EMU: Koniunktura (VI)<br>USA: Spotkanie FOMC - decyzja  | <b>1 lipca</b><br>USA: ISM dla przemysłu (VI)   |
| <b>4</b><br><i>POL: Aukcja bonów skarbowych</i><br>EMU: Ceny producenta (V)   | <b>5</b><br>EMU: Sprzedaż detaliczna (V)<br>USA: Zamówienia w gospodarce (V)  | <b>6</b><br><i>POL: Aukcja 2-letnich obligacji</i><br>USA: ISM poza przemysłem (VI)   | <b>7</b><br>GB: Spotkanie BoE – decyzja<br>EMU: Spotkanie EBC - decyzja  | <b>8</b><br>USA: Zatrudnienie (VI)<br>USA: Zapasy hurtowe (V)   |
| <b>11</b><br><i>POL: Aukcja bonów skarbowych</i>  | <b>12</b><br><i>POL: Saldo na rachunku obrotów bieżących (V)</i>  | <b>13</b><br><i>POL: Aukcja 10-letnich obligacji</i><br>USA: Ceny importowe (VI)<br>USA: Handel zagraniczny (V)<br>USA: Sprawozdanie z wykonania budżetu (VI) | <b>14</b><br><i>POL: Ceny konsumenta (VI)</i><br><i>POL: Podaż pieniądza (VI)</i><br>EMU: PKB - rewizja (I kw.)<br>USA: Ceny konsumenta (VI)<br>USA: Sprzedaż detaliczna (VI)                          | <b>15</b><br><i>POL: Zatrudnienie (VI)</i><br><i>POL: Place brutto (VI)</i><br>USA: Zapasy w gospodarce (V)<br>USA: Ceny producenta (VI)<br>USA: Produkcja przemysłowa (VI)<br>USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (VI)<br>USA: Wstępny indeks Michigan (VII) |
| <b>18</b><br><i>POL: Aukcja bonów skarbowych</i><br>EMU: Finalny HICP (VI)<br>USA: Napływ kapitału netto (V)                      | <b>19</b><br><i>POL: Ceny producenta (VI)</i><br><i>POL: Produkcja przemysłowa (VI)</i><br>GER: Indeks ZEW (VI)<br>EMU: Produkcja przemysłowa (V) | <b>20</b><br><i>POL: Aukcja 5-letnich obligacji</i><br>EMU: Bilans handlowy (V)   | <b>21</b><br><i>POL: Bezrobocie (VI)</i><br><i>POL: Sprzedaż detaliczna (VI)</i><br>EMU: Saldo na rachunku obrotów bieżących (V)<br>USA: Wskaźniki wyprzedzające (VI)<br>USA: Raport z posiedzenia Fed | <b>22</b><br><i>POL: Koniunktura (VII)</i><br><i>POL: Inflacja bazowa (VI)</i><br>EMU: Zamówienia w przemyśle (V)   |
| <b>25</b>   | <b>26</b><br>GER: Indeks IFO (VII)<br>USA: Zaufanie inwestorów (VII)  | <b>27</b><br><i>POL: Spotkanie RPP - decyzja</i><br>USA: Zamówienia na dobra trwałe (VI)  | <b>28</b><br><i>POL: Aukcja zamiany</i><br>EMU: Podaż pieniądza (VI)   | <b>29</b><br>EMU: Koniunktura (VII)<br>EMU: Wstępny HICP (VII)<br>USA: Wstępny PKB (II kw.)<br>USA: Chicago PMI (VII)<br>USA: Finalny indeks Michigan (VII)   |
| <b>1 sierpnia</b><br><i>POL: Aukcja bonów skarbowych</i><br>USA: ISM dla przemysłu (VII)  | <b>2</b><br>EMU: Ceny producenta (VI)<br>USA: Zamówienia w gospodarce (VI)  | <b>3</b><br><i>POL: Aukcja 2-letnich obligacji</i><br>EMU: Sprzedaż detaliczna (VI)<br>USA: ISM poza przemysłem (VII)   | <b>4</b><br>GB: Spotkanie BoE – decyzja<br>EMU: Spotkanie EBC – decyzja  | <b>5</b><br>USA: Zatrudnienie (VII)   |

