

W tym miesiącu:

Temat miesiąca	
Jaki kursem do euro?	2
Gospodarka Polski	8
Pod lupą: Bank centralny	11
Pod lupą: Rząd i polityka	13
Monitor rynku	15
Przegląd międzynarodowy	17
Kalendarz makroekonomiczny	18
Dane i prognozy ekonomiczne	19

Maciej Reluga
Główny Ekonomista
(22) 586 8363

Piotr Bielski
(22) 586 8333

Piotr Bujak
(22) 586 8341

Cezary Chrapek
(22) 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

W tył zwrot?

W poprzednim MAKROskopie zatytułowanym *W prawo zwrot!* wyrażaliśmy nadzieję na powstanie koalicji PO-PiSowej, choć zwracaliśmy uwagę na szereg ryzyk z nią związanych. W ciągu miesiąca nastąpiła zmiana sytuacji politycznej, można więc zapytać, czy nastąpi całkowity odwrót od poprzedniego scenariusza. Rynki finansowe zareagowały natychmiastowo. O ile w poprzednim miesiącu dostrzegaliśmy ryzyko osłabienia złotego do powyżej 4,0 wobec euro i wystromienia krzywej rentowności, nie sądziliśmy, że nastąpi to tak szybko i w takiej skali. Rozwój sytuacji na scenie politycznej (najbardziej prawdopodobny scenariusz to rząd mniejszościowy PiS popierany przez LPR, PSL i Samoobronę) sprawia, że prognozy na przyszły rok wymagają korekty. O ile wcześniej oczekiwaliśmy średniego kursu EURPLN nieco poniżej 4,0 w przyszłym roku, obecnie jest to ok. 4,1. Co więcej, wówczas wydawało się iż istnieje ryzyko odchylenia kursu od prognozy w kierunku silniejszego złotego, obecnie to ryzyko jest raczej po drugiej stronie. Podobnie zresztą jak w przypadku rentowności obligacji, gdyż nie można wykluczyć, że w przyszłym roku osiągnięty zostanie poziom 6% dla terminu 5-10 lat, tym bardziej, że obserwujemy ostatnio długo oczekiwaną wzrost rentowności na świecie.

Przed wyborami wydawało się, że jednym w najgorętszych tematów w ciągu najbliższych lat będzie kurs złotego. Miało tak być ze względu na realizację ambitnych reform przez koalicję PO-PiS i związane z tym ryzyko nadmiernej aprecjacji złotego. W związku z tym politycy obu partii brali poważnie pod uwagę możliwość usztywnienia kursu złotego wobec euro. Skłoniło nas to do podjęcia w ramach *Tematu miesiąca* próby oszacowania optymalnego kursu złotego. PO-PiSowa koalicja jednak nie powstała i złoty zamiast (zbyt) gwałtownie umocnić się, zaczął się osłabiać. Temat usztywnienia złotego można w związku z tym odłożyć na jakiś czas do szuflady. Próba uzyskania przez nas wiarygodnego wyniku przy wykorzystaniu jednej z koncepcji szacowania kursu równowagi okazała się podobnie trudna jak stworzenie koalicji PO-PiS. Być może w miarę upływu czasu (m.in. wraz z wydłużeniem szeregów czasowych danych) łatwiej będzie o obliczenia obarczone mniejszą dozą niepewności, a zatem pozostawiające mniej miejsca na subiektywne przekonania polityków co do poziomu optymalnego kursu złotego.

W związku z tym, że wejście do strefy euro odsuwa się w bliżej nieokreślonej przyszłości (najwcześniej 2013-14), problem ten zejdzie na dalszy plan również w rozważaniach banku centralnego. Wciąż jednak pozostaje pytanie jakie będą decyzje Rady w najbliższym czasie. Niewątpliwie ostatnie wydarzenia na scenie politycznej (choćby poprzez wpływ na kurs walutowy) obniżają szanse na kolejne obniżki stóp procentowych. Jednak sytuacja inflacyjna jest wciąż stosunkowo komfortowa, więc nie przewidujemy podwyżek stóp procentowych, które są wyceniane obecnie przez rynek w perspektywie 6-9 miesięcy. A jeśli dane o PKB zaskoczą mocno na niekorzyść, to być może będzie nawet jeszcze jakaś obniżka.

Na rynku finansowym 31 października 2005 r.:

Stopa depozytowa NBP	3,00	WIBOR 3M	4,62	USDPLN	3,3067
Stopa referencyjna NBP	4,50	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	4,28	EURPLN	3,9893
Stopa lombardowa NBP	6,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,19	EURUSD	1,2064

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 9.11.2005 r.

Temat miesiąca

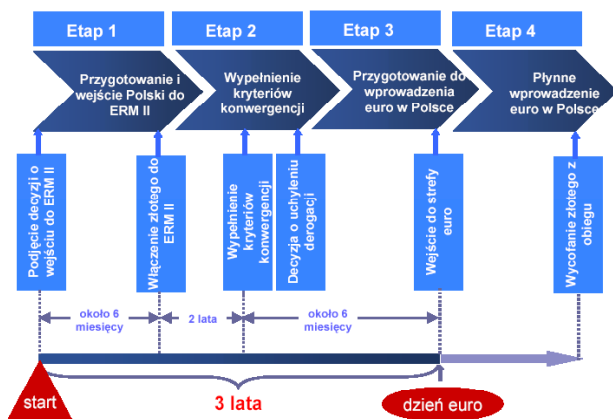
Jakim kursem do euro?

Był sobie plan...

Po kilku miesiącach kampanii wyborczej, kilku tygodniach maratonu wyborczego, a potem okresie ostrej „przepychanki” między potencjalnymi koalicjantami, nadal nie ma pewności co do kształtu przyszłej ekipy rządzącej. Trudno więc na razie mówić o szczegółach programu gospodarczego nowego rządu. W obliczu wyniku wyborów parlamentarnych i prezydenckich wiadomo jednak, że główną siłą polityczną w ciągu najbliższych lat (zakładając, że nie dojdzie do przyspieszonych wyborów, które mogłyby zmienić układ sił na scenie politycznej) będzie Prawo i Sprawiedliwość (PiS). Jednym z kluczowych obszarów polityki gospodarczej, w którym stanowisko PiS jest odmienne od dotychczas prezentowanego przez polskie władze, jest polityka kursowa i termin wejścia Polski do strefy euro.

Przypomnijmy, że pogląd rządu Belki w tej ostatniej kwestii był zbliżony do stanowiska banku centralnego. Głosi ono, że zastąpienie złotego przez euro jest korzystne, a im szybciej to nastąpi, tym lepiej. PiS nie jest natomiast przekonany, czy przyjęcie euro da polskiej gospodarce korzyści i chce zwlekać z podjęciem decyzji w tej sprawie. Przed wyborami PiS zapowiadał, że decyzja w sprawie wejścia do strefy euro powinna zapaść w drodze referendum rozpisanego pod koniec kadencji nowego parlamentu. Po wyborach prezydent elekt Lech Kaczyński stwierdził, że referendum w sprawie wejścia Polski do strefy euro¹ powinno się odbyć w roku... 2010.

Etapy na drodze do strefy euro



Źródło: Ministerstwo Finansów

¹ Wydaje się, że pytanie w ewentualnym referendum powinno dotyczyć nie tyle zgody na wejście do strefy euro (na ten temat Polacy wypowiedzieli się już wyrażając zgodę na wejście do UE), co samego terminu wejścia do strefy euro.

Jeśli weźmiemy pod uwagę długość trwania procedury wchodzenia do strefy euro od momentu podjęcia w tej sprawie wiążącej decyzji do faktycznego uzyskania członkostwa (patrz wykres powyżej), a także zakładając, że Polska nie zdecyduje się na wejście do systemu ERM2 (czyli co najmniej 2-letniego „przedsionka” dla kursu walutowego przed strefą euro) przed referendum w sprawie strefy euro, to złoty mógłby zostać zastąpiony przez wspólną walutę najwcześniej w 2013-2014 roku.

Zakładany dotychczas przez bank centralny i poprzedni rząd termin wejścia Polski do strefy euro (choć polskie władze nie określiły w tej sprawie oficjalnego celu), czyli rok 2009, należy uznać za nieaktualny. Oddalenie perspektywy wejścia Polski do strefy euro nie oznacza jednak, że kwestie kursowe schodzą na dalszy plan. Wręcz przeciwnie, im dłużej będziemy poza strefą euro, tym dłużej istnieć będzie „problem” kursu złotego. Zdają sobie z tego sprawę politycy. Niektórzy z nich już przed wyborami ostrzegali, że w efekcie realizacji śmiałych reform gospodarczych, szczególnie w zakresie finansów publicznych (pomińmy na razie fakt, że w obliczu wyniku wyborów pozostają obecnie co do tego spore wątpliwości), kurs krajowej waluty może ulec silnej presji aprecjacyjnej. Innymi słowy, Polska mogłaby stać się ofiarą własnego sukcesu. Panaceum na to zdaniem niektórych ekspertów gospodarczych partii politycznych miałyby być jakaś forma usztywnienia kursu złotego. Premier Kazimierz Marcinkiewicz dotychczas nie zajął stanowiska w sprawie ewentualnego usztywnienia złotego, ale zdążył już wyrazić opinię ten temat optymalnego kursu złotego. Jego zdaniem korzystny dla polskiej gospodarki byłby obecnie kurs w przedziale 4,1-4,3 zł za euro.

W tym momencie pojawia się pytanie, jaki jest odpowiedni poziom kursu krajowej waluty, na jakim poziomie kursu złoty powinien ewentualnie zostać usztywniony wobec euro (a następnie związany z euro w ramach ERM2, a jeszcze później w strefie euro). Przyjęcie niewłaściwego poziomu kursu może rodzić poważne konsekwencje dla sfery realnej gospodarki. Zbyt niska wartość złotego spowodowałaby m.in. znaczny wzrost złotej wartości zadłużenia denominowanego w walutach obcych (zarówno publicznego, jak i prywatnego, np. z tytułu walutowych kredytów mieszkaniowych) oraz spadek siły nabywczej krajowych wynagrodzeń. Zbyt wysoka wartość złotego mogłaby natomiast przyczynić się do spadku konkurencyjności i/lub zyskowności eksporterów. Ponadto, w okresie przed zastąpieniem złotego przez euro ustalenie kursu krajowej waluty na poziomie odbiegającym od czynników fundamentalnych zwiększyłoby prawdopodobieństwo ataku spekulacyjnego na złotego, mającego na celu wymuszenie zmiany jego

kursu. Z punktu widzenia sfery realnej usztywnienie kursu złotego na niewłaściwym poziomie zwiększyłoby odczuwalność utraty autonomii polityki pieniężnej.

Tak czy inaczej, ze względu na koszty ustalenia kursu walutowego na niewłaściwym poziomie, przy jego ustalaniu powinno się brać pod uwagę nie tylko wartość kursu rynkowego czy przekonania polityków, lecz także szacunki dotyczące poziomu kursu równowagi. To właśnie kurs równowagi powinien być więc podstawą ustalania parytetu nie tylko w ERM2 i strefie euro, ale również w ramach ewentualnego systemu kursowego zakładającego usztywnienie złotego przed wejściem do ERM2. Poziom kursu równowagi nie jest oczywiście jedynym argumentem w złożonym procesie politycznym prowadzącym do ustalenia parametrów określonego reżimu kursowego. Decyzja co do ewentualnej zmiany reżimu kursowego w Polsce przed przystąpieniem do ERM2 i strefy euro będzie musiała zostać zgodnie podjęta przez rząd i bank centralny, no chyba że nastąpi zmiana prawa, w tym konstytucji. W przypadku ustalania parytetu w ERM2 i strefie euro do dwóch krajowych stron negocjacji dojdą dwie kolejne po stronie instytucji unijnych – Europejski Bank Centralny i Komisja Europejska. Podstawą do dyskusji jest jednak zawsze kurs równowagi.

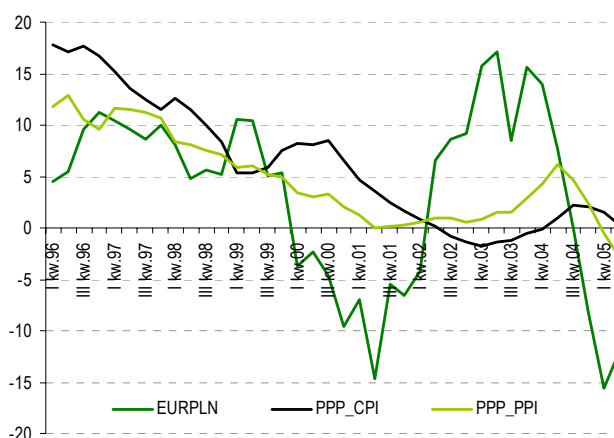
W poszukiwaniu równowagi

Istnieje obszerna literatura teoretyczna i empiryczna na temat poszukiwania kursu równowagi. Na jej podstawie można wyróżnić trzy podstawowe podejścia do szacunków kursu równowagi. Są to kurs parytetu siły nabywczej (PPP - ang. purchasing power parity), fundamentalny kurs równowagi (FEER - ang. fundamental equilibrium exchange rate) oraz behawioralny kurs równowagi (BEER - ang. behavioural equilibrium exchange rate).

Kurs PPP opiera się na założeniu, że na skutek braku ograniczeń w handlu zagranicznym ceny towarów w dwóch różnych krajach, wyrażone w jednej walucie, muszą być sobie równe. W rezultacie wzajemny kurs nominalny dwóch walut zależy od poziomu cen w obu krajach przy jednoczesnym założeniu, że realny kurs walut jest stały. W krótkim i średnim okresie badania empiryczne nie znajdują potwierdzenia dla teorii PPP. Obrazuje to poniższy wykres. Jak widać na wykresie, w okresie od I kw. 1996 r. do II kw. 2005 r. zmiany rzeczywistego kursu EURPLN znacznie odbiegały od zmian kursu wg koncepcji parytetu siły nabywczej. Wynika to może m.in. z faktu, że wbrew założeniom koncepcji kursu PPP w rzeczywistym świecie występują pewne bariery w handlu zagranicznym, a także z istnienia kosztów transportu i występowania dóbr nie podlegających wymianie handlowej.

Z punktu widzenia krytyki koncepcji kursu PPP pewnym jej ulepszeniem było uwzględnienie tzw. efektu Harroda-Balassy-Samuelsona. Pozwoliło to na wzięcie pod uwagę faktu, że nie wszystkie dobra podlegają wymianie. Przede wszystkim jednak pozwoliło to - poprzez uznanie wpływu zmian w relatywnej wydajności pracy na relatywne ceny - na usunięcie nierealistycznego założenia, że realny kurs walutowy pozostaje stały. Niemniej, choć koncepcja kursu PPP była czasami w praktyce wykorzystywana², najczęściej jest ona krytykowana jako mało przydatna do ustalania kursu równowagi. Zarzuty wobec koncepcji kursu PPP dotyczą przede wszystkim tego, że nie uwzględnia ona istotnych zmian w polityce ekonomicznej czy strukturze gospodarczej danego kraju, oraz że realne zmienne nie mają wpływu na kurs równowagi. Ponadto, wskazuje się na pewne słabości natury statystycznej, np. na dużą wrażliwość wskaźnika kursu PPP w zależności od wyboru konkretnego wskaźnika zmian cen. Poza tym, ponieważ koncepcja kursu PPP opiera się na zmianach cen, ocena poziomu kursu dla danego okresu wymaga wyboru jakiegoś okresu bazowego jako stanu równowagi. W sumie, uznaje się koncepcję PPP za niewłaściwe podejście do określania kursu równowagi, a czasami twierdzi się, że nie powinna ona służyć nawet jako przybliżony szacunek. Gdybyśmy jednak tak ją potraktowali, to z naszych obliczeń wynika, że nominalny kurs złotego wobec euro w II kwartale br. (średniokwartalnie wynosił on 4,13) był przewartościowany o 9%-12% w zależności od indeksu użytego jako miara zmian cen w Polsce i w strefie euro. Wydaje się, że wynika to z faktu, że rok wcześniej złoty był mocno niedowartościowany, a nie z tego, że złoty był w II kwartale br. rzeczywiście przewartościowany względem poziomu równowagi.

Kurs EURPLN wg PPP a nominalny kurs EURPLN (% r/r)



Źródło: Eurostat, GUS, NBP, obliczenia własne

² Na przykład Wielka Brytania, wstępująca do ERM na początku lat 90., przyjęła parytet funta wobec ecu na podstawie kursu PPP.

