

W tym miesiącu:

Temat miesiąca	
Jaka podaż papierów w 2006?	2
Gospodarka Polski	6
Pod lupą: Bank centralny	9
Pod lupą: Rząd i polityka	11
Monitor rynku	13
Przegląd międzynarodowy	15
Kalendarz makroekonomiczny	16
Dane i prognozy ekonomiczne	17

Maciej Reluga
Główny Ekonomista
022 586 8363

Piotr Bielski
022 586 8333

Piotr Bujak
022 586 8341

Cezary Chrapek
022 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

Pozorna stabilizacja

Przesilenie w parlamencie zakończyło się podpisaniem tzw. paktu stabilizacyjnego pomiędzy PiS i Samoobroną oraz LPR, co oznacza że Prezydent Lech Kaczyński prawdopodobnie nie zdecyduje o wcześniejszych wyborach pomimo faktu, że budżet nie zostanie przyjęty na czas. Nie oznacza to jednak, że ryzyko polityczne, które powinno być uwzględniane na rynkach finansowych, zostało znacząco zredukowane. Istnieje bowiem duża niepewność odnośnie kształtu polityki gospodarczej nowej większości parlamentarnej oraz pewne ryzyko przyjęcia popularnych lecz kosztownych ustaw (na szczęście te najkosztowniejsze nie znalazły się w głównej części paktu), nie wspominając o możliwej zmianie ustawy o NBP, co naszym zdaniem stanowi jedno z ważniejszych ryzyk dla rynku. Tak więc wciąż pozostaje pytanie czy tzw. stabilizacja na scenie politycznej będzie zjawiskiem trwałym i w jaki sposób jej kontynuacja bądź zakończenie będzie wpływało na rynki finansowe. Innymi czynnikami ryzyka dla rynku są możliwa negatywna opinia Komisji Europejskiej odnośnie polskiego Programu Konwergencji oraz możliwy odpływ kapitału z rynków wschodzących w obliczu perspektywy rosnących oficjalnych stóp procentowych oraz rentowności w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro.

Sytuacja w gospodarce daje znacznie więcej powodów do optymizmu niż sytuacja na scenie politycznej. Obserwowane od wielu miesięcy ożywienie trwa nadal i przybiera na sile. Wprawdzie wstępne dane o PKB za 2005 r. były słabsze niż oczekiwano, niemniej oznaczały dalsze przyspieszenie wzrostu w IV kwartale. Co więcej, struktura wzrostu gospodarczego pokazała zdecydowane umocnienie popytu krajowego, głównie za sprawą przyspieszenia wzrostu inwestycji. Eksport nadal rozwija się w szybkim tempie, jednak import zaczyna go już przeganiać. Trwa poprawa sytuacji na rynku pracy oraz wyjątkowo silny wzrost optymizmu konsumentów, co w sumie powinno skutkować pobudzeniem popytu konsumpcyjnego w kolejnych kwartałach. Pomimo tego, perspektywy inflacyjne są wciąż korzystne, co potwierdza nowy Raport o inflacji. Przewidywana przez ekspertów NBP ścieżka inflacji w ciągu kilku najbliższych lat uległa obniżeniu w porównaniu z poprzednią projekcją, co znalazło odzwierciedlenie w decyzji o ponownej obniżce stóp procentowych o 25 pb. Jeśli najbliższe dane makroekonomiczne pokażą, że nadal brak jest istotnych czynników ryzyka dla inflacji, to nie można wykluczyć kolejnej redukcji stóp w nadchodzących miesiącach.

W Temacie miesiąca prognozujemy podaż skarbowych papierów wartościowych oraz strukturę czasową ich emisji w tym roku. Potrzeby pożyczkowe brutto kształtują się na poziomie 122,8 mld zł, a dodatkowo Ministerstwo Finansów może odkupić przed terminem papiery wartościowe zapadalne w kolejnych latach na kwotę ok. 6 mld zł. Potrzeby zostaną pokryte z finansowania zagranicznego netto (20,5 mld zł) oraz z emisji krajowych SPW (108,3 mld zł). Według naszych szacunków ministerstwo zaoferuje na aukcjach papiery skarbowe o wartości ok. 93 mld zł, a dodatkowe ok. 15 mld zł może przypaść na aukcje zamiany.