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 <sup>a</sup> | 14 <sup>b</sup> | 14    | 16    | 14    | 14    | 16    | 14    | 14    | 14    | 14    |
| Inflacja bazowa            | 25   | -               | 22 <sup>b</sup> | 22    | 24    | 22    | 22    | 24    | 22    | 24    | 22    | 22    |
| Ceny producenta            | 20   | 17              | 17              | 19    | 20    | 17    | 19    | 18    | 19    | 19    | 18    | 19    |
| Produkcja przemysłowa      | 20   | 17              | 17              | 19    | 20    | 17    | 19    | 18    | 19    | 19    | 18    | 19    |
| Sprzedaż detaliczna        | 21   | 23              | 23              | 25    | 23    | 21    | 21    | 22    | 21    | 21    | 23    | 21    |
| Place brutto, zatrudnienie | 17   | 15              | 15              | 15    | 18    | 15    | 15    | 16    | 15    | 17    | 17    | 15    |
| Bezrobocie                 | 21   | 23              | 23              | 25    | 23    | 21    | 21    | 22    | 21    | 21    | 23    | 21    |
| Handel zagraniczny         | Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym |                 |                 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Bilans płatniczy*          | -  | -               | 31              | -     | -     | 30    | -     | -     | 30    | -     | -     | -     |
| Bilans płatniczy           | 31 <sup>c</sup>                                  | 28              | 31              | 29    | 31    | 30    | 12    | 11    | 12    | 13    | -     | -     |
| Podaż pieniądza            | 14   | 14              | 14              | 14    | 13    | 14    | 14    | 12    | 14    | 14    | -     | -     |
| Bilans NBP                 | 7  | 7               | 7               | 7     | 6     | 7     | 7     | 5     | 7     | 7     | -     | -     |
| Wskaźniki koniunktury      | 21   | 21              | 22              | 22    | 20    | 22    | 22    | 19    | 22    | 21    | 22    | 22    |