Kurs idealny

Odpowiedzią na słabości koncepcji kursu PPP jest podejście FEER. Jest ono oparte o idee równowagi wewnętrznej i zewnętrznej. Równowaga wewnętrzna jest zdefiniowana jako zerowa wartość luki popytowej (a ściślej jako wzrost gospodarczy na poziomie potencjalnym przy pełnym zatrudnieniu oraz niskiej i stabilnej inflacji), natomiast równowaga zewnętrzna określona jest jako osiągnięcie optymalnego dla danej gospodarki salda na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego (co jest tożsame z osiągnięciem optymalnego rozmiaru przepływów kapitałowych między krajem a zagranicą). Kurs FEER to taki kurs, który dla założonego potencjalnego wzrostu gospodarczego, przepływów kapitałowych i transferów oraz elastyczności obrotów handlu zagranicznego względem kursu walutowego równoważy bilans płatniczy. Ocena odchylenia bieżącego kursu od kursu równowagi FEER jest interpretowana jako odchylenie kursu wynikające z odchylenia wielkości fundamentalnych od ich idealnego/pożądanego poziomu. FEER jest więc często określany mianem „kursu idealnego”. Tymczasem gospodarka rzadko znajduje się w stanie równowagi i wówczas FEER wcale nie jest optymalnym poziomem kursu walutowego. Przykładowo, w trakcie prowadzenia polityki ograniczania inflacji optymalne dla gospodarki jest przewartościowanie bieżącego kursu względem FEER, natomiast w sytuacji niepełnego wykorzystania mocy produkcyjnych zalecane jest czasowe niedowartościowanie bieżącego kursu względem FEER. Normatywność koncepcji FEER (fakt, że dotyczy on tylko „idealnych warunków makroekonomicznych”) nie jest jej jedyną słabością. Często zwraca się uwagę, że podejście to pomija wpływ polityki makroekonomicznej na poziom produktu potencjalnego, a także nie odnosi się do zagadnienia równowagi na rynku aktywów finansowych, opierając się na wątpliwym założeniu, że stopy procentowe utrzymują się na poziomie równowagi. Co prawda wartość FEER można szacować w ramach metody równowagi ogólnej (uwzględniającej hipotetycznie wszystkie zależności występujące w gospodarce w stanie równowagi), ale pogarsza to znacznie przejrzystość procesu obliczeń. Z tego powodu w praktyce obliczeń FEER stosuje się najczęściej tzw. metodę równowagi cząstkowej, której podstawą jest model handlu zagranicznego. Obliczenie FEER wymaga w takim przypadku wykonania m.in. następujących kroków:

- oszacowania parametrów (elastyczności) modelu handlu zagranicznego,
- analizy reakcji (siły i opóźnienia) salda bilansu obrotów bieżących i luki popytowej na zmiany kursu oraz popytu,

- oszacowania luki popytowej w kraju i zagranicą celem ustalenia bieżącego odchylenia gospodarki od równowagi wewnętrznej,

- ustalenia optymalnego salda na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego celem ustalenia bieżącego odchylenia gospodarki od równowagi zewnętrznej.

Na każdym z etapów procedury wyznaczania FEER napotykamy na poważne trudności. Podstawowym problemem jest dostępność danych statystycznych, szczególnie jeśli chce się poddać analizie relacje długookresowej równowagi w gospodarce. Problem z danymi dotyczy nie tylko długości szeregów czasowych, ale również ich jakości, ponieważ dokonywane często zmiany metodologiczne i definicyjne zaburzają ciągłość i porównywalność i tak bardzo krótkich szeregów czasowych, co może dodatkowo niekorzystnie wpływać na wyniki obliczeń. Dodatkowym elementem jest dynamiczna zmiana w czasie struktury i siły zależności, którym podlegają zmienne ekonomiczne z powodu ciągłych zmian strukturalnych zachodzących w polskiej gospodarce.

Przykładowo, w Polsce bardzo dużym problemem jest uzyskanie rozsądnych szacunków elastyczności handlu zagranicznego³. Jeszcze większych trudności nastęrcza uzyskanie dla Polski wiarygodnych szacunków produktu potencjalnego. Najbardziej problematyczną składową procesy obliczania FEER jest jednak wyznaczenie optymalnego salda obrotów bieżących bilansu płatniczego⁴. Jest to o tyle istotne, że szacunki kursu równowagi są bardzo wrażliwe względem założonego optymalnego poziomu salda na rachunku obrotów bieżących. Szczególnie w takiej gospodarce jak Polska, która jest relatywnie mało otwarta, co oznacza, że nawet niewielkie zmiany salda obrotów bieżących wymagają znaczących dostosowań kursowych. Przyjęcie niewłaściwego poziomu optymalnego salda obrotów bieżących bardzo znacząco wpływa w takiej sytuacji na szacunek kursu równowagi. Dodatkowym utrudnieniem w przypadku próby ustalenia optymalnego salda obrotów bieżących dla Polski jest fakt, że w pełni porównywalne kwartalne dane bilansu płatniczego są dostępne tylko od początku 2000 r.

Między innymi ze względu na fakt, że obliczanie FEER wymagałoby przyjęcia wielu arbitralnych założeń, za co ta koncepcja szacowania kursu równowagi jest bardzo często

³ Przyczyn tego można upatrywać w kilku zjawiskach. Przykładowo, zarówno elastyczność cenowa, jak i dochodowa eksportu jest zaburzana np. przez duże autonomiczne wzrosty podaży eksportu w poszczególnych okresach (uruchomienie dużej fabryki nastawionej na eksport w ramach dużego koncernu zagranicznego, który jest mało elastyczny szczególnie względem kursu).

⁴ W zależności od metody szacunku optymalnego salda obrotów bieżących brakuje albo mocnych podstaw teoretycznych albo konieczne są daleko idące uproszczenia aplikacji empirycznej.

krytykowana, samodzielną próbę oszacowania kursu równowagi ograniczyliśmy do zastosowania podejścia BEER⁵.

Przypadkowe związki

Koncepcja behawioralnego kursu równowagi nawiązuje do teorii determinacji kursu walutowego, ponieważ polega ona na poszukiwaniu, za pomocą odpowiednich technik ekonometrycznych, zależności pomiędzy kursem walutowym a poszczególnymi zmiennymi makroekonomicznymi. Zmienne te są dobierane na podstawie wybranych teorii determinacji kursu walutowego, np. teorii bilansu płatniczego, efektu Harroda-Balassa-Samuelsona, parytetu stóp procentowych, parytetu siły nabywczej itd. W przeciwieństwie do kursu FEER, kurs BEER nie jest kursem równowagi dla idealnego układu sytuacji makroekonomicznej, lecz po prostu dla bieżącego układu zmiennych makroekonomicznych. Przy pomocy koncepcji BEER możliwe jest jednak również obliczenie kursu równowagi w sensie FEER. Wymaga to jednak ustalenia poziomów równowagi dla zmiennych determinujących kurs. Wobec tego, metodę tą można uznać za bardziej uniwersalną.

Od strony aplikacyjnej, koncepcja BEER nie jest niestety wolna od wszystkich trudności, które dotyczyły podejścia FEER. Przede wszystkim wymaga dostępności długich szeregów czasowych danych o dobrej jakości. Ze względu na mniej złożoną procedurę obliczeń jest jednak mniej narażona na ewentualne zniekształcenie wyników szacunków przez przyjmowanie nieodpowiednich założeń.

Na podstawie wybranych teorii determinacji kursu walutowego oraz analizy innych badań dla krajów rozwijających się, podstawowa wersja estymowanego przez nas modelu opiera się na następującej funkcji determinacji kursu walutowego:

$$BEER = f(PROD, RIR, ToT)$$

Zakładamy więc, że kurs walutowy w Polsce determinowany jest przez relatywne zmiany wydajności pracy w Polsce i strefie euro (PROD), różnicę w poziomach realnych stóp procentowych w Polsce i strefie euro (RIR) oraz przez *terms of trade* (ToT - relację zmian cen transakcyjnych w eksporcie do zmian cen transakcyjnych w imporcie) dla Polski. Jako miarę kursu walutowego wykorzystujemy realny efektywny kurs walutowy (REER) obliczany przez bank inwestycyjny JP Morgan Chase.

Wartości teoretyczne REER z estymowanego modelu to szacowany przez nas kurs BEER. Uwzględnienie w modelu relatywnej produktywności pracy odnosi się do efektu Harroda-Balassa-Samuelsona, a więc hipotezy, że szybszy wzrost wydajności pracy w Polsce w sektorach wytwarzających dobra podlegające wymianie międzynarodowej sprzyja aprecjacji złotego. Biorąc pod uwagę konstrukcję indeksu REER (wzrost REER oznacza aprecjację kursu), oczekiwany znak przy tej zmiennej powinien być dodatni. Zmienna *terms of trade* użyta jest w celu uwzględnienia warunków cenowych w handlu zagranicznym i ona również powinna być dodatnio skorelowana z kursem walutowym. Zastosowanie relacji realnych stóp procentowych jako jednego z czynników determinujących kurs walutowy odnosi się do hipotezy dysparytetu stóp procentowych, zgodnie z którym wyższy poziom stóp procentowych w kraju niż zagranicą powoduje aprecjację kursu krajowej waluty. Znak przy parametrze tej zmiennej powinien więc być również dodatni.

Do zbadania analizowanej relacji posłużyliśmy się wielorównaniowym modelem wektorowej autoregresji (VAR, ang. *vector auto-regression*). Więcej szczegółów na temat sposobu obliczeń i wykorzystanych danych statystycznych oraz wyników estymacji zawiera *Aneks techniczny* na str. 7). Bazując na danych za okres od I kwartału 1996 r. do II kwartału 2005 r. udało nam się znaleźć relację długookresowej równowagi dla kursu złotego i jego determinantów o następującej postaci:

$$REER_t = -1,44 - 3,81 \cdot PROD_t - 2,86 \cdot RIR_t - 0,20 \cdot ToT_t$$

Pierwsze spostrzeżenie, jakie się nasuwa patrząc na powyższą relację, to niezgodne z teorią ekonomiczną oraz intuicją znaki oszacowanych parametrów. Sugeruje to, że uzyskane wyniki najprawdopodobniej nie odzwierciedlają rzeczywistej relacji długookresowej równowagi pomiędzy kursem a zmiennymi wytypowanymi jako determinujące go czynniki. Dlatego wyniki obliczeń kursu BEER na podstawie oszacowanej relacji byłyby niewiarygodne.

Na podstawie wyników oszacowań, nasuwa się przypuszczenie, że prosta specyfikacja naszego modelu (wynikająca z ograniczonej dostępności oraz porównywalności danych statystycznych, a także z małego rozmiaru próby statystycznej) nie uchwyciła wszystkich zależności faktycznie istniejących w polskiej gospodarce. Przykładowo, model mógłby dodatkowo lub zamiast niektórych z zastosowanych zmiennych uwzględniać takie zmienne jak: relację aktywów zagranicznych netto do PKB, długoterminowe stopy procentowe, napływ bezpośrednich inwestycji bezpośrednich, saldo finansów publicznych, miarę stopnia otwartości polskiej gospodarki, relatywny stosunek cen dóbr handlowalnych do niehandlowalnych,

⁵ Próby szacunków kursu FEER dla Polski były podejmowane. Zobacz na przykład: M. Rubaszek, *Modelowanie optymalnego poziomu realnego efektywnego kursu złotego – zastosowanie koncepcji fundamentalnego kursu równowagi*, Materiały i Studia nr 175, NBP, Warszawa 2004. Zgodnie z tym opracowaniem, przy określonych założeniach kurs równowagi EURPLN w IV kwartale 2003 r. wyniósł 4,25 wobec rzeczywistego kursu na poziomie 4,62.

itp. Rozszerzenie modelu o inne zmienne mogłoby jednak jeszcze bardziej pogorszyć jakość szacunków ze względu na niewielką długość szeregów czasowych (co ma szczególnie duże znaczenie w przypadku wielorównaniowych modeli typu VAR, których „apetyt” na dane jest bardzo duży), a zatem ograniczoną liczbę stopni swobody. Zastosowanie niektórych ze zmiennych, np. długoterminowych stóp procentowych, nie jest natomiast w ogóle możliwe ze względu na brak szeregu czasowego o odpowiedniej długości. Przeprowadzone przez nas próby oszacowania relacji długookresowej równowagi dla innych specyfikacji modelu kursu BEER zakończyły się niepowodzeniem. Oczywiście należy również pamiętać, że poszukiwana przez nas relacja długookresowej równowagi między kursem złotego a odpowiednimi zmiennymi jest zaburzana przez zmiany kursu EURUSD, czyli czynnik całkowicie egzogeniczny względem polskiej gospodarki.

Trudność w oszacowaniu rozsądnej relacji długookresowej równowagi pomiędzy kursem a potencjalnie determinującymi go czynnikami wiąże się z pewnością z poważnymi zmianami strukturalnymi zachodzącymi w polskiej gospodarce. W analizowanej próbie takimi zmianami były np. stopniowa zmiana reżimu kursowego, stopniowe znoszenie ograniczeń przepływów kapitałowych, wystąpienie kryzysu rosyjskiego w 1998 r., a zupełnie niedawno wejście Polski do UE (można przypuszczać, że ten ostatni czynnik miał bardzo duże znaczenie dla struktury rynku walutowego w Polsce - pojawili się na nim zupełnie nowi, istotni uczestnicy; zmianie uległ charakter dokonywanych transakcji). Tego typu wydarzenia znacząco wpływają na sieć relacji pomiędzy różnymi zmiennymi ekonomicznymi. Dlatego niezgodne z oczekiwaniami znaki oszacowanej przez nas relacji mogą wynikać z efektów zachodzących w polskiej gospodarce procesów, których nie uwzględnia prosta specyfikacja modelu. Aprecjacja (deprecjacja) realnego efektywnego kursu walutowego w analizowanym przez nas okresie mogła więc wynikać nie tyle ze spadku (wzrostu) uwzględnionych w naszym modelu determinantów kursu, co z innych zmian w gospodarce, niemożliwych do uchwycenia w prostym modelu. Niestety krótkie szeregi czasowe uniemożliwiają formalne zweryfikowanie wpływu wybranych zmian strukturalnych (takich jak akcesja Polski do UE) na analizowaną relację.

Problem do szuflady

Podsumowując naszą analizę, można stwierdzić, że z teoretycznego punktu widzenia nieco łatwiejszą koncepcją do wyznaczenia optymalnego kursu złotego wydaje się koncepcja BEER, która pozwala na oszacowanie kursu odpowiedniego dla bieżącego lub przewidywanego układu sytuacji makroekonomicznej, a nie dla „idealnego” stanu

równowagi makroekonomicznej. Niemniej, biorąc pod uwagę niepewność dotyczącą sposobu determinacji kursu walutowego w polskiej gospodarce (czyli postaci funkcji kursu walutowego znajdującej odzwierciedlenie w specyfikacji szacowanego później modelu), należy stwierdzić, że oszacowanie realnego kursu równowagi złotego przy zastosowaniu koncepcji BEER jest bardzo trudne, a wyniki ewentualnych szacunków są obciążone bardzo dużą niepewnością. Oznacza to, że wzajemne przekonanie stron procesu decyzyjnego na temat ustalenia określonego poziomu kursu złotego do euro na podstawie sformalizowanych analiz będzie trudne. Chociaż sytuacja taka nie ogranicza wcale pola dla rozważań natury ekonomicznej (np. przewidywań co do zmian strukturalnych w gospodarce, czy też układu *policy-mix* na drodze i po wejściu Polski do strefy euro), zwiększa ona przestrzeń dla argumentów o charakterze politycznym. Patrząc z tego punktu widzenia, trzeba się zastanowić, jak na kwestię optymalnego kursu złotego zapatrują się dwa ośrodki kształtujące wspólnie politykę kursową w Polsce. Sądząc po wspomnianych wypowiedziach premiera Kazimierza Marcinkiewicza, rozważając ewentualne usztywnienie kursu złotego jeszcze przed coraz bardziej odległym wejściem do strefy euro, polski rząd będzie się zapewne opowiadał za relatywnie słabym kursem złotego (skupiając uwagę na losie eksporterów, a zapominając o importerach, licznej grupie osób i podmiotów gospodarczych spłacających kredyty walutowe, a także o wzroście kosztów obsługi długu publicznego w części denominowanej w walutach obcych ponoszonym przez wszystkich podatników). Najważniejsze jednak wydaje się to, że w rezultacie wydarzeń na scenie politycznej, szanse na głębokie reformy wyraźnie zmalały, a zatem oddala się nie tylko perspektywa wejścia do strefy euro, ale również maleje postrzegana z punktu widzenia polityków potrzeba ewentualnego usztywnienia kursu złotego celem przeciwdziałania jego nadmiernej aprecjacji. Jeśli chodzi o bank centralny można sądzić, że w obecnej sytuacji umocni się on w dotychczasowym przekonaniu, że dopóki nie jest konieczne wejście Polski do EMU, dopóty kurs złotego powinien być kształtowany przez siły rynkowe, a więc powinien zostać utrzymany w Polsce reżim płynnego kursu walutowego. Nie można jednak wykluczyć zmiany podejścia banku centralnego do tej kwestii po oczekiwanej zmianie na stanowisku prezesa NBP na początku 2007 r., gdyby towarzyszyła temu zmiana konstytucji polegająca na postulowanej przez PiS likwidacji RPP i przejęciu jej kompetencji przez zarząd NBP. Zmiana konstytucji w tym celu wydaje się jednak przy obecnym rozkładzie mandatów w Sejmie mało prawdopodobna. W efekcie nawet zmiana na stanowisku prezesa NBP nie zmieni układu sił w sprawach polityki kursowej w RPP.