Na rynku finansowym 31 stycznia 2006 r.:					
Stopa depozytowa NBP	3,00	WIBOR 3M	4,40	USDPLN	3,1630
Stopa referencyjna NBP	4,50	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	4,14	EURPLN	3,8285
Stopa lombardowa NBP	6,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	4,86	EURUSD	1,2104

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 08.02.2006 r.

Temat miesiąca

Jaka podaż papierów w 2006?

W niniejszym tekście staramy się oszacować podaż papierów skarbowych w bieżącym roku. Przedmiotem analizy jest spodziewana wielkość emisji oraz struktura rodzajowa i czasowa papierów skarbowych. Emisja bonów i obligacji skarbowych służy sfinansowaniu potrzeb pożyczkowych państwa i jest korygowana przy pomocy odpowiednich instrumentów w celu wygładzenia podaży i jej równomiernego rozłożenia w czasie, tak by realizować cel strategiczny zarządzania długiem sektora finansów publicznych zgodnie z przyjętą przez poprzedni rząd strategią na lata 2006-2008, tj. minimalizować koszty obsługi długu publicznego. Choć według wcześniejszych zapowiedzi obecnych władz strategia ta może ulec zmianie, to żadne wiążące decyzje jeszcze nie zapadły, stąd w bazowym scenariuszu analizujemy sytuację w oparciu o obowiązujący dokument z września 2005 r.

Główne determinanty podaży papierów skarbowych

Punktem wyjścia przy wyznaczaniu podaży rynkowych skarbowych papierów wartościowych jest deficyt budżetowy oraz tzw. wydatki „pod kreską” (pokaźną część stanowią środki przekazywane do OFE), które wraz z deficytem budżetowym stanowią potrzeby pożyczkowe netto. Wielkość ta jest pokrywana przede wszystkim ze środków uzyskanych z emisji skarbowych papierów wartościowych oraz z finansowania zagranicznego. Po ustaleniu wartości finansowania zagranicznego oraz kwoty zapadalnych papierów skarbowych przeznaczonych do wykupu można oszacować wielkość potrzeb pożyczkowych na rynku krajowym i tym samym podaż rynkowych skarbowych papierów wartościowych. Może się zdarzyć, że całkowita podaż SPW w danym roku będzie większa od krajowych potrzeb pożyczkowych, gdy Ministerstwo Finansów zdecyduje się na wcześniejszy odkup papierów zapadających w następnych latach. Kwota oferowanych bonów i obligacji w poszczególnych miesiącach może być dostosowywana i wygładzana wg planów ministerstwa dzięki aukcjom zamiany oraz tzw. „poduszce płynnościowej”, czyli głównie środków zgromadzonych na rachunkach budżetowych.

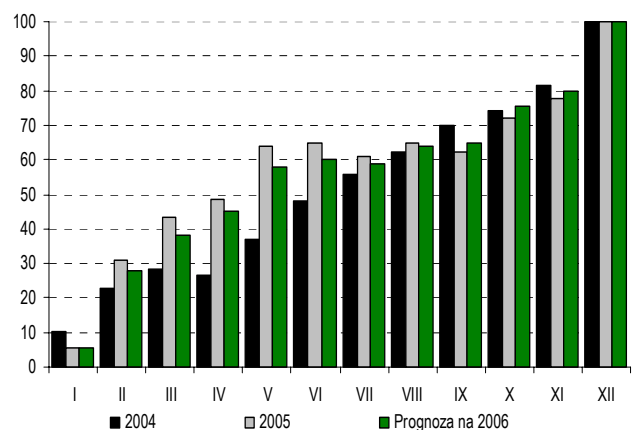
Po pierwsze, deficyt budżetowy

Według pierwszej autopoprawki do projektu ustawy budżetowej na rok 2006 deficyt budżetowy został zmniejszony w porównaniu do projektu z września 2005 r. o 2,03 mld zł z 32,57 mld zł do **30,55 mld zł**. W sumie

nie widzimy poważnych powodów do obaw o budżet na 2006 r. w kształcie przedstawionym przez rząd.