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

Źródło: GUS, NBP

## Dane i prognozy ekonomiczne

## Wskaźniki miesięczne

|                                  |         | cze 04 | lip 04 | sie 04 | wrz 04 | paź 04 | lis 04 | gru 04 | sty 05 | lut 05 | mar 05 | kwi 05 | maj 05 | cze 05 | lip 05 |
|----------------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Produkcja przemysłowa            | % r/r   | 15,8   | 6,0    | 13,7   | 9,5    | 3,5    | 11,4   | 6,8    | 4,6    | 2,3    | -3,7   | -1,1   | 0,9    | 7,8    | 1,1    |
| Sprzedaż detaliczna <sup>c</sup> | % r/r   | 8,6    | 10,9   | 9,6    | 8,8    | 4,0    | 4,4    | 2,8    | 7,5    | 2,4    | -0,3   | -14,4  | 8,0    | 5,7    | 3,7    |
| Stopa bezrobocia                 | %       | 19,4   | 19,3   | 19,1   | 18,9   | 18,7   | 18,7   | 19,1   | 19,5   | 19,4   | 19,3   | 18,8   | 18,3   | 18,2   | 18,0   |
| Place brutto <sup>b c</sup>      | % r/r   | 4,5    | 3,6    | 5,1    | 3,7    | 2,4    | 2,7    | 3,2    | 2,6    | 1,4    | 2,2    | 1,8    | 3,0    | 3,3    | 3,9    |
| Zatrudnienie <sup>b</sup>        | % r/r   | -0,7   | -0,7   | -0,8   | -0,6   | -0,4   | -0,3   | 0,2    | 1,5    | 1,6    | 1,6    | 1,7    | 1,6    | 1,7    | 1,8    |
| Eksport (w euro) <sup>d</sup>    | % r/r   | 35,0   | 13,8   | 22,1   | 18,0   | 15,3   | 29,5   | 20,9   | 32,5   | 23,2   | 10,1   | 5,6    | 11,3   | 5,0    | 16,8   |
| Import (w euro) <sup>d</sup>     | % r/r   | 33,7   | 9,1    | 22,0   | 18,9   | 14,8   | 24,0   | 15,8   | 20,3   | 25,4   | 5,3    | -9,7   | 10,8   | 8,0    | 14,7   |
| Bilans handlowy <sup>d</sup>     | mln EUR | -192   | -486   | -314   | -345   | -250   | -282   | -488   | 126    | -110   | -334   | -7     | -250   | -382   | -447   |
| Rachunek bieżący <sup>d</sup>    | mln EUR | -336   | -734   | 253    | -383   | 105    | 223    | -243   | 197    | -56    | 235    | 537    | 80     | -12    | -47    |
| Rachunek bieżący <sup>d</sup>    | % PKB   | -1,9   | -2,0   | -1,8   | -2,0   | -2,0   | -1,8   | -1,5   | -1,4   | -1,3   | -0,9   | -0,4   | -0,1   | 0,1    | 0,4    |
| Deficyt budżetowy (narastająco)  | mln PLN | -19,9  | -23,2  | -25,9  | -29,0  | -30,8  | -33,8  | -41,5  | -1,6   | -8,8   | -12,3  | -13,9  | -18,3  | -17,5  | -20,4  |
| Deficyt budżetowy (narastająco)  | % planu | 47,9   | 55,9   | 62,3   | 69,8   | 74,1   | 81,4   | 100,0  | 4,5    | 25,2   | 35,2   | 39,6   | 52,3   | 50,0   | 58,3   |
| Inflacja (CPI)                   | % r/r   | 4,4    | 4,6    | 4,6    | 4,4    | 4,5    | 4,5    | 4,4    | 3,7    | 3,6    | 3,4    | 3,0    | 2,5    | 1,6    | 1,5    |
| Ceny produkcji (PPI)             | % r/r   | 9,1    | 8,6    | 8,5    | 7,9    | 7,6    | 6,7    | 5,2    | 4,5    | 3,2    | 2,2    | 0,9    | -0,5   | 0,1    | 0,1    |
| Podaż pieniądza (M3)*            | % r/r   | 7,2    | 6,8    | 7,4    | 6,5    | 10,5   | 6,4    | 8,7    | 9,3    | 9,4    | 11,0   | 10,0   | 13,0   | 11,5   | 12,2   |
| Zobowiązania*                    | % r/r   | 6,9    | 6,4    | 7,6    | 6,6    | 11,5   | 6,5    | 8,1    | 8,4    | 8,7    | 10,4   | 8,7    | 12,0   | 10,7   | 11,8   |
| Należności*                      | % r/r   | 5,7    | 4,6    | 5,2    | 4,2    | 9,5    | 4,0    | 2,9    | 3,7    | 2,2    | 4,4    | 4,8    | 8,9    | 8,3    | 9,2    |
| USD/PLN                          | PLN     | 3,78   | 3,64   | 3,64   | 3,58   | 3,46   | 3,28   | 3,09   | 3,11   | 3,06   | 3,04   | 3,21   | 3,29   | 3,34   | 3,39   |
| EUR/PLN                          | PLN     | 4,59   | 4,47   | 4,43   | 4,37   | 4,32   | 4,26   | 4,14   | 4,08   | 3,99   | 4,02   | 4,16   | 4,18   | 4,06   | 4,07   |
| Stopa interwencyjna <sup>a</sup> | %       | 5,25   | 6,00   | 6,50   | 6,50   | 6,50   | 6,50   | 6,50   | 6,50   | 6,50   | 6,00   | 5,50   | 5,50   | 5,00   | 5,00   |
| WIBOR 3M                         | %       | 5,91   | 6,34   | 6,58   | 7,12   | 6,89   | 6,81   | 6,72   | 6,63   | 6,54   | 6,15   | 5,78   | 5,48   | 5,22   | 4,70   |
| Stopa lombardowa <sup>a</sup>    | %       | 6,75   | 7,50   | 8,00   | 8,00   | 8,00   | 8,00   | 8,00   | 8,00   | 8,00   | 7,50   | 7,00   | 7,00   | 6,50   | 6,50   |
| Rentowność bonów 52-tyg.         | %       | 6,79   | 7,15   | 7,24   | 7,38   | 7,00   | 6,81   | 6,44   | 6,28   | 5,95   | 5,51   | 5,36   | 5,19   | 5,09   | 4,50   |
| Rentowność obligacji 2L          | %       | 7,44   | 7,80   | 7,66   | 7,51   | 7,04   | 6,81   | 6,39   | 6,24   | 5,82   | 5,43   | 5,39   | 5,27   | 5,14   | 4,50   |
| Rentowność obligacji 5L          | %       | 7,50   | 7,79   | 7,65   | 7,33   | 7,03   | 6,78   | 6,29   | 6,31   | 5,80   | 5,56   | 5,50   | 5,38   | 5,25   | 4,60   |
| Rentowność obligacji 10L         | %       | 7,27   | 7,44   | 7,36   | 6,96   | 6,75   | 6,43   | 6,02   | 5,98   | 5,72   | 5,57   | 5,49   | 5,36   | 5,24   | 4,60   |