Aneks techniczny

Do oszacowania kursu równowagi według koncepcji BEER posłużyliśmy się modelem wektorowej autoregresji (unrestricted VAR). Zmienne użyte w estymowanych przez nas modelach zdefiniowane zostały następująco:

- REER** realny efektywny kurs walutowy obliczany przez bank inwestycyjny JP Morgan (w logarytmie). Wzrost indeksu oznacza aprecjację złotego), źródło danych: JP Morgan;
- ToT** terms of trade (w logarytmie); źródło danych: Biuletyny Statystyczne GUS;
- RIR** relacja realnych 3-miesięcznych stóp procentowych w Polsce i strefie euro zdeflowanych wskaźnikiem cen konsumenta (w logarytmie), źródło danych: Reuters, GUS oraz Eurostat;
- PROD** relacja rocznych dynamik wydajności pracy w przemyśle w Polsce i strefie euro (w logarytmie), źródło danych: GUS oraz EBC;
- NFA** relacja aktywów zagranicznych netto do wartości bieżących Produktu Krajowego Brutto (w logarytmie), źródło danych – NBP oraz GUS;
- TNT** relatywna cena dóbr podlegających wymianie zagranicznej (tradable) w stosunku do dóbr nie podlegających wymianie (non-tradable), zmienne w logarytmie, źródło danych – GUS oraz Eurostat.

W modelu wykorzystano dane kwartalne, obejmujące okres od I kwartału 1996 r. do II kwartału 2005.

W pierwszej kolejności poddaliśmy analizie następującą funkcję determinacji kursu walutowego:

$$BEER = f(PROD, RIR, ToT)$$

Przeprowadzone testy statystyczne pozwoliły uznać, że zmienne REER i ToT są zintegrowane rzędu I(1), natomiast zmienne RIR i PROD są zintegrowane rzędu I(0). Ze względu na ograniczoną ilość miejsca nie przytaczamy wyników tych testów.

Za liczbę opóźnień w modelu VAR przyjęto 2 jako kompromis pomiędzy niewielką liczbą stopni swobody, a rozsądną specyfikacją modelu. Wykorzystując test bazujący na procedurze Johansena potwierdzone zostało istnienie jednego wektora kointegracji dla ww. zmiennych.

Hypothesized	Trace	5 Percent	1 Percent
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value
None **	0.689819	68.96329	47.21
At most 1	0.419458	27.99231	29.68
At most 2	0.193587	8.959524	15.41
At most 3	0.040005	1.428968	3.76

** denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level

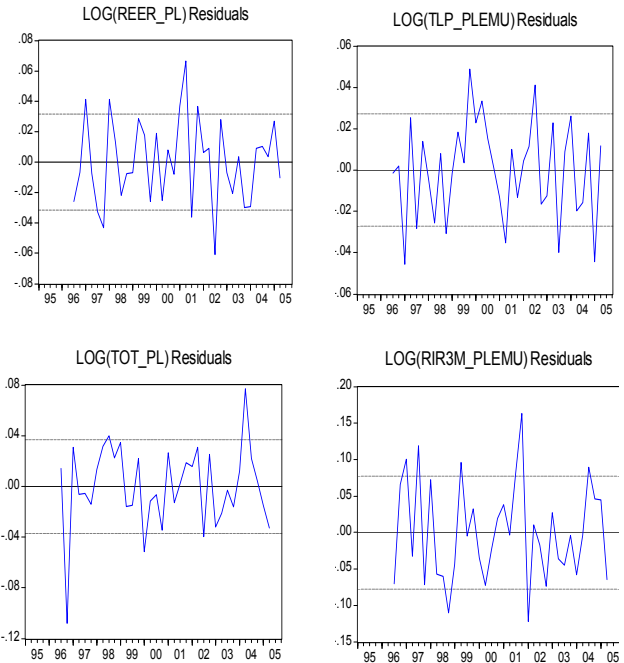
Trace test indicates 1 cointegrating equation(s) at both 5% and 1% levels

Wartości parametrów wektora kointegracji modelu przedstawione są w poniższej tabeli:

REER	PROD	ToT	RIR	C
1.000000	3.809030	2.864823	0.201116	1.437801
	(0.45978)	(0.52003)	(0.03166)	

Uwaga: W nawiasach standard errors; C oznacza wyraz wolny

Poniżej zamieszczamy wykresy reszt z podstawowego modelu, odzwierciedlające odchylenie teoretycznych wartości zmiennych wyliczonych przy wykorzystaniu modelu od wartości rzeczywistych.



Ze względu na fakt, że znaki oszacowanych parametrów relacji długookresowej równowagi w podstawowym modelu są niezgodne z teorią ekonomiczną i intuicją, podjęliśmy próbę oszacowania modelu realnego efektywnego kursu walutowego przy wykorzystaniu alternatywnych specyfikacji modelu BEER. W poniższych tabelach przedstawiamy wyniki tych obliczeń.

I. Test kointegracji dla funkcji kursu o następującej postaci:

$$BEER = f(ToT, NFA, TNT, RIR)$$

Hypothesized	Trace	5 Percent	1 Percent
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value
None **	0.627289	98.24423	68.52
At most 1 **	0.591916	59.75306	47.21
At most 2	0.357367	24.79809	29.68
At most 3	0.172498	7.553037	15.41
At most 4	0.004314	0.168619	3.76

** denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level

Trace test indicates 2 cointegrating equation(s) at both 5% and 1% levels

II. Test kointegracji dla funkcji kursu o następującej postaci:

$$BEER = f(ToT, NFA, PROD, RIR)$$

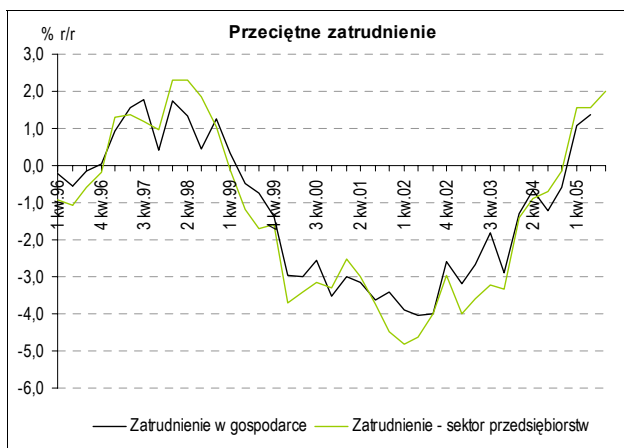
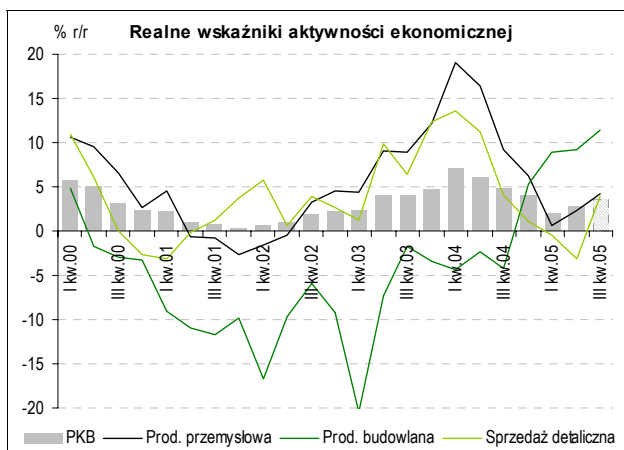
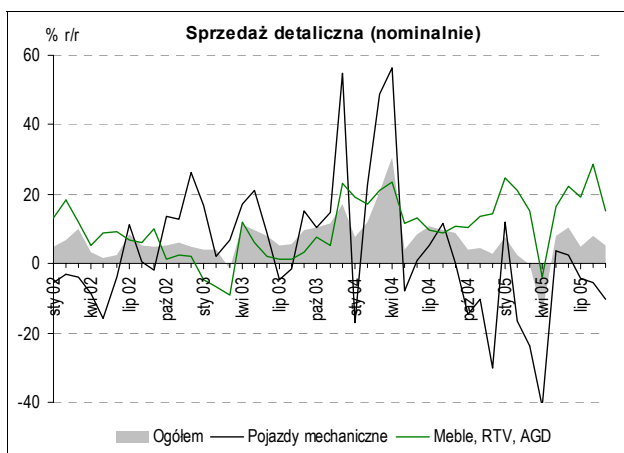
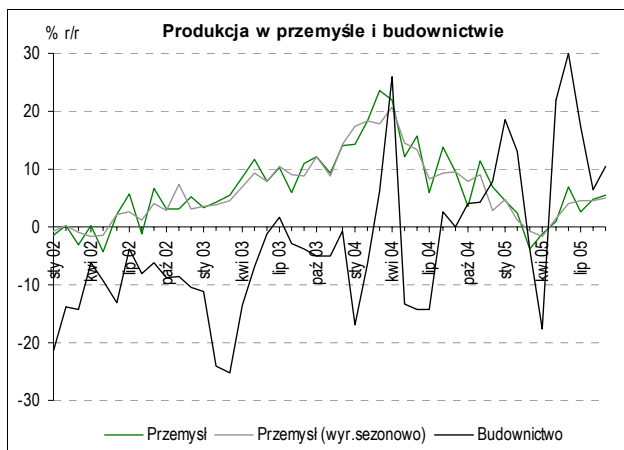
Hypothesized	Trace	5 Percent	1 Percent
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value
None **	0.824372	132.5709	68.52
At most 1 **	0.625710	71.69235	47.21
At most 2 **	0.482891	37.29697	29.68
At most 3	0.308065	14.21440	15.41
At most 4	0.037154	1.325165	3.76

** denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level

Trace test indicates 3 cointegrating equation(s) at both 5% and 1% levels

Jak wynika z powyższych tabel wyniki szacowanych przez nas alternatywnych modeli realnego efektywnego kursu walutowego nie pozwoliły na znalezienie jednej relacji długookresowej.

Gospodarka Polski



Nieźle wyniki przemysłu i budownictwa

Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła we wrześniu o 5,5% r/r, zgodnie z naszą prognozą i trochę powyżej konsensusu rynkowego. Wzrost skorygowany sezonowo wyniósł 5,1% r/r, czyli najwięcej w tym roku. Dane potwierdzają tezę, że aktywność gospodarcza firm w sektorze przemysłowym zwiększa się miarowo z kwartału na kwartał.

Wzrost produkcji zanotowany został w 16 z 29 działów przemysłu, najwyższy w tych, gdzie duży jest udział eksportu. Można się więc domyślać, że w III kwartale nadal istotnym motorem rozwoju gospodarki był eksport netto, podczas gdy wzrost popytu krajowego był umiarkowany.

Jednak nadzieje na wzrost aktywności inwestycyjnej wzmacnia ekspansja produkcji budowlano-montażowej – we wrześniu zwiększyła się o 10,5% r/r, a w całym III kwartale o 11,3% r/r.

... ale sprzedaż detaliczna poniżej oczekiwań

Sprzedaż detaliczna we wrześniu wzrosła nominalnie o 5,4% r/r, co było wynikiem poniżej oczekiwań rynkowych (średnio ok. 7%). Wzrost w cenach stałych wyniósł 2,9% r/r, czyli wyraźnie mniej niż 5,6% r/r zanotowane w sierpniu.

Podobnie jak w poprzednich miesiącach, najbardziej niekorzystnie na ogólny wzrost sprzedaży detalicznej oddziaływało trwające załamanie sprzedaży nowych samochodów (-10,2% r/r).

Jednak w sprzedaży pozostałych towarów również nastąpiło osłabienie tempa wzrostu. Może to oznaczać, że poprawa popytu konsumpcyjnego w III kwartale br. była słabsza niż przewidywano.

Nadal liczymy na stopniowe ożywienie konsumpcji w kolejnych kwartałach, czemu sprzyjać będą m.in. rosnące dochody i optymizm gospodarstw domowych i niskie stopy procentowe, jednak ścieżka wzrostowa będzie łagodniejsza niż wcześniej zakładana.

W III kwartale jednak poprawa sytuacji gospodarczej

Prezes GUS Tadeusz Toczyński poinformował, że urząd statystyczny odnotował stopniową poprawę w zakresie popytu krajowego, a „gospodarka wkroczyła na ścieżkę zrównoważonego i stabilnego wzrostu gospodarczego”.

Miesięczne dane opublikowane do tej pory faktycznie świadczą o wzroście aktywności gospodarczej w III kwartale, jednak ostateczne potwierdzenie obrazu sytuacji otrzymamy dopiero 29 listopada wraz z danymi o PKB, na które tak bardzo czeka też Rada Polityki Pieniężnej.

Istotną będzie nie tylko skala przyspieszenia wzrostu PKB, ale też jego struktura – w jakim stopniu ożywienie opierać się będzie na popycie krajowym, a w jakim na zagranicznym. Niezbyt gwałtowny wzrost popytu krajowego nie powinien być niebezpieczny dla perspektyw inflacji.

Zatrudnienie rośnie, bezrobocie w dół

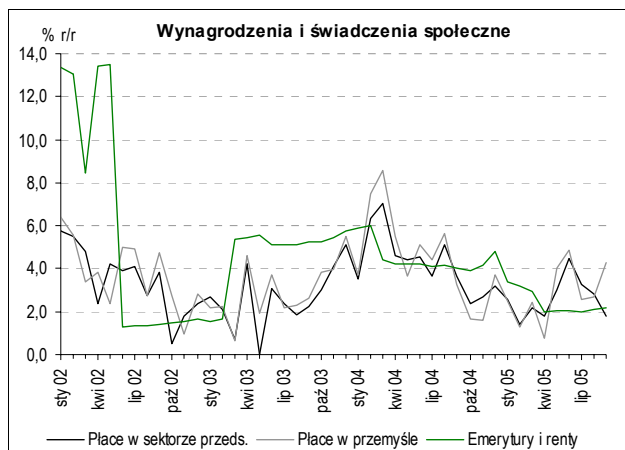
Efektorem ekspansji w działalności firm jest systematycznie przybierający na sile popyt na pracę, objawiający się coraz szybszym wzrostem zatrudnienia. We wrześniu liczba miejsc pracy w sektorze przedsiębiorstw wzrosła o 2,2% r/r.

Jak na polskie warunki, jest to tempo wzrostu zatrudnienia naprawdę wysokie, odpowiadające temu z lat 1997-1998, kiedy to gospodarka rozwijała się w tempie 5-7% rocznie, a bezrobocie spadło do rekordowo niskiego poziomu 10%.

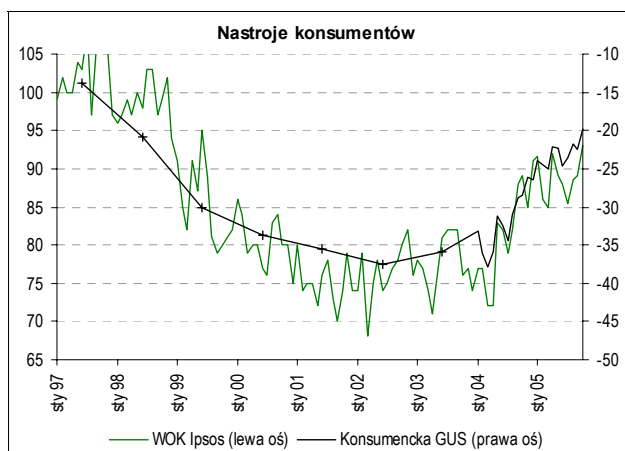
Obecnie również bezrobocie znajduje się w trendzie spadkowym, choć tempo tego spadku jest umiarkowane. We wrześniu stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła 17,6%. Liczba bezrobotnych spadła o 7,1% r/r do 2,76 mln zł, czyli poziomu najniższego od ponad 4 lat, a liczba nowych ofert pracy wzrosła o 22% r/r.