Szacując realizację deficytu budżetowego planowanego na rok bieżący oraz potrzeby pożyczkowe wynikające z tej wielkości, korzystamy z przeciętnego wykonania deficytu w latach ubiegłych. Wykorzystujemy dane przede wszystkim z lat 2004-2005, gdyż trendy z lat wcześniejszych nie do końca mogłyby odpowiadać obecnej sytuacji, ze względu na członkostwo Polski w Unii Europejskiej. Ministerstwo Finansów poinformowało, że zgodnie z najnowszymi szacunkami wykonanie deficytu za styczeń 2006 r. będzie na poziomie 5-6% w porównaniu do wcześniej prognozowanej wielkości 9-10%. Niskie wykonanie deficytu może wynikać w pewnym stopniu z przeniesienia części zeszlatorcznych dochodów na rok 2006. Według danych historycznych przyspieszenie wykonania deficytu widoczne jest od lutego, a do końca kwietnia często realizacja przekraczała 50% rocznego planu. W tym roku począwszy od marca rośnie obciążenie budżetu z tytułu rewaloryzacji świadczeń emerytalnych oraz rentowych. Sądzymy jednak, że ze względu na przyspieszenie wzrostu gospodarczego w tym roku, wpływy do budżetu będą odpowiednio większe, a ścieżka realizacji deficytu będzie nieco niższa przez kilka początkowych miesięcy w porównaniu do analogicznego okresu w 2005 r. Wykonanie budżetu w czerwcu przyjmuje jedno z najniższych wartości z uwagi na przekazywany w tym miesiącu zys NBP do budżetu. Jednak zys za 2005 r. na poziomie ok. 1,23 mld zł będzie znacznie mniejszy od 4,2 mld zł przekazanych w roku ubiegłym. W rezultacie prognozujemy, że potrzeby pożyczkowe Skarbu Państwa związane z deficytem budżetowym będą kształtować się zgodnie z poniższym wykresem.

Realizacja deficytu budżetowego (w %)



Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK.

Przychody i rozchody „pod kreską”

Faktyczne potrzeby pożyczkowe Skarbu Państwa, niezwiązane bezpośrednio z funkcjonowaniem budżetu państwa są wyższe m.in. o takie składniki jak saldo przychodów z prywatyzacji i ich rozdysponowania (głównie środki przekazywane w ramach zobowiązań do Otwartych Funduszy Emerytalnych), środki przeznaczone na prefinansowanie projektów unijnych, środki z funduszy strukturalnych oraz udzielone pożyczki.

Według projektu budżetu na 2006 r. planowane saldo przychodów z prywatyzacji oraz ich rozdysponowania wynosi -8,61 mld zł. Na tę kwotę składają się przede wszystkim transfery do OFE w wysokości ok. 12,76 mld zł wg planu oraz źródło ich finansowania, tj. przychody z prywatyzacji 5,5 mld zł. Biorąc pod uwagę problemy z pozyskaniem całej zaplanowanej kwoty z procesu prywatyzacji w ostatnich latach, przyjęliśmy procent ich wykonania podobny do roku ubiegłego (70%), co zmniejsza saldo do -10,27 mld zł. Większość środków z tytułu prywatyzacji powinna przypaść na II półrocze. Sądzymy, że terminarz przychodów z prywatyzacji oraz transferów do OFE może być podobny do lat 2004-2005, stąd założyliśmy, ścieżkę realizacji salda przychodów z prywatyzacji i ich rozdysponowania zgodnie ze średnią z ostatnich dwóch lat.

Wydatki z tytułu prefinansowania zadań z udziałem środków z Unii Europejskiej oraz rozchody środków z funduszy strukturalnych prognozowane są przez Ministerstwo Finansów na poziomie 1,96 mld zł oraz 1,25 mld zł. Ze względu na krótki okres członkostwa w EU przyjmujemy zbliżoną realizację obydwu pozycji do lat 2004-2005.

Kolejna pozycja powiększającą potrzeby pożyczkowe to saldo pożyczek udzielonych, które ma wynieść ok. -1,41 mld zł. Zwiększone potrzeby są wynikiem pożyczek udzielonych Funduszowi Rekompensacyjnemu (1,0 mld zł), Korporacji Ubezpieczeń Kredytów Eksportowych S.A. (500 mln zł), publicznych zakładów opieki zdrowotnej (300 mln zł) oraz dla jednostek samorządu terytorialnego (30 mln zł). Założyliśmy, że realizacja rozchodów z tego tytułu będzie przebiegać podobnie jak w ostatnich dwóch latach.