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

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

\* Od stycznia 2005 NBP zmienił metodologię danych monetarnych (definicja Monetarnych Instytucji Finansowych została rozszerzona o Spółdzielcze Kasy Oszczędnościowo-Kredytowe). Od stycznia 2005 tabela przedstawia dynamiki w ujęciu porównywalnym z obecną metodologią; w poprzednich miesiącach dynamiki odpowiadają danym w starym ujęciu – nie są więc w 100% porównywalne.

## Wskaźniki kwartalne i roczne

|                                    |         | 2002   | 2003   | 2004   | 2005   | 1Q04  | 2Q04   | 3Q04   | 4Q04   | 1Q05  | 2Q05  | 3Q05   | 4Q05   |
|------------------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|
| PKB                                | mld PLN | 781,1  | 814,7  | 885,3  | 938,1  | 204,1 | 216,3  | 219,2  | 245,7  | 218,5 | 227,6 | 231,6  | 262,5  |
| PKB                                | % r/r   | 1,4    | 3,8    | 5,4    | 3,7    | 7,0   | 6,1    | 4,9    | 4,0    | 2,1   | 2,8   | 4,1    | 5,3    |
| Popyt krajowy                      | % r/r   | 0,9    | 2,6    | 5,0    | 3,0    | 6,0   | 5,8    | 5,2    | 3,3    | 1,1   | 1,6   | 3,5    | 5,5    |
| Spożycie indywidualne              | % r/r   | 3,3    | 3,1    | 3,4    | 2,5    | 4,1   | 4,0    | 3,6    | 1,9    | 1,7   | 1,5   | 3,0    | 4,0    |
| Nakłady brutto na środki trwałe    | % r/r   | -5,8   | -0,9   | 5,3    | 7,5    | 3,7   | 3,9    | 4,3    | 7,4    | 1,0   | 5,0   | 10,0   | 10,0   |
| Produkcja przemysłowa              | % r/r   | 1,1    | 8,4    | 12,3   | 4,0    | 19,0  | 16,4   | 9,2    | 6,2    | 0,7   | 2,5   | 5,4    | 7,3    |
| Sprzedaż detaliczna realnie        | % r/r   | 1,9    | 3,6    | 7,1    | 1,6    | 13,6  | 11,3   | 4,0    | 1,1    | -0,4  | -3,2  | 3,3    | 6,6    |
| Stopa bezrobocia <sup>a</sup>      | %       | 20,0   | 20,0   | 19,1   | 17,7   | 20,4  | 19,4   | 18,9   | 19,1   | 19,3  | 18,2  | 17,6   | 17,7   |
| Place realne brutto <sup>c</sup>   | % r/r   | 1,5    | 2,0    | 0,8    | 1,0    | 3,8   | 1,6    | -0,5   | -1,5   | -1,3  | 0,3   | 2,5    | 2,8    |
| Eksport (w euro) <sup>b</sup>      | % r/r   | 6,0    | 9,1    | 21,9   | 11,7   | 19,3  | 29,1   | 17,6   | 21,8   | 20,8  | 7,2   | 10,0   | 10,0   |
| Import (w euro) <sup>b</sup>       | % r/r   | 3,5    | 3,3    | 19,1   | 10,3   | 12,6  | 29,3   | 16,3   | 18,2   | 15,7  | 2,3   | 12,0   | 12,0   |
| Bilans handlowy <sup>b</sup>       | mld EUR | -7 701 | -5 077 | -4 510 | -4 061 | -909  | -1 438 | -1 148 | -1 015 | -315  | -639  | -1 616 | -1 491 |
| Rachunek bieżący <sup>b</sup>      | mld EUR | -5 404 | -4 109 | -2 958 | -259   | -654  | -1 530 | -868   | 94     | 379   | 605   | -647   | -596   |
| Rachunek bieżący <sup>b</sup>      | % PKB   | -2,7   | -2,2   | -1,5   | -0,1   | -1,7  | -1,9   | -2,0   | -1,5   | -0,9  | 0,1   | 0,2    | -0,1   |
| Deficyt budżetowy <sup>a</sup>     | 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    | 2,2    | 1,6   | 3,3    | 4,5    | 4,4    | 3,6   | 2,4   | 1,5    | 1,5    |
| Inflacja <sup>a</sup>              | % r/r   | 0,8    | 1,7    | 4,4    | 1,5    | 1,7   | 4,4    | 4,4    | 4,4    | 3,4   | 1,6   | 1,5    | 1,5    |
| Ceny produkcji                     | % r/r   | 1,0    | 2,6    | 7,0    | 1,2    | 4,4   | 8,8    | 8,3    | 6,5    | 3,3   | 0,2   | 0,2    | 1,2    |