Źródło: GUS, szacunki własne

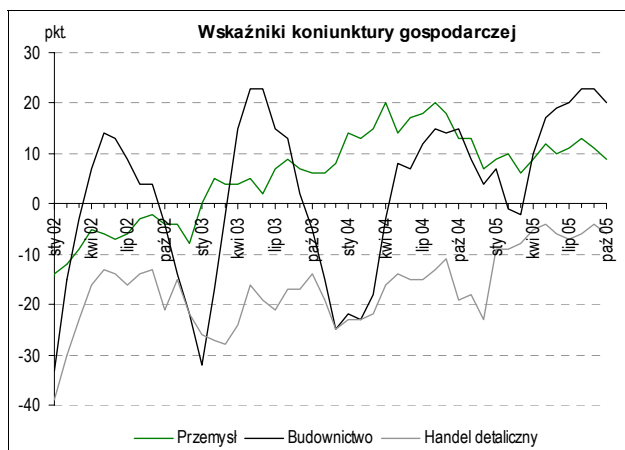
Gospodarka Polski

**Płace rosną umiarkowanie**

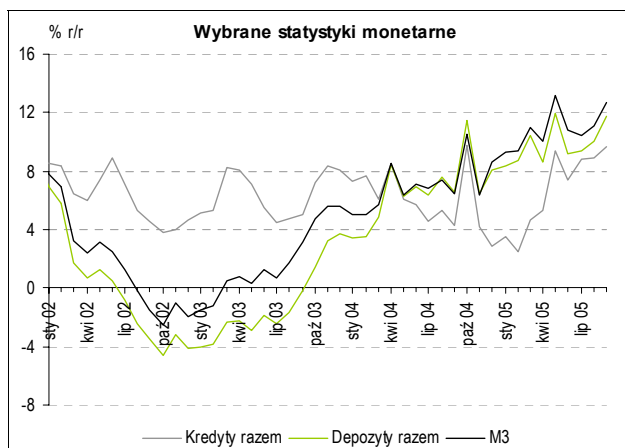
- Wzrost płac we wrześniu w sektorze przedsiębiorstw był znacznie niższy od prognoz i wyniósł 1,8% r/r, wobec rynkowego konsensusu 3,2% r/r i wyniku 2,8% r/r w sierpniu.
- Jednak na spadek dynamiki duży wpływ miał jednorazowy efekt wysokiej bazy w sektorze poczta i telekomunikacja, gdzie przed rokiem miały miejsce wysokie, prawie 40-procentowe podwyżki wynagrodzeń. W pozostałych sektorach utrzymało się umiarkowane tempo wzrostu płac (np. w przemyśle 4,3% r/r). Można zatem prognozować, że dynamika płac w październiku podniesie się po zaniknięciu jednorazowego efektu.
- Dzięki rosnącemu zatrudnieniu i malejącej inflacji, realny fundusz płac w sektorze firm był w III kwartale o 3,1% wyższy niż przed rokiem, co oznacza poprawę w stosunku do poprzednich kwartałów i wspiera prognozę stopniowo rosnącej konsumpcji.

**Gospodarstwa domowe w coraz lepszych nastrojach**

- Badania ankietowe wśród gospodarstw domowych wskazują jednoznacznie na wyraźną poprawę nastrojów konsumentów w IV kwartale br. Większość indeksów optymizmu i koniunktury konsumenckiej (m.in. autorstwa GUS, Ipsos, czy IRG SGH) wzrosła w ostatnich miesiącach do poziomów najwyższych od połowy 1998 r.
- Warto odnotować silną korelację pomiędzy nastrojami gospodarstw domowych a sytuacją na rynku pracy. Jeżeli zatem tendencja do wzrostu zatrudnienia będzie kontynuowana, powinno to dalej wspierać atmosferę sprzyjającą zakupom. Chociaż dopóki tempo wzrostu wynagrodzeń pozostaje umiarkowane, będzie to raczej tendencja do stopniowej odbudowy konsumpcji, a nie gwałtownego boomu.

**Koniunktura w przedsiębiorstwach**

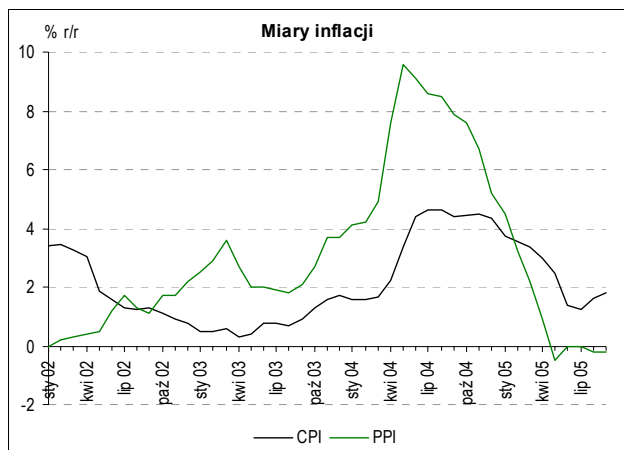
- Wskaźniki koniunktury gospodarczej GUS zanotowały w październiku umiarkowane spadki w porównaniu z wrześniem (o 2-3 pkt). Jednak było to typowo sezonowe zjawisko, a w porównaniu z poprzednim rokiem koniunktura w budownictwie i handlu była oceniana bardziej optymistycznie (odpowiednio o 5 i 13 pkt), podczas gdy w przetwórstwie przemysłowym wystąpił spadek o 4 pkt (słabszy niż -7 pkt w poprzednim miesiącu).
- Pomimo wszystko, klimat w przemyśle oceniano pozytywnie (+9 pkt), głównie z powodu dobrych oczekiwań nt. zamówień i produkcji. Co ciekawe, szybciej rosną zamówienia krajowe niż eksportowe. Jeśli chodzi o firmy budowlane, są one dość optymistyczne choć uważają, że najważniejszymi barierami rozwoju są ostra konkurencja i wysokie koszty pracy. Indeks dla handlu detalicznego był nadal na minusie (-6).

**Podaż pieniądza rośnie coraz szybciej**

- We wrześniu podaż pieniądza wzrosła o 12,7% r/r wobec 11,1% r/r przed miesiącem. Wynikało to z silnego przyspieszenia wzrostu gotówki w obiegu (do 10,4% r/r) oraz z coraz szybszego przyrostu depozytów (11,7% r/r). Ten ostatni to nadal efekt przede wszystkim szybko rosnących zasobów przedsiębiorstw (21,6% r/r), podczas gdy depozyty gospodarstw domowych zwiększyły się umiarkowanie o 4,6% r/r.
- Jeśli chodzi o czynniki kreacji podaży pieniądza, we wrześniu zanotowano przyspieszenie wzrostu kredytów ogółem do 9,7% r/r z 9,0% w poprzednim miesiącu (w okresie styczeń-sierpień średni wzrost 6,3% r/r). Było to spowodowane trwającym boomem na rynku kredytów dla gospodarstw domowych (19% r/r), podczas gdy należności od przedsiębiorstw nadal rosły w słabym tempie (zaledwie 1,5% r/r wobec 1,0% w sierpniu).

Źródło: GUS, NBP, Ipsos, szacunki własne

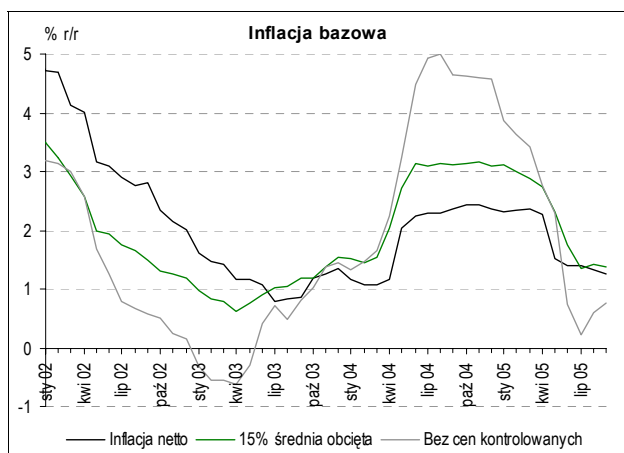
Gospodarka Polski



Inflacja nieco wyżej, ceny producentów niskie

▪ Stopa inflacji we wrześniu wzrosła do 1,8% r/r z 1,6% r/r w sierpniu. Głównym powodem wzrostu były podwyżki cen paliw (3,4% m/m); dość wysoki był też wzrost cen żywności (0,6% m/m). Najważniejsze jednak, że trudno doszukać się oznak wpływu drogich paliw na ceny innych towarów i usług. Przeciwnie, pogłębił się spadek cen odzieży i obuwniczych, a w innych kategoriach ceny były stabilne, co sugeruje, że popytowa presja na ceny jest słaba. W październiku CPI powinno powrócić do 1,5% po obniżce akcyzy na benzynę, jednak na początku 2006 ponownie wzrośnie do ok. 2%.

▪ Ceny produkcji spadły we wrześniu o 0,2% r/r, pomimo wzrostu cen produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej aż o 2,7% m/m. Pokazuje to, że trudno mówić o bezpośrednim wpływie wysokich cen ropy na inne ceny, nie wspominając o ewentualnym ryzyku wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy.

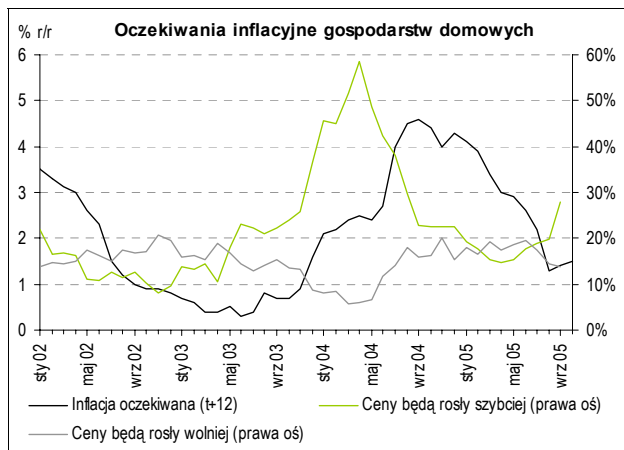


Inflacja bazowa nie budzi obaw

▪ Inflacja bazowa we wrześniu pozostała niska, pokazując brak poważnych zagrożeń dla perspektyw inflacji. Dwa najważniejsze wskaźniki z punktu widzenia banku centralnego – inflacja netto i 15% średnia obciążenia – pozostały bez zmian, odpowiednio na poziomie 1,3% i 1,4% r/r.

▪ Dwa inne wskaźniki nieznacznie wzrosły (CPI z wyłączeniem cen kontrolowanych oraz CPI bez cen najbardziej zmiennych), a jeden lekko się obniżył.

▪ Jednak wszystkie pięć miar pozostało poniżej poziomu 1,5%, czyli dolnej granicy przedziału tolerancji wokół celu inflacyjnego, a dwie z nich były nawet poniżej 1%, co potwierdza, że napięcia inflacyjne w gospodarce nie są szczególnie silne.



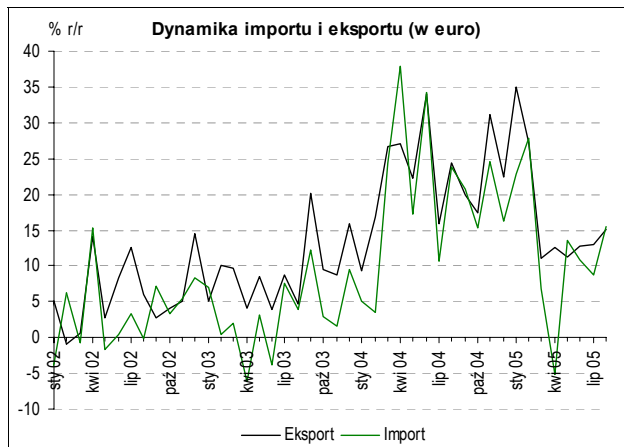
Oczekiwania inflacyjne nieznacznie wzrosły

▪ Według danych udostępnianych przez NBP oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych nieznacznie wzrosły w październiku. Inflacja oczekiwana w horyzoncie najbliższych 12 miesięcy wyniosła 1,5% wobec 1,4% miesiąc wcześniej.

▪ Co więcej, szczegółowa struktura odpowiedzi ankietowych z września wskazuje na wyraźny wzrost odsetka respondentów przewidujących przyspieszenie wzrostu cen w przyszłości (z 19,9% do 27,8%) i spadek udziału ankietowanych oczekujących na stabilizację lub spowolnienie wzrostu cen.

▪ Nadal jednak inflacja przewidywana przez gospodarstwa domowe jest poniżej celu inflacyjnego, co oznacza, że dane nie budzą jeszcze nadmiernych obaw o perspektywy inflacji.

▪ Pytanie, jak zareagują oczekiwania w kolejnych miesiącach na wzrost wskaźnika CPI oraz wyraźne osłabienie złotego.



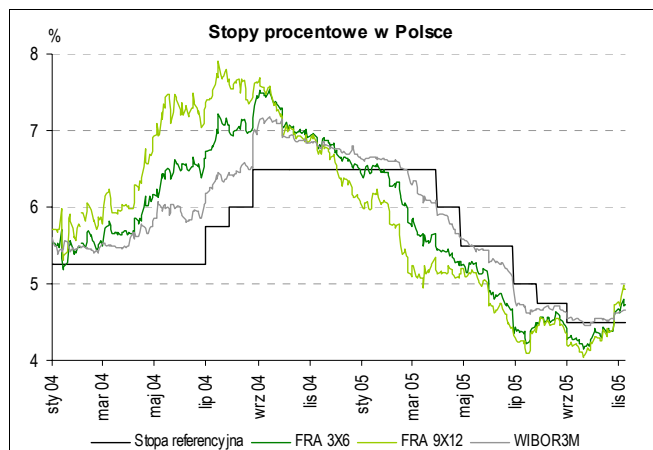
Obroty handlu zagranicznego silnie rosną

▪ Deficyt na rachunku obrotów bieżących w sierpniu był znacznie wyższy niż prognozowano i wyniósł 380 mln €, m.in. za sprawą wysokiego deficytu na rachunku dochodów (664 mln €) w efekcie uwzględnienia szacunku reinwestowanych zysków zagranicznych właścicieli działających w Polsce firm.

▪ Mimo tego dane potwierdziły, że stopień nierównowagi zewnętrznej polskiej gospodarki jest wciąż na bezpiecznym poziomie. Po sierpniu skumulowany za ostatnie 12 miesięcy deficyt obrotów bieżących w relacji do PKB utrzymał się na poziomie 1,9% zanotowanym po lipcu.

▪ Zarówno eksport, jak i import zwiększyły się o nieco ponad 15% r/r, co sugeruje, że równocześnie popyt krajowy nabiera siły, podczas gdy polskie firmy radzą sobie świetnie na zagranicznych rynkach mimo silnego złotego.

Pod lupą: Bank centralny



Fragmety komunikatu RPP z dnia 26 października 2005

W październiku nastąpiło pewne obniżenie cen ropy naftowej. W stosunku do sierpnia cena ropy Brent obniżyła się o 7,5 USD za baryłkę, tj o 11,1%. Jednak nadal zarówno bieżące, jak i prognozowane ceny ropy utrzymują się na wysokim poziomie.

Dane za wrzesień nie pozwalają jeszcze ocenić, czy przyspieszenie wzrostu gospodarczego nastąpiło w skali przewidywanej w sierpniowym *Raporcie o inflacji*. Pełniejsza ocena będzie możliwa po opublikowaniu danych GUS dotyczących III kw.

Utrzymanie się umiarkowanego wzrostu płac sprzyjałoby dalszemu wzrostowi zatrudnienia oraz - przy dynamice wydajności pracy nadal znacznie przekraczającej wzrost wynagrodzeń - ograniczeniu presji inflacyjnej. Ze względu na brak danych o wynagrodzeniach poza sektorem przedsiębiorstw w III kw. br. trudno obecnie ocenić jaka będzie przyszła dynamika płac w całej gospodarce.

Rada podtrzymuje ocenę, że inflacja może wrócić do celu inflacyjnego szybciej niż wynikało to z sierpniowej projekcji inflacji. Przewiduje się, że po osiągnięciu celu inflacja będzie się utrzymywać na poziomie zbliżonym do celu inflacyjnego. Umiarkowany wzrost płac świadczy o tym, że nie pojawiły się dotąd efekty drugiej rundy. Gdyby jednak pojawiały się sygnały wzrostu prawdopodobieństwa wystąpienia tych efektów, bilans ryzyk mógłby ulec zmianie, co wpłynęłoby na przyszłe decyzje Rady.