W efekcie po uwzględnieniu wydatków „pod kreską” (**14,89 mld zł**) potrzeby pożyczkowe budżetu państwa netto powinny wynieść ok. **45,44 mld zł**.

Znaczne finansowanie zagraniczne

Potrzeby pożyczkowe netto są w głównym stopniu pokrywane z emisji skarbowych papierów wartościowych w kraju oraz z finansowania zagranicznego. Tak więc w celu wyznaczenia podaży papierów skarbowych w obecnym roku na rynku krajowym zmniejszyć należy wyznaczone potrzeby pożyczkowe o środki uzyskane z tytułu finansowania zagranicznego.

W 2005 r. zgodnie z założeniami najnowszej strategii zarządzania długiem i celem głównym, tj. minimalizacją kosztów obsługi długu Ministerstwo Finansów zaczęło w dużo większym stopniu niż dotychczas finansować deficyt budżetowy poprzez emisje zagraniczne (głównie w euro). Jednym z czynników powodujących takie zachowanie był zakładany przez MF niewielki wzrost ryzyka związanego z przyrostem zadłużenia zagranicznego oraz nisko oddziaływanie na kurs złotego w obliczu wstąpienia do strefy euro w niedalekiej perspektywie oraz eliminacji ryzyka kursowego. Dzięki takiemu zabiegowi można było wcześniej uzyskać tańsze finansowanie z uwagi na niższy poziom stóp w strefie euro. Jednak fakt, że wejście do strefy euro odsuwa się w czasie powoduje, że podstawowe założenie strategii nie jest spełnione w związku z czym pojawiają się wątpliwości co do zasadności stosowania strategii w obecnym kształcie. Zakładamy, że strategia MF nie ulegnie zmianie i finansowanie zagraniczne deficytu wyniesie 20,5 mld zł zgodnie z pierwszą autopoprawką do projektu budżetu, a realizacja salda finansowania zagranicznego będzie równomiernie rozłożona wg poszczególnych kwartałów.

Zatem środki wymagane do uzyskania z emisji netto skarbowych papierów wartościowych w kraju kształtują się na poziomie **24,94 mld zł**.

Wykup zapadalnych papierów skarbowych

Środki uzyskane drogą emisji rynkowych SPW w kraju będą musiały pokryć część potrzeb pożyczkowych netto (24,94 mld zł) jak również rozchody z tytułu wykupu zapadalnych rynkowych a także innych papierów wyemitowanych w ubiegłych latach. Według danych Ministerstwa Finansów na dzień 31 grudnia 2005 roku wartość zapadalnych w 2006 roku bonów skarbowych wyniosła 24,4 mld zł, a obligacji skarbowych 51,01 mld zł, co w sumie daje **75,41 mld zł**. Zgodnie z pierwszą autopoprawką z listopada 2005 r., wydatki z tytułu odkupu bonów skarbowych i obligacji skarbowych były planowane na poziomach odpowiednio 22,73 mld zł oraz 49,11 mld zł co w sumie dawało 71,84 mld zł. Różnica ta może wynikać z mniejszej od założeń kwoty odkupionych papierów skarbowych na przetargach zamiany zorganizowanych do końca minionego roku.

Zapadalność rynkowych SPW w 2006 r. (w mld zł)

	bony	obligacje rynkowe	SPW rynkowe	
			miesięcznie	kwartalnie
styczeń	2,70	0,00	2,70	
luty	3,20	2,89	6,09	12,99
marzec	4,20	0,00	4,20	
kwiecień	3,60	9,87	13,47	
maj	1,50	5,16	6,66	22,33
czerwiec	2,20	0,00	2,20	
lipiec	1,40	0,94	2,34	
sierpień	1,00	10,13	11,13	14,26
wrzesień	0,80	0,00	0,80	
październik	0,80	0,31	1,11	
listopad	0,90	13,41	14,31	25,83
grudzień	2,10	8,30	10,40	
suma	24,40	51,01	75,41	75,41

Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Dodatkowo w pierwszej autopoprawce do budżetu założono ujemne saldo z emisji obligacji oszczędnościowych (-1,87 mld zł) oraz nierynkowych (-0,09 mld zł). Zakładamy wykonanie sald proporcjonalnie do kwot zapadalnych w poszczególnych miesiącach.