| Podaż pieniądza (M3)* <sup>a</sup> | % r/r   | -2,0   | 5,6    | 8,7    | 10,0   | 5,7   | 7,2    | 6,5    | 8,7    | 11,0  | 11,5  | 12,7   | 10,0   |
| Zobowiązania* <sup>a</sup>         | % r/r   | -4,1   | 3,7    | 8,1    | 9,3    | 4,8   | 6,9    | 6,6    | 8,1    | 10,4  | 10,7  | 12,0   | 9,3    |
| Należności* <sup>a</sup>           | % r/r   | 5,2    | 8,1    | 2,9    | 10,0   | 6,1   | 5,7    | 4,2    | 2,9    | 4,4   | 8,3   | 10,4   | 10,0   |
| USD/PLN                            | PLN     | 4,08   | 3,89   | 3,65   | 3,26   | 3,82  | 3,89   | 3,62   | 3,27   | 3,07  | 3,28  | 3,41   | 3,28   |
| EUR/PLN                            | PLN     | 3,85   | 4,40   | 4,53   | 4,07   | 4,78  | 4,69   | 4,43   | 4,24   | 4,03  | 4,13  | 4,11   | 4,01   |
| Stopa interwencyjna <sup>a</sup>   | %       | 6,75   | 5,25   | 6,50   | 4,50   | 5,25  | 5,25   | 6,50   | 6,50   | 6,00  | 5,00  | 4,50   | 4,50   |
| WIBOR 3M                           | %       | 9,09   | 5,69   | 6,21   | 5,25   | 5,47  | 5,87   | 6,68   | 6,81   | 6,44  | 5,49  | 4,57   | 4,50   |
| Stopa lombardowa <sup>a</sup>      | %       | 8,75   | 6,75   | 8,00   | 6,00   | 6,75  | 6,75   | 8,00   | 8,00   | 7,50  | 6,50  | 6,00   | 6,00   |
| Rentowność bonów 52-tyg.           | %       | 8,18   | 5,33   | 6,50   | 4,88   | 5,75  | 6,24   | 7,26   | 6,75   | 5,91  | 5,21  | 4,30   | 4,10   |
| Rentowność obligacji 2L            | %       | 7,94   | 5,38   | 6,89   | 4,90   | 6,28  | 6,86   | 7,66   | 6,75   | 5,83  | 5,27  | 4,30   | 4,20   |
| Rentowność obligacji 5L            | %       | 7,86   | 5,61   | 7,02   | 5,02   | 6,67  | 7,10   | 7,59   | 6,70   | 5,89  | 5,38  | 4,50   | 4,30   |
| Rentowność obligacji 10L           | %       | 7,34   | 5,77   | 6,84   | 4,98   | 6,70  | 7,00   | 7,25   | 6,40   | 5,76  | 5,37  | 4,50   | 4,30   |

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

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

\* Od stycznia 2005 NBP zmienił metodologię danych monetarnych. Dla roku 2005 tabela przedstawia dynamiki w ujęciu porównywalnym z obecną metodologią. W latach wcześniejszych dynamiki odpowiadają danym w starym ujęciu – nie są więc w 100% porównywalne.



## **PION SKARBU**

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 11.07.2005 r. zostało przygotowane przez:

### **ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY**

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

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

#### **Maciej Reluga – Główny Ekonomista**

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

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

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

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

## **DEPARTAMENT USŁUG SKARBU**

### **Gdańsk**

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

### **Kraków**

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

### **Poznań**

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

### **Warszawa**

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

### **Wrocław**

ul. Rynek 9/11  
50-950 Wrocław  
tel. (71) 370 25 87  
fax (71) 370 26 22

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. (członka Grupy AIB) ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. lub Grupy AIB w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