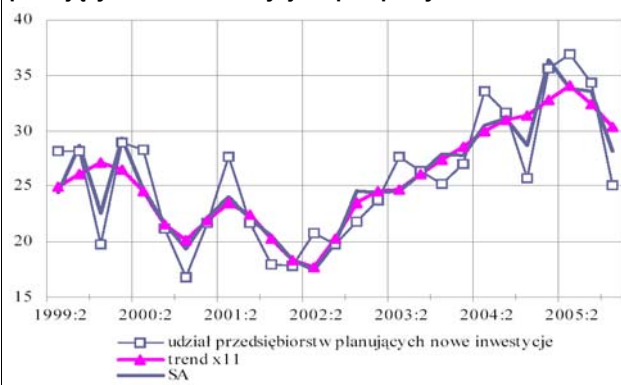
Po raz kolejny bez niespodzianek

- Zgodnie z oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian i utrzymała łagodne nastawienie w polityce pieniężnej.
- Decyzja Rady i komunikat potwierdziły oczekiwania dotyczące najbliższych decyzji w polityce pieniężnej. Brak sygnałów o ewentualnym nasilaniu się presji inflacyjnej i brak oznak wystąpienia efektów drugiej rundy po wcześniejszym wzroście cen paliw powoduje, że perspektywy inflacji pozostają korzystne.
- Pozostaje pytanie czy rozwój wydarzeń na scenie politycznej nie będzie stanowił zagrożenia dla średnioterminowych perspektyw inflacji. Główny i najszybszy kanał transmisji to kurs walutowy, choć warto zaznaczyć, że w ostatnich miesiącach kurs złotego był mocniejszy niż uwzględniono w *Raporcie o inflacji*.

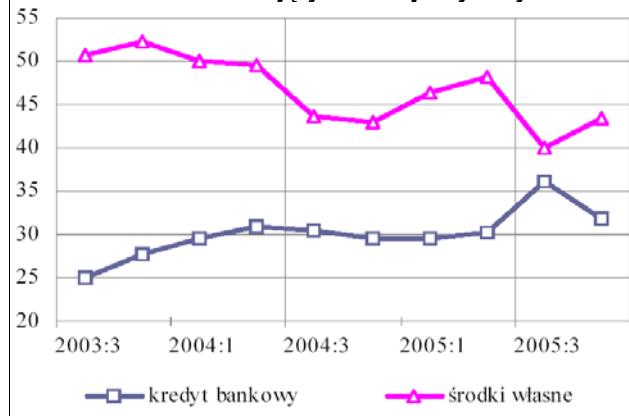
W komunikacie również nic specjalnego

- Rada podtrzymała ocenę, że inflacja może wrócić do celu szybciej niż wynikało to z projekcji. O ile jednak w ubiegłym miesiącu Rada uzasadniła tę tezę „podwyższonymi cenami ropy i gazu”, to tym razem obyło się bez uzasadnienia, a Rada zaznaczyła, że ceny ropy od sierpnia spadły.
- Rada potwierdziła, że opublikowane ostatnio dane ekonomiczne nie dały jasnej odpowiedzi na pytanie dotyczące siły ożywienia polskiej gospodarki, a kluczowa do tej oceny będzie pełna informacja za trzeci kwartał.
- Rada podjęła decyzję o zmianie terminu publikacji *Raportów o inflacji*. Ma ona na celu uwzględnienie w projekcjach inflacji i PKB możliwie najświeższych danych o PKB. Następny *Raport o inflacji* opublikowany zostanie dopiero w styczniu.

Wskaźnik aktywności inwestycyjnej – udział przedsiębiorstw planujących nowe inwestycje w perspektywie kwartału



Udział inwestorów finansujących rozwój z wybranych źródeł



Źródło: NBP, Reuters

Koniunktura lepsza, ale bez ryzyka inflacji

- Według badań NBP, na koniec III kwartału przedsiębiorstwa przejawiały więcej optymizmu odnośnie sytuacji gospodarczej i przewidywały, że możliwa jest pewna poprawa w IV kwartale.
- Oczekiwania na zwiększenie popytu wynikały głównie z czynników sezonowych, a nie było przejawem trwałego trendu.
- Aktywność inwestycyjna obniżyła się, co częściowo wynikało z czynników sezonowych, ale w nowych inwestycjach nastąpiło istotne pogorszenie trendu. Najważniejszą barierą dla inwestycji okazała się dostępność funduszy pomocowych z UE.
- Brak ryzyka nadmiernego wzrostu płac, zatrudnienie pozytywnie.
- Choć przedsiębiorstwa postrzegają wyższe koszty jako barierę dla ich działalności, pomimo dużo wyższych cen materiałów i surowców, nie planuje się podwyżek cen detalicznych.

Oczekiwany wzrost popytu na kredyty

- Badania NBP dotyczące sytuacji na rynku kredytowym pokazały, że w III kwartale banki nie zmieniły warunków i kryteriów udzielania kredytów dla przedsiębiorstw, podczas gdy kontynuowana była lekka tendencja do łagodzenia warunków udzielania kredytów konsumpcyjnych i mieszkaniowych.
- Banki zgłaszały wzrost w sektorze przedsiębiorstw (głównie na potrzeby finansowania inwestycji i aktywów obrotowych), ale z wyjątkiem długoterminowych pożyczek dla małych i średnich firm był to wzrost nieco słabszy niż w poprzednim kwartale.
- Spodziewany jest wzrost popytu na kredyty konsumpcyjne w IV kw. Banki prawdopodobnie liczą również na wzrost akcji kredytowej dla przedsiębiorstw, ponieważ planują złagodzenie warunków i kryteriów udzielania kredytów dla firm, w szczególności jeśli chodzi o sektor dużych przedsiębiorstw.

Pod lupą: Bank centralny

Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

Leszek Balcerowicz, prezes NBP, przewodniczący RPP Reuters, konferencja prasowa RPP; 26 października

Wzrost gospodarczy w trzecim kwartale będzie znacznie wyższy niż w drugim kwartale, bliski temu co założono.

Według analiz NBP tak niski wzrost płać [1,8% r/r] był pod wpływem wysokiego efektu bazy w jednym sektorze, a po uwzględnieniu tego efektu wzrost płać wyniósłby 2,8%.

Jan Czekaj, członek RPP PAP, 21 października

Po przystąpieniu do UE jednostronna euroizacja jest praktycznie niemożliwa, pozostaje nam normalna droga do euro. Integralną częścią traktatu jest zobowiązanie do przyjęcia euro. Dziwię się politykom, którzy mówią inaczej o referendum w sprawie euro, gdyż przyjmując traktat akcesyjny zdecydowaliśmy o przystąpieniu do euro. My chyba nie jesteśmy przygotowani politycznie do euro, dopóki te dwie polityki, monetarna i fiskalna będą prowadzone na różnych szczeblach. Będziemy mieli do czynienia z trudnościami.

Dariusz Filar, członek RPP PAP, 26 października

W sytuacji, gdy uwaga skupiona jest na polityce może istnieć pogląd, że RPP również na tym się skupia. Otóż nie jest to prawda. Zwracamy uwagę na to, że w perspektywie wielu kwartałów inflacja może powrócić do celu i może się na poziomie celu ustabilizować.

PAP, 19 października

Aktualna stopa procentowa wydaje się bardzo zbliżona do tej, która jest potrzebna, żeby zrealizować cel inflacyjny 2,5 proc. w ciągu 5-7 kwartałów. Jedynie gdyby dane III kwartału okazały się znacznie odbiegające od wizji III kwartału w projekcji, to moglibyśmy się zastanawiać, jaki margines ewentualnie na dostosowanie stopy istnieje. W tym sensie kompletne dane III kwartału są ważne.

Marian Noga, członek RPP PAP, 19 października

Bilans ryzyk dla inflacji zmienił się na tyle, że wzrasta prawdopodobieństwo pojawienia się wyższej inflacji. Inflacja jest niska, ale widzimy jasną zmianę trendu. Jeśli trend się utrzyma, a wszystko wskazuje że tak, nawet niewielka zmiana miesięczna może podwyższyć gwałtownie inflację do 2,5 proc. i zwiększyć oczekiwania inflacyjne. Miejsce na obniżki zacieśnia się. Oczekiwania inflacyjne nie ustabilizowały się.

Stanisław Owsiak, członek RPP PAP, 21 października

Pierwsze miesiące podwyższonych cen ropy nie dają podstawy do poglądu, że zwiększa się presja inflacyjna. Gdyby się zdarzyły sytuacje nadzwyczajne, że ceny znacząco pójdą w górę, to tak. Natomiast, jeśli ceny się ustabilizują na obecnym poziomie, ewentualnie trochę wzrosną, o ok. 5 proc., to ja takiego zagrożenia nie widzę. Dużo zależy od kursu złotego do dolara, naszym sprzymierzeńcem jest bardzo mocny złoty. Nie widzę zagrożeń ze strony tak zwanych efektów drugiej rundy, przy takim rynku pracy i wysokim bezrobociu.

Mirosław Pietrewicz, członek RPP Reuters, 14 października

Jeżeli dynamika wzrostu gospodarczego w trzecim kwartale będzie niewiele przekraczała 3 procent, inwestycje nie przekroczą 5 procent, a dynamika spożycia wyraźnie nie przekroczy 2 procent, to jest potrzeba łagodzenia polityki pieniężnej.

PAP, 9 października

Jedynym realnym zagrożeniem obecnie dla inflacji są ceny ropy, ale ich wpływ na inflację w Polsce jest stosunkowo niewielki i w najbliższym czasie inflacja nie powinna ulec istotnemu zwiększeniu. Badania NBP pokazują, że wzrost cen ropy o 10 USD za baryłkę przekłada się na wzrost cen (CPI) w skali 0,1-0,2 pkt. proc. W większym stopniu przekłada się natomiast na osłabienie dynamiki wzrostu gospodarczego, co z kolei prowadzi do niższej inflacji.

Komentarz

W komunikacie wrześniowym Rada napisała że wzrost PKB w III kw. był wyższy niż w II kw. W komunikacie październikowym stwierdzono, że nie można ocenić, czy przyspieszenie wzrostu nastąpiło w oczekiwanej skali. Jednak prezes NBP był (jak zwykle) bardziej optymistyczny co do perspektyw wzrostu. Czy była to opinia całej Rady? Jeśli chodzi o płace warto spytać, czy nawet takie tempo wzrostu (2,8%) jest groźne dla inflacji. Rada napisała w komunikacie, że umiarkowany wzrost płać sprzyja wzrostowi zatrudnienia oraz ograniczeniu presji inflacyjnej.

Być może profesor Czekaj miał na myśli nie tylko euroizację sensu stricto, ale również jakąkolwiek zmianę reżimu kursowego zakładającą usztywnienie kursu złotego (np. zarząd walutą lub stały kurs walutowy), a więc propozycje wymieniane przez przedstawicieli PiS oraz PO. Jeśli chodzi o referendum w sprawie euro, to rzeczywiście już o tym raz zdecydowaliśmy, ale możliwe, że politycy chcą społeczeństwo zapytać nie o to, „czy wchodzić do strefy euro”, lecz jedynie o to, kiedy powinno to nastąpić. Wyniki wyborów parlamentarnych i prezydenckich oraz ostatnie wypowiedzi polityków, którzy będą mieć wpływ na politykę makroekonomiczną w najbliższych latach pokazały, że jest to raczej długa perspektywa.

Na ile sytuacja polityczna wpływa na decyzje w polityce pieniężnej? To pytanie pojawiało się wielokrotnie w ostatnich tygodniach. Jak do tej pory Rada nie odnosiła się do sytuacji politycznej i nie był to główny czynnik przy podejmowaniu decyzji. Jednak wszystko wskazuje na to, że mamy do czynienia z realizacją innego od zakładanego wcześniej scenariusza. Po pierwsze, polityka fiskalna może być luźniejsza niż się spodziewano, a po drugie wyższe ryzyko polityczne przekłada się na osłabienie złotego. Będą to zapewne czynniki ograniczające pole do obniżek stóp. Tym bardziej, że Filar wspominał, że obniżka stóp mogłaby być potrzebna w przypadku silnej aprecjacji złotego. Póki co nagły napływ kapitału chyba nam nie grozi. Jednocześnie, jeśli chodzi o czynniki ekonomiczne, członkowie Rady nie pozostawiają wątpliwości, że kluczowe będą dane odnośnie PKB za trzeci kwartał. Naszym zdaniem, czynniki pozapolityczne uzasadniają dalsze dostosowanie stopami.

Profesor Noga zwykle głosował z „jastrzębią” frakcją Rady (czyli kilkakrotnie był przegłosowany), stąd nie powinno dziwić, że w jego opinii bilans ryzyk zmienił się znacząco na niekorzyść inflacji. Jego poglądy nie do końca jednak reprezentują opinie większości Rady, gdyż, jak wiadomo, łagodne nastawienie zostało po raz kolejny utrzymane.

Warto jednak zauważyć, że nawet przedstawiciel jastrzębiej frakcji powiedział, że miejsce na obniżki się zacieśnia, a nie, że takiego miejsca nie ma. Z drugiej strony jednak, wypowiedź z połowy września może nie reprezentować aktualnych poglądów prof. Nogi, gdyż sytuacja polityczna uległa istotnej zmianie.

Poglądy profesora Owsiaka są niezwykle istotne, gdyż jest on „człowiekiem środka” w Radzie i jego głos jest ważny dla rozkładu sił (zdarzyło się, że Owsiak przesądził o zwycięstwie frakcji „jastrzębiej”). Jego wypowiedzi pokazują, że po publikacji ostatnich danych o inflacji oraz płaćach nie podziela on obaw o ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy. Taka wypowiedź nie jest zaskakująca biorąc pod uwagę, że zarówno we wskaźniku CPI, jak i PPI nie były widoczne oznaki presji popytowej, a płace wzrosły we wrześniu o zaledwie 1,8% r/r. Warto przypomnieć, że ryzyko związane z wysokimi cenami ropy było praktycznie jedynym „jastrzębi” elementem w oficjalnych informacjach po ostatnich dwóch posiedzeniach Rady.

Większość członków Rady wypowiadających się w mediach zwracała uwagę na istotność danych o PKB za trzeci kwartał. Można stwierdzić, że gdyby dane okazały się słabsze od oczekiwań Rady, to moglibyśmy mieć do czynienia z kolejną obniżką. Problem jednak w tym, że projekcja PKB na III kwartał nie jest znana. Z Raportu o inflacji wynika, że NBP oczekuje wzrostu PKB o ok. 3,5-4,0%, jednak ważniejsza może być jego struktura. Ciekawych wskazówek w tym zakresie udzielił Pietrewicz. Naszym zdaniem jest szansa na to, że wzrost inwestycji przekroczy 5% a wzrost konsumpcji przekroczy 2%, choć niewątpliwie istnieje ryzyko, że te składniki popytu krajowego będą niższe. Inny członek RPP, Stanisław Nieckarz, powiedział, że jeśli dane za III kwartał potwierdzą opóźnienie ożywienia gospodarczego, a nowy rząd zapewni, że przeprowadzona zostanie konsolidacja fiskalna, to można zmniejszyć restrykcyjność polityki pieniężnej. Pozostaje pytanie co będzie z konsolidacją fiskalną w planach nowego rządu.

Pod lupą: Rząd i polityka

Sylwetki niektórych ministrów nowego rządu

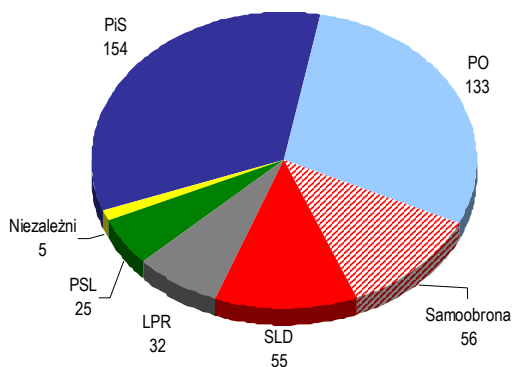
Teresa Lubińska, minister finansów	Kierownik katedry finansów Uniwersytetu Szczecińskiego. Jest autorem publikacji na temat finansów publicznych, a w zeszłym roku została członkiem społecznej Rady Makroekonomicznej doradzającej ministrowi finansów. Jest zwolenniczką stopniowych zmian w finansach publicznych.
Piotr Woźniak, minister gospodarki	Geolog, ekspert gospodarczy PiS. Były wiceprezes PGNiG oraz ekspert w sejmowej komisji śledczej ds. PKN Orlen. W rządzie Jerzego Buzka - w latach 1998-2000 - był doradcą premiera ds. infrastruktury.
Andrzej Mikosz, minister skarbu	Absolwent Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu im. Adama Mickiewicza w Poznaniu. Odbył staż legislacyjny w Kongresie USA. Był członkiem KPWiG. Specjalista od rynku kapitałowego, walczył o prawa inwestorów mniejszościowych w kilku ważnych sprawach.