Ustalona na tej podstawie kwota wymagana do uzyskania na rynku krajowym w celu pokrycia części potrzeb pożyczkowych, czyli inaczej podaży rynkowych skarbowych papierów wartościowych na rynku krajowym może wynieść ok. **102,31 mld zł**. W pierwszej autopoprawce do budżetu kwota założonych przychodów z tytułu emisji rynkowych SPW wynosi 97,35 mld zł, a różnica jest związana ze wspomnianą wcześniej mniejszą kwotą potrzebną na sfinansowanie wykupu zapadalnych papierów oraz założoną przez nas niższą realizacją przychodów z prywatyzacji. Poniższa tabela przedstawia kwartalne szacunki podaży rynkowych SPW na rynku krajowym.

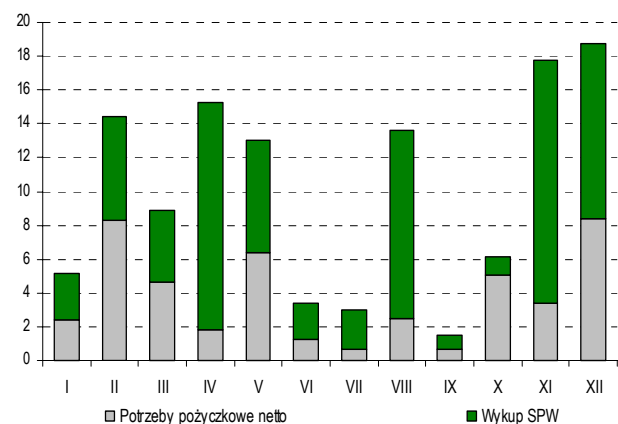
Potrzeby pożyczkowe (PP) na rynku krajowym w 2006 r. (w mld zł)

	PP netto	Finansowanie zagraniczne netto	Finansowanie krajowe		
			w tym: SPW		
			inne netto	wykup rynkowe	emisja
I kw.	-15,41	5,12	-0,57	-12,99	23,85
II kw.	-9,37	5,12	-0,36	-22,33	26,93
III kw.	-3,82	5,12	-0,54	-14,26	13,50
IV kw.	-16,83	5,12	-0,50	-25,83	38,03
Suma	-45,44	20,50	-1,96	-75,41	102,31

Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Poniższy wykres przedstawia potrzeby pożyczkowe brutto. Można zauważyć, że największe obciążenia przypadają na luty, kwiecień, maj, sierpień, listopad i grudzień. W lutym, maju i grudniu ale także w marcu duży udział w potrzebach pożyczkowych ma deficyt budżetowy z kolei w kwietniu, sierpniu, listopadzie i grudniu o zapotrzebowaniu MF na środki finansowe decydują zapadalne skarbowe papiery wartościowe (kwiecień OK0406 9,10 mld zł, maj PS0506 5,16 mld zł, sierpień OK0806 10,13 mld zł, listopad PS1106 13,41 mld zł, grudzień OK1206 8,30 mld zł.).

Potrzeby pożyczkowe brutto w 2006r (w mld zł).



Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK.

Aukcje zamiany i wygładzanie podaży SPW

Według naszych szacunków ministerstwo może odkupić przed terminem na aukcjach zamiany ok. 15,52 mld zł z czego 62% (9,57 mld zł) będą to obligacje o zapadalne w 2006 r. Tym samym podaż papierów skarbowych wyemitowanych na aukcjach zwykłych i aukcjach zamiany może powiększyć się do ok. **108,26 mld zł** o dodatkowe ok. 5,95 mld zł, tj. o wartość zapadalnych obligacji w kolejnych latach, a odkupionych w 2006 r.

Wspomniana kwota 9,57 mld zł posłuży do wygładzenia podaży SPW w ciągu roku wg planów Ministerstwa Finansów. Ponadto w zależności od sytuacji rynkowej MF może korzystać ze środków zgromadzonych na rachunkach budżetowych oraz lokatach w celu dostosowywania wielkości oferowanej emisji w poszczególnych miesiącach do potrzeb i sytuacji rynkowej.

W rezultacie faktyczna podaż papierów skarbowych na aukcjach może wynieść ok. **92,74 mld zł**. Natomiast pozostałe 15,52 mld zł może przypaść na przetargi zamiany.