Źródło: PAP

Jest rząd. I co dalej?

- Powstał rząd mniejszościowy, który po stronie resortów gospodarczych składa się z osób nie znanych wcześniej powszechnie na rynkach finansowych. Pozostaje pytanie na ile będą oni mieli wpływ na program gospodarczy rządu.
- Zarysy programu rodzą wątpliwości co do zmian planowanych w budżecie na przyszły rok. Pozostaje bowiem pytanie jak rozwiązać trudny matematycznie problem: niższy deficyt-niższe dochody-wyższe wydatki. Dochody mogą być niższe gdyż rząd chce m.in. zrezygnować z podwyżki akcyzy na paliwa, a wyższe wydatki zostały obiecane w kampanii wyborczej.
- Dodatkowo, wypowiedzi nowej minister finansów wzbudziły mnóstwo kontrowersji (zamieszczamy je na następnej stronie), a przede wszystkim przyczyniły się do wzrostu kosztów obsługi długu publicznego.

Rozkład mandatów w Sejmie



Kto poprze rząd mniejszościowy?

- Pozostaje jednak przede wszystkim pytanie kto poprze ten rząd podczas głosowania nad wotum zaufania. Rząd może uzyskać większość bezwzględną tylko przy jednoczesnym poparciu Samoobrony oraz PSL **lub** LPR. Lub też przy poparciu PSL i LPR w przypadku gdyby posłowie Samoobrony wyszli z sali obrad. Targów w tym Sejmie będzie jeszcze wiele, przypominamy więc ponownie jego skład (wykres obok).
- Jeśli rząd nie uzyska wotum zaufania, rozpocznie się drugi krok konstytucyjnej procedury, czyli Sejm zaproponuje premiera, który ponownie będzie musiał uzyskać bezwzględną większość w parlamencie. Być może w takim scenariuszu byłaby szansa na ponowne zbliżenie stanowisk PiS i PO, jednak przedłużyłby się okres niepewności. Z punktu widzenia rynku nie widać dziś pozytywnych rozwiązań.

Główne założenia ekonomiczne programu rządu

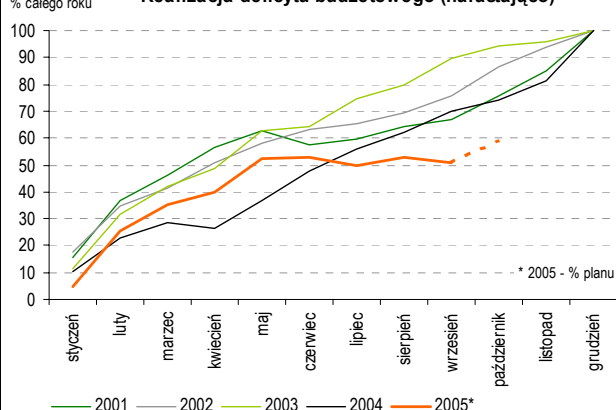
	2006	2007	2008	2009
Wzrost PKB (% r/r)	4,5	5,0	5,5	6,0
CPI średniorocznie (% r/r)	2,0	2,5	3,0	3,0
Stopa bezrobocia (%)	-	15,5	12,8	9,0
Dochody budżetowe (mld zł)	191	200	208	227
Wydatki budżetowe (mld zł)	221	230	238	257
Deficyt budżetowy (mld zł)	30	30	30	30

Źródło: Reuters, Ministerstwo Finansów

Jaki program nowego rządu?

- Pod koniec października premier przedstawił zręby zmodyfikowanego programu gospodarczego. Dokument zakłada utrzymanie deficytu budżetowego na poziomie 30 mld zł przez kolejne cztery lata. Jest to powyżej średnioterminowego planu zawartego w programie konwergencji.
- Planowane są dość znaczne wpływy z prywatyzacji (6-10 mld zł). Stawki podatku PIT mają zostać obniżone do 18% i 32%, a CIT do 18%. Zapowiedziano również stopniowe ujednolicanie stawek VAT, jednak bez konkretów.
- Program oparto na bardzo optymistycznych założeniach dotyczących rozwoju sytuacji gospodarczej (tabela obok) oraz na nadziei, że Eurostat zmieni swą opinię odnośnie traktowania OFE i będzie ja można zaliczyć do sektora publicznego.

Realizacja deficytu budżetowego (narastająco)



Budżet tegoroczny pod kontrolą

- Tuż przed odejściem ze stanowiska ministra finansów Mirosław Gronicki powiedział, że deficyt budżetowy w tym roku nie powinien przekroczyć 80% planowanej pierwotnie kwoty 35 mld zł, czyli nie powinien przekroczyć 28 mld zł.
- Według ministerstwa, po październiku deficyt budżetowy wyniósł ok. 59% planu na cały rok (wobec 50,8% po wrześniu).
- Doskonała realizacja budżetu w tym roku może być problemem dla nowego rządu. Zgodnie z ustawą o finansach publicznych, w związku z przekroczeniem przez dług publiczny poziomu 50% PKB w 2004 r., relacja deficytu budżetu państwa do dochodów budżetu w 2006 r. nie może być większa niż w 2005 r.
- Nowy minister ma co prawda kilka możliwości „manipulacji” (papier jest ciepły), ale jest też kwestia wiarygodności budżetu.

Źródło: Ministerstwo Finansów, PAP, Reuters

Pod lupą: Rząd i polityka

Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

Lech Kaczyński, prezydent elekt

Newsweek, 6 listopada

Z PiS-owskim rządem wchodzić w konflikty nie zamierzam, ale mogę skorzystać z prawa weta. Na przykład gdy nastąpi próba uderzenia w związki zawodowe czy liberalizacji kodeksu pracy.

Kazimierz Marcinkiewicz, premier

PAP, 29 października

Kluczowe dla rozwoju gospodarczego Polski jest zwiększenie zatrudnienia, a także wzrost inwestycji, zwłaszcza tych, które są współfinansowane przez UE.

PAP, 31 października

Pierwsze co musimy zrobić, to musimy rozpocząć prace nad autopoprawką na 2006 rok (...) nie widzimy powodów, żeby zmieniać nasze wcześniejsze obietnice (deficyt 30 mld zł) budżet tak się nam właśnie składa. (...) Autopoprawka powstanie na przełomie listopada i grudnia, raczej na początku grudnia. Budżet na 2006 rok nieco poprawimy, wskaźniki makro również, bo jest na to szansa. Utrzymamy reżim finansów publicznych, by rynki były spokojne.

Teresa Lubieńska, minister finansów

PAP, 31 października

Pyt: Gdzie należy szukać oszczędności budżetowych? Odp: Żadnych ograniczeń wydatków. Deficyt zostanie prawdopodobnie taki sam.

Zdaje się, że los (podatku Belki) będzie przesądzony. Zależy mi, żeby zainteresować się VAT, a propozycja obniżenia VAT jest moim zdaniem groźna. Najważniejsze jest utrzymanie konkurencyjności polskiej gospodarki w stosunku do świata.

PAP, 3 listopada

Premier chce 30 mld [deficyt budżetowy], ale ja mam trochę odmienne zdanie, chcę zwiększyć nakłady na naukę i wysokie technologie. 31-32 mld, ale to jest moja osobista prośba do pana premiera, ale pan premier bardzo prosi, żeby pozostać przy 30 mld.

Wydaje mi się, że jest małe pole manewru, jeśli chodzi o zmianę strategii zarządzania długiem. Ale szczegółów będę znała w grudniu. W tej kwestii trzeba być bardzo ostrożnym.

Financial Times, 5-6 listopada

Problemem w Polsce nie jest poziom wydatków socjalnych ale poziom biedy. (...) Polska musi utrzymać wydatki socjalne.

Wielkie sieci handlowe jak np. Tesco nie są w Polsce mile widziane, ponieważ nie przyczyniają się do rozwoju gospodarczego.

Cezary Mech, ekspert gospodarczy PiS

Gazeta Wyborcza, 28 października

Koszt ulgi prorodzinnej – ok. 2,9 mld zł rocznie w cenach stałych. Dodatkowe transfery zwiększające zasiłki dla najuboższych rodzin wielodzietnych wyniosłyby ok. 2,1 mld zł. dodatkowy 1 mld zł rocznie kosztowałoby budżet wprowadzenie przyspieszonej amortyzacji dla przedsiębiorców płacących PIT. Dopłaty do procentowania kredytów mieszkaniowych w pierwszym roku należy szacować na 150 mln zł. w tym samym okresie wzrost dochodów budżetowych z tytułu podatku VAT i PIT związanych z budowa tych mieszkań wyniosłyby ok. 2,1 mld zł. Realizacja tego programu powinna prowadzić do wzrostu zatrudnienia - gdyby wyniósł 1 mln osób z wynagrodzeniem wynoszącym 60% przeciętnego wynagrodzenia, to doprowadziłoby to do trwałego przyrostu dochodów sektora finansów publicznych o 8 mld zł.

PAP, 18 października

Gdyby stanowisko zostało niezmienione, to gdzie znaleźć cięcia dodatkowych 15 mld zł. Ze względu na OFE musimy się zaciskać, więc pytanie o to, jak to by się odbiło na koniunkturze. Ja tej wizji nie mam, gdzie ograniczyć wydatki publiczne na 15 mld zł.

Gdy chcemy zwiększać płace warunkiem jest wyższy poziom inflacji.

PAP, 14 października

Nie będziemy rolować długu zagranicznego. Zadłużenie będziemy spłacać, a dług będziemy emitować na rynku krajowym. Pod tym względem można powiedzieć, że polityka w zakresie długu odwróci się o 180 stopni.

Komentarz

Rząd mniejszościowy PiS oraz prezydent będą mówili w wielu kwestiach jednym głosem. Ciekawe jest jednak, że prezydent elekt zapowiada wetowanie ustaw sprzyjających liberalizacji rynku pracy. Pamiętamy zapowiedzi rządu przyjazne przedsiębiorcom, ale pamiętamy też poparcie związków zawodowych dla Lecha Kaczyńskiego.

Ciekawe, czy mówiąc o zwiększeniu zatrudnienia jako priorytecie rządu premier wiedział o zamiarach prezydenta elekta wetowania ustaw związanych z liberalizacją rynku pracy, które naszym zdaniem działałyby w przeciwnym kierunku. Z kolei wzrost inwestycji współfinansowany przez UE może być zagrożony jeśli polski rząd nie zrealizuje planu obniżenia deficytu, co związane mogłoby być w skrajnym scenariuszu nawet z odebraniem funduszy spójności.

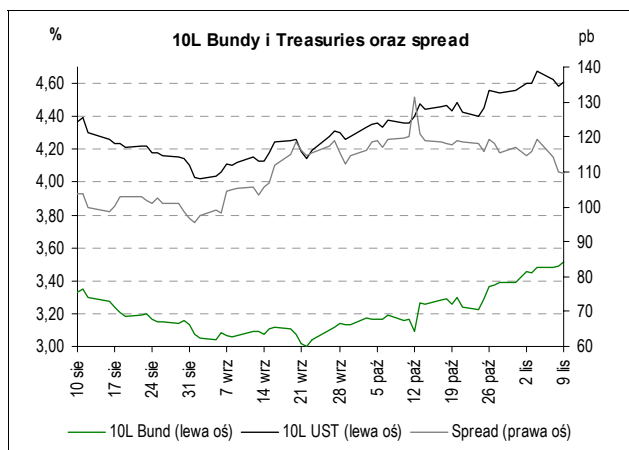
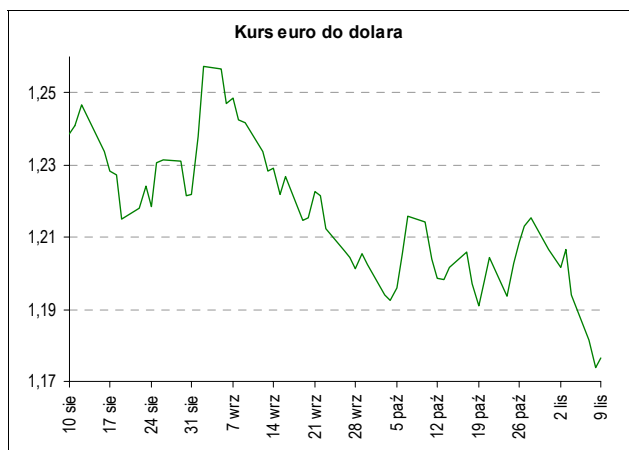
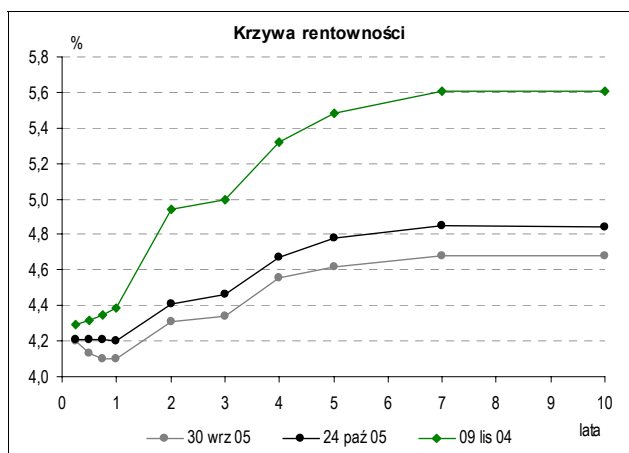
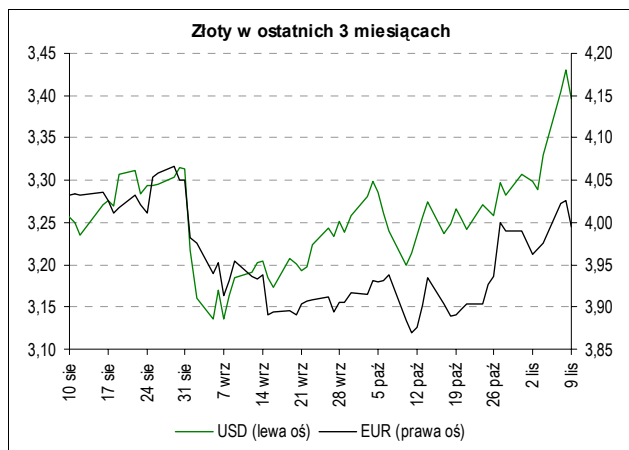
Autopoprawka ma być gotowa już niedługo, jednak wciąż nie jest jasne, jaki poziom deficytu będzie w niej zawarty. Przez jakiś czas słyszeliśmy zapewnienia o utrzymaniu kotwicy budżetowej 30 mld przez cztery lata, jednak w ostatnich dniach przed głosowaniem stwierdzano jedynie, że deficyt powinien być niższy niż 32,5 mld zł zaplanowane przez rząd Belki. Cóż, jeśli słynna „kotwica” zerwie się zanim statek zostanie zwodowany, to polskie finanse publiczne mogą zacząć dryfować w niebezpieczną stronę.

Nowa minister nie miała zbyt dobrego początku jeśli chodzi o jej wypowiedzi medialne. Trzeb przyznać, że fakt, iż minister finansów domaga się wyższego deficytu budżetowego niż premier jest przypadkiem bardzo osobliwym. Jest to tym bardziej zaskakujące, że dążenie Lubieńskiej do zwiększenia deficytu w 2006 roku stoi w sprzeczności z koncepcją „kotwicy budżetowej” lansowaną przez PiS, choć tak naprawdę nie wiadomo już, czy ta kotwica wciąż obowiązuje. Tak czy inaczej, minister finansów powinna unikać podobnych wypowiedzi w przyszłości, ponieważ mogą się one okazać kosztowne dla podatników (i jej własnej wiarygodności w roli ministra finansów). Wystarczy zauważyć, że jej wypowiedzi spowodowały wzrost rentowności obligacji. Kolejna zaskakująca wypowiedź Teresy Lubieńskiej była związana ze strategią zarządzania długiem publicznym. O ile kilka tygodni wcześniej ekspert PiS Cezary Mech powiedział, że nowy rząd powinien dokonać zwrotu o 180 stopni jeśli chodzi o strategię zarządzania długiem (cytat poniżej), wczoraj Lubieńska powiedziała, że nie będzie istotnych zmian w tym obszarze. Można zapytać, czy istnieje w ogóle jakiś spójny program ekonomiczny tego rządu?

Czarę goryczy przelała jednak wypowiedź dla prasy międzynarodowej. Zapowiedź utrzymywania wydatków socjalnych, które stanowią duży problem polskiego budżetu, na wysokim poziomie oraz dyskryminowanie hipermarketów z pewnością nie przyczynią się do zwiększenia zaufania inwestorów zagranicznych.

Wypowiedzi eksperta ekonomicznego PiS pokazują wyraźnie, że jedynym pomysłem, jaki ma PiS, aby obniżyć deficyt fiskalny jest przyspieszenie tempa wzrostu gospodarczego i w ten sposób „wyrośnięcie” z deficytu połączone z próbą przekonania strony unijnej do zmiany stanowiska w sprawie traktowania OFE. Przypomnijmy, że według obecnego stanowiska deficyt fiskalny Polski będzie musiał być w ciągu najbliższych pięciu lat zwiększany, stopniowo uwzględniając coraz większą część transferów z budżetu państwa do OFE (ostatecznie w 2010 r. będzie to stanowiło ok. 2% PKB). PiS nie wydaje się być przygotowany na taki scenariusz. Natomiast z drugiej strony PiS deklaruje wypełnienie obietnic wyborczych, jeśli chodzi o zwiększenie wydatków z budżetu, których suma sięga miliardów złotych. Jeśli dodamy do tego żądania klubów parlamentarnych dotyczące zwolnienia emerytów i rencistów oraz płacy minimalnej z podatków, podwyższenie minimum socjalnego (Samoobrona) i „becikowe” LPR to pozostaje zadać pytanie, gdzie znaleźć na to pieniądze nie naruszając stabilności finansowej państwa (deficytu). Czy rzeczywiście można obniżyć wydatki administracyjne w ciągu jednego roku o 5 mld zł nie narażając administracji na paraliż? Czy rzeczywiście można wierzyć w optymistyczne założenia Cezarego Mecha odnośnie wzrostu dochodów budżetowych w związku z budową mieszkań? Jesteśmy co najmniej sceptycy co do niektórych założeń Mecha, w szczególności jeśli słyszymy jego opinię na inne tematy - jesteśmy szczególnie zaskoczeni, że jego zdaniem wzrost inflacji jest konieczny do wzrostu płac. Jak widać kontrowersyjne poglądy są charakterystyką również wiceministra finansów. Cezary Mech został nim mianowany 8 listopada.

Monitor rynku



Źródło: Reuters, BZ WBK

Zamieszanie powyborcze

- Przewaga kandydata PO w sondażach przedwyborczych oraz oczekiwanie na sprzedaż walut przez MF powodowały, że złoty pozostawał silny, a wahał się w reakcji na dane z USA i strefy euro oraz sentyment inwestorów. Złoty stracił na wartości ok. 1% w reakcji na wygraną Lecha Kaczyńskiego w wyborach prezydenckich, ale dużo większy wzrost kursu spowodowały zerwanie rozmów koalicyjnych oraz kontrowersyjne wypowiedzi minister finansów i krytyka Komisji Europejskiej odnośnie chęci zwiększania deficytu budżetowego i przesunięcia terminu wejścia do strefy euro przez mniejszościowy rząd Marcinkiewicza.
- Po sprzeciwie PO, uzyskanie wotum zaufania zależy od populistów a programowy ukłon w ich stronę może „zaowocować” kosztownymi ustawami, co wzmocni presję na dalsze osłabianie złotego.

Skok rentowności w reakcji na rewelacje polityczne

- Rentowności na długim końcu krzywej wzrosły ciągu ostatniego miesiąca o 55-92pb i o 74-124pb od wygranej PiS w wyborach parlamentarnych, a spread 5x5 wzrósł z 87pb w połowie października do 156pb. Największy wpływ na osłabienie na rynku długu miało zerwanie rozmów koalicyjnych, perspektywa braku prorynkowej PO w rządzie, kontrowersyjne wypowiedzi minister finansów, krytyka KE, niejasne deklaracje nominowanego na premiera Marcinkiewicza i wzrost rentowności na rynkach bazowych. Nieznaczne umocnienie nastąpiło po wyborach prezydenckich i zaprzysiężeniu nowego rządu, co chwilowo stabilizowało rynek.
- Ustępstwa na rzecz populistów w zamian za poparcie, odwołanie przyjęcia euro, powiększanie deficytu budżetowego oraz niefortunne komunikaty członków rządu mogą przyczynić się do dalszego wzrostu rentowności.

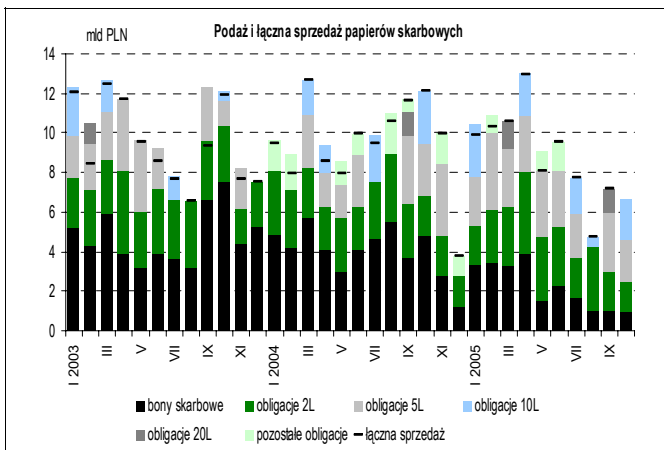
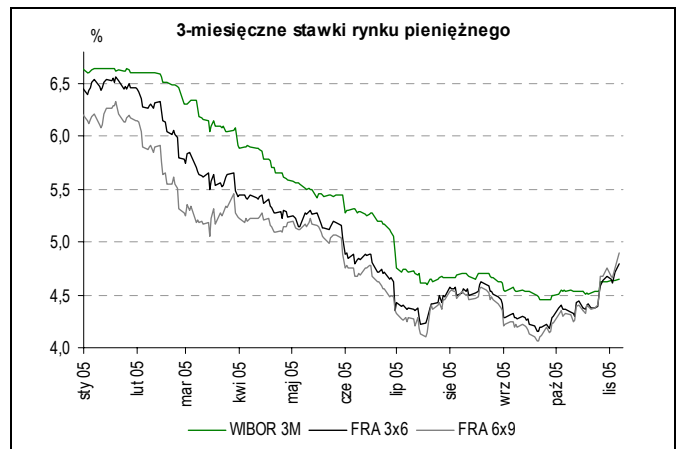
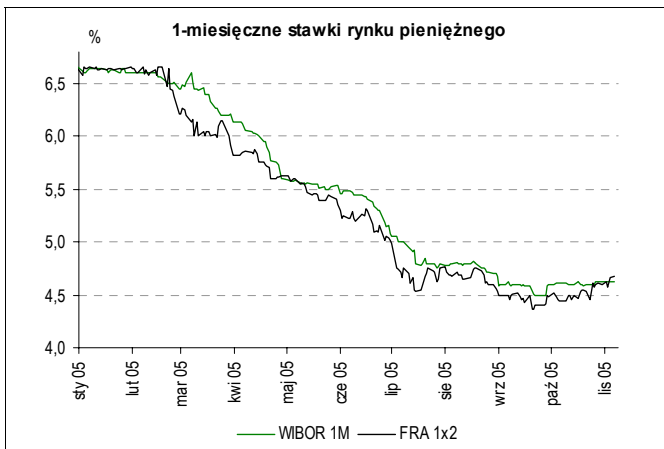
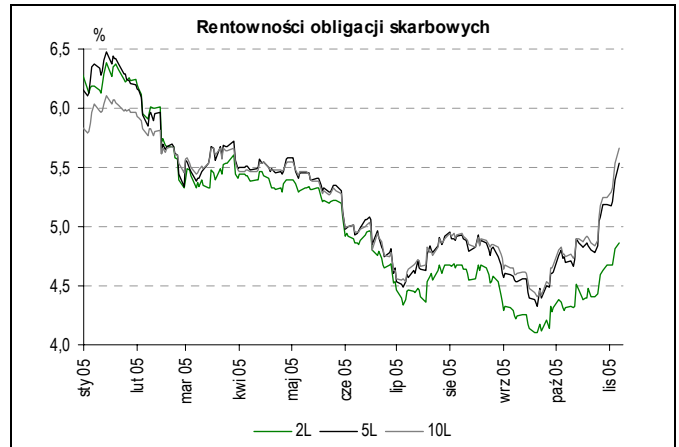
Dolar zyskuje dzięki dobrym danym i wyższym stopom

- Dane o inflacji i przepływach kapitałowych oraz sygnały, o przekonaniu Fed o konieczności dalszych podwyżek sprzyjały umacnianiu dolara. Po dobrych danych z EMU i pogorszeniu zaufania konsumentów w USA kurs EURUSD wzrósł do 1,217. Ostatecznie wyższe od oczekiwań PKB w USA, podwyżka stóp przez Fed, brak zmiany stopy w strefie euro, a szczególnie gołębi komentarz Trichet'a oraz wypowiedź Greenspana o niepewności odnośnie presji inflacyjnej zwiększyły oczekiwania na szybsze podwyżki stóp procentowych w USA nawet do poziomu 5% i umocniło dolara blisko najwyższego poziomu od dwóch lat 1,1711.
- Na rzecz dolara w dalszym ciągu powinien oddziaływać między innymi rosnący dysparytet stóp procentowych. Z drugiej strony, poziom 1,19 będzie ważnym oporem przed ewentualnym powrotem kursu powyżej 1,20.

Rentowności zagranicą pną się w górę

- Wyższe od oczekiwań wskaźniki ISM, podwyżka stóp procentowych przez Fed oraz jastrzębi komunikat Greenspana przyczyniły się do wzrostu rentowności Treasuries powyżej 4,67, do najwyższego poziomu od ponad roku. Bundy osłabiały się po wyższym od prognoz wskaźniku IFO w Niemczech, jastrzębich wypowiedziach członków EBC oraz danych z niemieckiego rynku pracy. Jednak nieco gołębi i niejasny komentarz prezesa EBC odnośnie adekwatności polityki pieniężnej spowodował lekkie umocnienie i spadek oczekiwań na szybką podwyżkę stóp.
- Dane ekonomiczne z USA oraz ton komunikatów Fed jest dużo bardziej jednoznaczny i ukierunkowany na szybsze tempo podwyżek stóp procentowych w USA niż w strefie euro. Trend rosnący rentowności powinien się utrzymać przy względnie stabilnym spreadzie między Bund'ami i Treasuries'ami.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	OFERTA / SPRZEDAŻ		
	13-tyg.	52-tyg.	Suma
05.09.2005	100/100	400/400	500/500
19.09.2005	100/100	400/400	500/500
razem wrzesień	200 / 200	800 / 800	1 000 / 1 000
03.10.2005	100/100	400/400	500/500
17.10.2005	100/100	400/400	500/500
razem październik	200 / 200	800 / 800	1 000 / 1 000
07.11.2005	-	400/400	400/400
21.11.2005	-	400-800	400-800
razem listopad*	-	800 - 1 200	800 - 1 200

* na podstawie informacji Ministerstwa Finansów

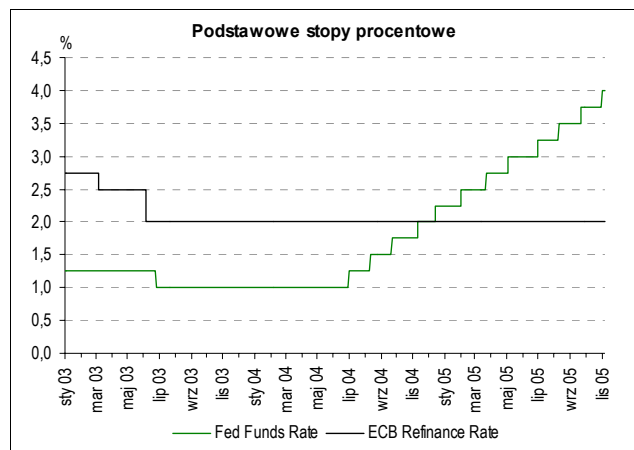
Przetargi obligacji skarbowych w 2005 r. (mln zł)

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	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	1 800	20.07	PS0310	2 200	2 200
sierpień	03.08*	OK0807	3 240	3 240	10.08	IZ0816	500	500	-	-	-	-
wrzesień	07.09	OK1207	2 000	2 000	14.09*	WS0922	1 200	1 200	21.09*	PS0310	3 000	3 000
październik	05.10	OK1207	1 500	1 500	12.10*	DS1015	2 025	2 025	19.10	PS0310	2 100	2 100
listopad	02.11	OK1207	1 500	1 500	09.11	IZ0816	500	491,5	16.11	DS1110	-	-
grudzień	07.12	3&7L WIBOR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

* razem z przetargiem uzupełniającym

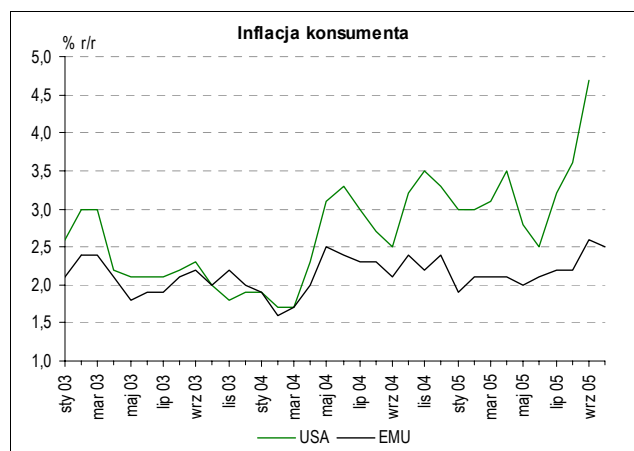
Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Przegląd międzynarodowy

**Kontynuacja podwyżek Fed oraz możliwy wzrost w EMU**

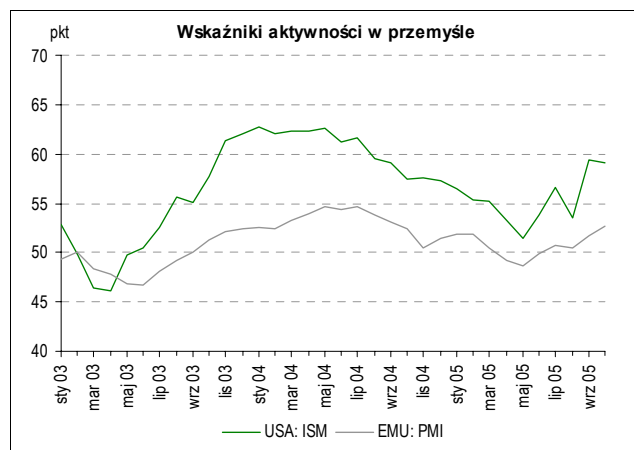
▪ Zgodnie z oczekiwaniami Fed podwyższył w listopadzie po raz kolejny stopy procentowe o 25 pb do 4%. Komunikat Fed był podobny do poprzednich, sugerując, że Fed będzie kontynuował podwyżki w miarowym tempie. Głównym powodem była dobra koniunktura, wysokie PPI, ISM oraz wzrost PKB za III kw. i wzrost wynagrodzeń. Ostatnia wypowiedź Alana Greenspana oraz dane ekonomiczne wzmocniły oczekiwania na wzrost stóp do docelowego poziomu 5%.

▪ Europejski Bank Centralny nie zmienił stóp procentowych, pozostawiając stopę refinansową na poziomie 2,0%. Po danych ze strefy euro ukazywały się przeciwstawne komentarze członków EBC. Enigmatyczna i niejasna wypowiedź Trichet'a, o adekwatności prowadzonej polityki pieniężnej i możliwości podwyżki stóp w dowolnym momencie miały gołębi wydźwięk.

**Ceny nośników energii dalej wpływają na inflację**

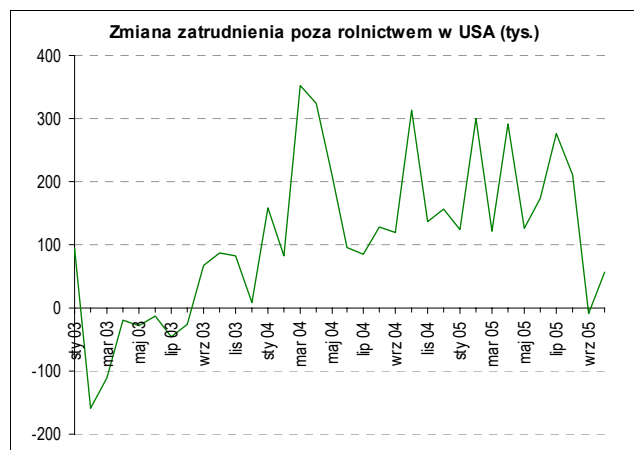
▪ Wskaźnik inflacji CPI w USA wzrósł we wrześniu do wyższego od oczekiwań rekordowego poziomu 1,2% m/m oraz 4,7% r/r. To najwyższy wzrost inflacji CPI od 25 lat, spowodowany głównie wzrostem ceny nośników energii o 12% m/m. Inflacja bazowa, która nie uwzględnia cen żywności oraz paliw wyniosła 0,1% m/m i 2% r/r i była niższa od oczekiwanego 0,2% m/m. PPI wzrósł o 1,9% m/m i 6,9% r/r, bazowa PPI o 0,3% m/m i 2,6% r/r, a ceny dóbr pośrednich wzrosły o 2,5% m/m. Dane były wyższe od konsensusu rynkowego i pokazały większą presję inflacyjną.