Podsumowanie

W styczniu zapotrzebowanie pożyczkowe według naszych obliczeń jest niskie, jednak Ministerstwo Finansów zdecydowało się zaoferować znaczną kwotę tak aby zebrać środki potrzebne na sfinansowanie potrzeb pożyczkowych w kolejnych najbliższych miesiącach. Ponadto MF liczyło na możliwość osiągnięcia większych wpływów z tytułu emisji SPW w związku z dużym popytem inwestorów na polskie obligacje w oczekiwaniu na obniżki stóp przez RPP pomimo wysokiego, naszym zdaniem, ryzyka politycznego. Podobna sytuacja może mieć miejsce także w lutym i w marcu. Jeśli dane makroekonomiczne okażą się „gołębie”, a sytuacja na scenie politycznej się ustabilizuje, to popyt inwestorów na polskie papiery skarbowe będzie się utrzymywał w oczekiwaniu na kolejną obniżkę stóp procentowych, a Ministerstwo Finansów może zaoferować w I kwartale więcej SPW, niż wynikałoby to z pierwotnych danych szacunkowych.

Spróbaliśmy oszacować ile Ministerstwo Finansów może chcieć zaoferować skarbowych papierów

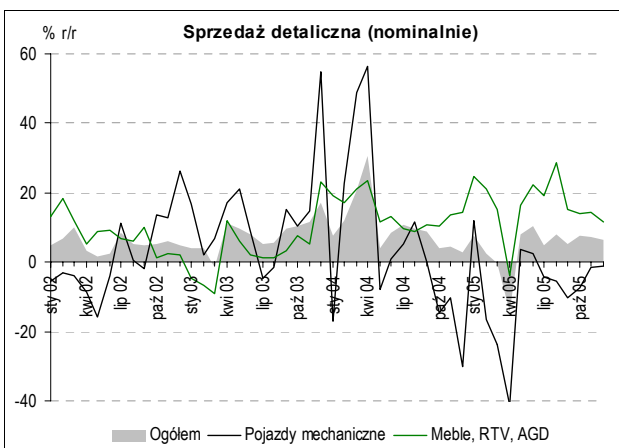
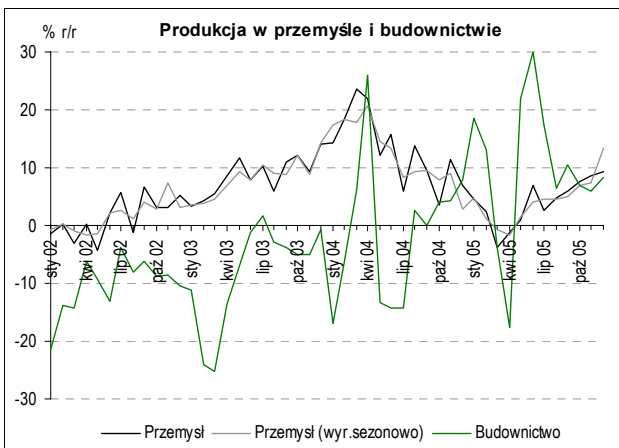
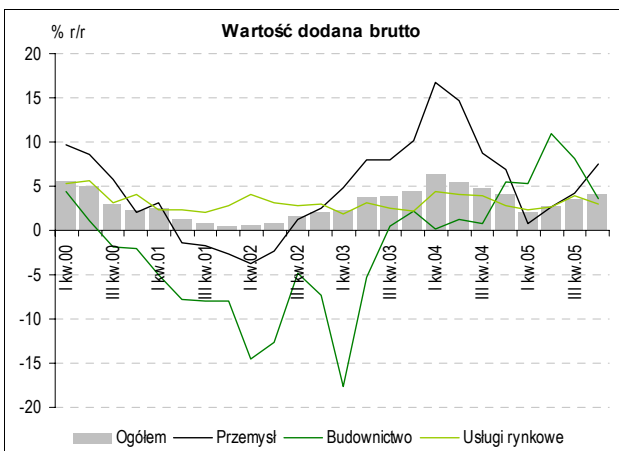
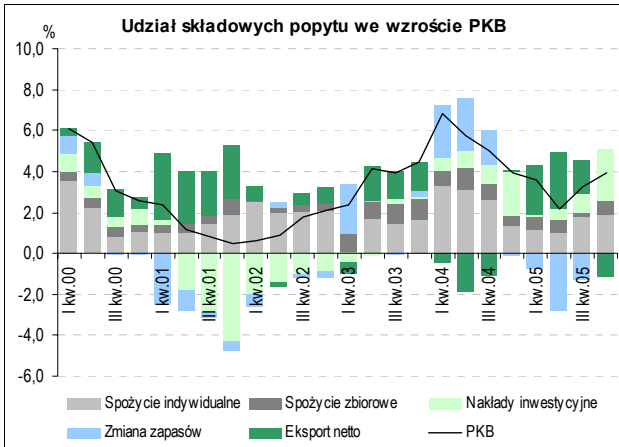
wartościowych. Założyliśmy przy tym pewien scenariusz odkupu papierów wartościowych na przetargach zamiany jaki mógłby być najbardziej pożądanym przez Ministerstwo Finansów. Poniższa tabela zawiera zestawienie wyników naszej analizy w odniesieniu do poszczególnych kwartałów. Faktyczne emisje mogą znacznie odbiegać od prognoz w przypadku, gdyby Ministerstwo Finansów zdecydowało się zmienić strategię zarządzania długiem publicznym i w mniejszym stopniu finansować potrzeby pożyczkowe emisją papierów zagranicznych. Wówczas wielkość emisji krajowych SPW znacząco by wzrosła. Istotna będzie także realizacja ścieżki przychodów z prywatyzacji.