▪ Wstępne szacunki pokazują wzrost inflacji w strefie euro o 0,5% m/m oraz 2,5% r/r z 2,6% r/r we wrześniu. Ceny producentów w EMU wzrosły w tym czasie o 0,5% m/m i 4,4% r/r, głównie z powodu wysokich cen energii. Przy ich wyłączeniu PPI wzrósł o 0,2% m/m i 1,3% r/r.

**Wysokie poziomy wskaźników aktywności**

▪ Wskaźnik ISM dla sektora przetwórczego spadł do 59,1 pkt. z 59,4 pkt, ale był znacznie powyżej oczekiwań na poziomie 57 pkt. Wskaźnik ISM z sektora usług ukazujący kondycję sektora usług w amerykańskiej gospodarce wzrósł w październiku do 60,0 pkt. Z 53,3 pkt. w zeszłym miesiącu. Analitycy oczekiwali wskaźnika na poziomie 57,0 pkt., a znacznie wyższy wskaźnik przyczynił się do wzrostu rentowności do najwyższego poziomu od 7 miesięcy.

▪ Indeks PMI obrazujący wzrost produkcji w strefie euro zwiększył się w październiku 52,7 z 51,7 we wrześniu przy oczekiwaniach nieznacznie poniżej na poziomie 52,6. Wskaźnik PMI dla sektora usług dla strefy euro wzrósł do 54,9 w październiku w porównaniu do 54,7 we wrześniu i był zbliżony do prognozy na poziomie 55,0. Dane miały stosunkowo neutralny wpływ na rynek, choć wskaźniki są na najwyższych poziomach od ponad roku.

**Mniejsze spadki zatrudniania, mieszane dane z rynku pracy**

▪ Po zrewidowanym mniejszym spadku zatrudnienia o 8 tys. (wcześniej 35 tys.) we wrześniu liczba miejsc pracy wzrosła o 56 tys. w październiku, co było poniżej oczekiwań rynkowych na poziomie 100 tys.

▪ Raport Departamentu Pracy zawierał również sygnały wzrostu przeciętnego godzinowego wynagrodzenia i ta informacja miała większy wpływ na rynek pokazując presję inflacyjną. Stopa bezrobocia spadła w październiku do 5,0% z najwyższego od maja poziomu 5,1% miesiąc wcześniej. Wzrost wydajności pracy poza rolnictwem o 4,1% oraz spadek jednostkowych kosztów pracy w III kw. o 0,5% pokazały lepszą sytuację na rynku pracy przy oczekiwaniach wzrostów na poziomie odpowiednio 2,5% i 2,0%.

Źródło: Reuters, ECB, Federal Reserve

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
7 listopada POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: Sprzedaż detaliczna (IX)	8	9 POL: Aukcja obligacji 12-letnich indeksowanych CPI USA: Zapasy hurtowe (IX)	10 USA: Handel zagraniczny (IX) USA: Ceny w handlu zagr. (X) USA: Wstępny indeks Michigan (XI) USA: Deficyt budżetowy (X)	11 POL: Święto Niepodległości
14 POL: Ceny konsumenta (X) POL: Podaż pieniądza (IX)	15 POL: Bilans płatniczy (IX) GER: Indeks ZEW (XI) USA: Ceny producenta (X) USA: Sprzedaż detaliczna (X)	16 POL: Aukcja obligacji 5-letnich EMU: Finalny HICP (X) USA: Ceny konsumenta (X) USA: Napiw kapitału netto (IX)	17 POL: Płace i zatrudnienie (X) EMU: Produkcja przemysłu (IX) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (X) USA: Produkcja przemysłu (X)	18 POL: Ceny produkcji (X) POL: Produkcja przemysłowa i budowlana (IX)
21 POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: Bilans handlowy (IX)	22 POL: Inflacja bazowa (X) POL: Wskaźniki koniunktury (XI)	23 POL: Aukcja zamiany obligacji USA: Indeks Michigan (XI)	24 USA: Święto EMU: Saldo obrotów bieżących (IX) GER: Indeks IFO (XI)	25 POL: Sprzedaż detaliczna (X) POL: Stopa bezrobocia (X)
28	29 POL: Spotkanie RPP POL: PKB (III kw.) EMU: Podaż pieniądza (X) USA: Zamówienia na dobra trwale (X) USA: Zaufanie konsumentów (XI)	30 POL: Spotkanie RPP – decyzja EMU: Zaufanie konsumentów (XI) EMU: PKB skorygowany (III kw.) EMU: Wstępny HICP (XI) USA: Wstępny PKB (III kw.) USA: Chicago PMI (XI) USA: Inflacja PCE (III kw.)	1 grudnia EMU: PMI sektor wytwórczy (XI) EMU: Bezrobocie (X) EMU: Spotkanie ECB – decyzja USA: Dochody osobiste (X) USA: ISM sektor wytwórczy (XI)	2 EMU: Ceny produkcji (X) USA: Przeciętne wynagrodzenie na godzinę (XI) USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (XI) USA: Bezrobocie (XI)
5 EMU: PMI sektor usług (XI) EMU: Sprzedaż detaliczna (X) USA: ISM sektor usług (XI)	6 USA: Jednostkowe koszty pracy, wydajność pracy (III kw.) USA: Zamówienia w przemyśle (X)	7	8	9 USA: Wstępny indeks Michigan (XII) USA: Zapasy hurtowe (X)
12 USA: Deficyt budżetowy (XI)	13 GER: Indeks ZEW (XII) USA: Sprzedaż detaliczna (XI) USA: Spotkanie Fed – decyzja	14 USA: Handel zagraniczny (X) USA: Ceny w handlu zagr. (XI)	15 USA: Ceny konsumenta (XI) USA: Napiw kapitału netto (X) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (XI) USA: Produkcja przemysłu (XI)	16 EMU: Finalny HICP (XI) USA: Saldo obrotów bieżących (III kw.)

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*	31	-	11	-	31	-	-	29	-	-	29	-
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	24	23	23	25	25	23	25	23	21	25	25	21
Płace brutto, zatrudnienie	17	15	15	15	18	15	15	16	15	17	17	15
Bezrobocie	24	23	23	25	25	23	25	23	21	25	25	21
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31	-	-	30	-	-	30	-	-	-
Bilans płatniczy	31 ^c	28	31	29	31	30	12	11	12	13	15	-
Podaż pieniądza	14	14	14	14	13	14	14	12	14	14	14	-
Bilans NBP	7	7	7	7	6	7	7	5	7	7	7	-
Wskaźniki koniunktury	21	21	22	22	20	22	22	22	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

		paź 04	lis 04	gru 04	sty 05	lut 05	mar 05	kwi 05	maj 05	cze 05	lip 05	sie 05	wrz 05	paź 05	lis 05
Produkcja przemysłowa	% r/r	3,5	11,4	6,8	4,6	2,3	-3,7	-1,1	0,9	6,9	2,6	4,8	5,5	5,7	6,7
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	4,0	4,4	2,8	7,5	2,4	-0,3	-14,4	8,0	10,5	5,0	7,9	5,4	5,7	6,6
Stopa bezrobocia	%	18,7	18,7	19,1	19,5	19,4	19,3	18,8	18,3	18,0	17,9	17,8	17,6	17,4	17,4
Place brutto ^{b c}	% r/r	2,4	2,7	3,2	2,6	1,4	2,2	1,8	3,0	4,5	3,2	2,8	1,8	2,5	2,6
Zatrudnienie ^b	% r/r	-0,4	-0,3	0,2	1,5	1,6	1,6	1,7	1,6	1,7	1,8	2,0	2,2	2,2	2,2
Eksport (w euro) ^d	% r/r	17,5	31,0	22,5	35,0	27,3	11,0	12,6	11,3	12,9	12,9	15,1	11,9	10,6	6,1
Import (w euro) ^d	% r/r	15,3	24,5	16,3	22,7	27,9	6,8	-5,2	13,5	10,8	8,7	15,5	12,4	15,3	11,5
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-160	-238	-442	100	-60	-359	-19	-495	-172	-286	-368	-420	-480	-600
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-407	-199	-489	-408	-317	-275	157	-754	77	-438	-380	-520	-610	-550
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-4,6	-4,5	-4,3	-4,2	-3,9	-3,5	-2,8	-2,6	-2,2	-1,9	-1,9	-1,8	-1,8	-2,0
Deficyt budżetowy (narastająco)	mlrd PLN	-30,8	-33,8	-41,5	-1,6	-8,8	-12,3	-13,9	-18,3	-18,5	-17,5	-18,5	-17,8	-20,7	-23,3
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu	74,1	81,4	100,0	4,5	25,2	35,2	39,6	52,3	52,9	49,9	52,8	50,8	59,0	66,5
Inflacja (CPI)	% r/r	4,5	4,5	4,4	3,7	3,6	3,4	3,0	2,5	1,4	1,3	1,6	1,8	1,5	1,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	7,6	6,7	5,2	4,5	3,2	2,2	0,9	-0,5	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,5	0,1
Podaż pieniądza (M3)*	% r/r	10,5	6,4	8,7	9,3	9,4	11,0	10,0	13,2	10,8	10,4	11,1	12,7	8,4	11,9
Zobowiązania*	% r/r	11,5	6,5	8,1	8,4	8,7	10,4	8,7	11,9	9,2	9,4	10,1	11,7	6,4	10,1
Należności*	% r/r	9,7	4,2	2,9	3,5	2,4	4,6	5,3	9,4	7,4	8,8	9,0	9,7	4,0	8,8
USD/PLN	PLN	3,46	3,28	3,09	3,11	3,06	3,04	3,21	3,29	3,34	3,40	3,29	3,20	3,26	3,38
EUR/PLN	PLN	4,32	4,26	4,14	4,08	3,99	4,02	4,16	4,18	4,06	4,10	4,05	3,92	3,92	4,02
Stopa interwencyjna ^a	%	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,00	5,50	5,50	5,00	4,75	4,75	4,50	4,50	4,50
WIBOR 3M	%	6,89	6,81	6,72	6,63	6,54	6,15	5,78	5,48	5,22	4,66	4,67	4,57	4,50	4,65
Stopa lombardowa ^a	%	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	7,50	7,00	7,00	6,50	6,25	6,25	6,00	6,00	6,00
Rentowność bonów 52-tyg.	%	7,00	6,81	6,44	6,28	5,95	5,51	5,36	5,19	5,09	4,30	4,33	4,15	4,19	4,40
Rentowność obligacji 2L	%	7,04	6,81	6,39	6,24	5,82	5,43	5,39	5,27	5,14	4,50	4,60	4,22	4,42	4,85
Rentowność obligacji 5L	%	7,03	6,78	6,29	6,31	5,80	5,56	5,50	5,38	5,25	4,70	4,84	4,51	4,85	5,45
Rentowność obligacji 10L	%	6,75	6,43	6,02	5,98	5,72	5,57	5,49	5,36	5,24	4,72	4,87	4,57	4,90	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). 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

		2003	2004	2005	2006	1Q04	2Q04	3Q04	4Q04	1Q05	2Q05	3Q05	4Q05
PKB	mld PLN	816,1	885,3	935,8	992,8	204,1	216,3	219,2	245,7	218,5	226,1	230,7	260,5
PKB	% r/r	3,8	5,4	3,3	4,3	7,0	6,1	4,9	4,0	2,1	2,8	3,6	4,4
Popyt krajowy	% r/r	2,6	5,0	1,8	4,0	6,0	5,8	5,2	3,3	1,1	-0,3	1,7	4,4
Spożycie indywidualne	% r/r	3,1	3,4	2,3	3,6	4,1	4,0	3,6	1,9	1,7	1,5	2,8	3,3
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-0,9	5,3	5,5	8,2	3,7	3,9	4,3	7,4	1,0	3,8	6,0	8,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	8,4	12,3	3,4	4,8	19,0	16,4	9,2	6,2	0,7	2,3	4,3	6,5
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	3,6	7,1	1,2	5,0	13,6	11,3	4,0	1,1	-0,4	-3,2	3,9	4,6
Stopa bezrobocia ^a	%	20,0	19,1	17,7	16,6	20,4	19,4	18,9	19,1	19,3	18,0	17,6	17,7
Place realne brutto ^c	% r/r	2,0	0,8	0,2	1,2	3,8	1,6	-0,5	-1,5	-1,3	0,8	1,0	0,7
Eksport (w euro) ^b	% r/r	9,1	22,3	14,0	8,5	17,9	27,7	19,7	23,6	23,1	12,2	13,3	9,0
Import (w euro) ^b	% r/r	3,3	19,5	12,1	12,3	11,4	29,9	18,0	18,7	17,8	5,7	12,2	13,6
Bilans handlowy ^b	mld EUR	-5 077	-4 552	-3 860	-7 186	-910	-1 693	-1 115	-834	-316	-690	-1 074	-1 780
Rachunek bieżący ^b	mld EUR	-4 108	-8 401	-4 727	-7 186	-2 245	-2 962	-2 102	-1 092	-1 001	-528	-1 338	-1 860
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-2,2	-4,3	-2,0	-3,0	-2,6	-3,5	-4,3	-4,3	-3,4	-2,2	-1,8	-2,0
Deficyt budżetowy ^a	mld PLN	-37,0	-41,5	-29,0	-30,0	-11,8	-19,9	-29,0	-41,5	-12,3	-18,5	-17,8	-29,0
Deficyt budżetowy	% PKB	-4,5	-4,7	-3,1	-3,0	-5,8	-3,7	-4,1	-5,1	-5,6	-2,7	0,3	-4,3
Inflacja	% r/r	0,8	3,5	2,3	2,0	1,6	3,3	4,5	4,4	3,6	2,3	1,6	1,6
Inflacja ^a	% r/r	1,7	4,4	1,7	2,1	1,7	4,4	4,4	4,4	3,4	1,4	1,8	1,7
Ceny produkcji	% r/r	2,6	7,0	0,9	2,1	4,4	8,8	8,3	6,5	3,3	0,1	-0,1	0,4
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	5,6	8,7	10,0	8,3	5,7	7,2	6,5	8,7	11,0	10,8	12,7	10,0
Zobowiązania ^a	% r/r	3,7	8,1	8,4	8,5	4,8	6,9	6,6	8,1	10,4	9,2	11,7	8,4
Należności ^a	% r/r	8,1	2,9	10,0	15,0	6,0	5,7	4,3	2,9	4,6	7,4	9,7	10,0
USD/PLN	PLN	3,89	3,65	3,25	3,31	3,82	3,89	3,62	3,27	3,07	3,28	3,30	3,34
EUR/PLN	PLN	4,40	4,53	4,04	4,08	4,78	4,69	4,43	4,24	4,03	4,13	4,02	4,00
Stopa interwencyjna ^a	%	5,25	6,50	4,25	4,50	5,25	5,25	6,50	6,50	6,00	5,00	4,50	4,50
WIBOR 3M	%	5,69	6,21	5,30	4,70	5,47	5,87	6,68	6,81	6,44	5,49	4,63	4,62
Stopa lombardowa ^a	%	6,75	8,00	5,75	6,00	6,75	6,75	8,00	8,00	7,50	6,50	6,00	6,00
Rentowność bonów 52-tyg.	%	5,33	6,50	4,93	4,50	5,75	6,24	7,26	6,75	5,91	5,21	4,26	4,33
Rentowność obligacji 2L	%	5,38	6,89	5,06	4,90	6,28	6,86	7,66	6,75	5,83	5,27	4,44	4,71
Rentowność obligacji 5L	%	5,61	7,02	5,30	5,45	6,67	7,10	7,59	6,70	5,89	5,38	4,68	5,25
Rentowność obligacji 10L	%	5,77	6,84	5,29	5,50	6,70	7,00	7,25	6,40	5,76	5,37	4,72	5,30

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

^a wartość na koniec okresu; ^b dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji; ^c 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 9.11.2005 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

Cezary Chrapek (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.