Prognoza podaży SPW w 2006 r. (w mld zł)

	Oferta MF		aukcje zwykłe	aukcje zamiany	łącznie
	min	max			
I kw.	22,5	32,3	30,6	4,3	34,8
II kw.	20,0	30,0	22,5	3,6	26,1
III kw.	11,0	17,0	15,6	4,3	19,7
IV kw.	23,0	35,0	24,0	3,3	27,3
suma	76,5	114,3	92,7	15,5	108,3

Źródło: BZ WBK

Gospodarka Polski

**Popyt krajowy wraca na pierwszy plan**

Według wstępnych danych GUS, PKB w 2005 r. zwiększył się o 3,2%. O ile wzrost ogółem był słabszy niż oczekiwano, to został on osiągnięty dzięki znacznie silniejszemu od prognoz popytowi krajowemu, a w szczególności inwestycjom, które wzrosły o 6,2%. Konsumpcja prywatna zwiększyła się o 3,2%, zgodnie z przewidywaniami.

Wyniki IV kwartału (oszacowane przez nas na podstawie danych za cały rok i za kwartały I-III) pokazują tę tendencję jeszcze wyraźniej. Trzeba jednak pamiętać, że szacunki te są poprawne tylko przy założeniu, że GUS nie zrewiduje danych za wcześniejsze kwartały 2005 r. (co nie jest wykluczone).

Wzrost PKB w IV kw. 2005 wyniósł ok. 4% wobec oczekiwań na poziomie 4,5%, podczas gdy wzrost popytu krajowego przyspieszył do ok. 5% r/r. Tak silne ożywienie to w głównej mierze efekt odbicia w inwestycjach o prawie 10% (najwięcej od 1998 r.). Konsumpcja prywatna wzrosła bardziej umiarkowanie, przyspieszając zgodnie z naszą prognozą do 3,3% r/r. Rosnący popyt krajowy powinien podtrzymać tendencje wzrostowe w gospodarce.

Po raz pierwszy od ponad roku wpływ eksportu netto na wzrost PKB był negatywny i wyniósł w IV kwartale ok. 1 pkt. proc. Co istotne, dostępne dane o handlu zagranicznym wskazują, że nie wynikało to z załamania wzrostu polskiego eksportu, a z przyspieszenia wzrostu importu (naturalna konsekwencja ożywienia popytu krajowego).

Po stronie podażowej nastąpiło istotne przyspieszenie wzrostu wartości dodanej w przemyśle (ok. 7,5% w IV kwartale), ale – co ciekawe – wyraźnie spadła dynamika wartości dodanej w budownictwie (do 3,6%) i usługach rynkowych (do 3%), co wydaje się nie do końca spójne z miesięcznymi danymi o produkcji budowlano-montażowej i sprzedaży detalicznej.

Przemysł i budownictwo przyspieszają

Grudniowe dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej potwierdziły szybki wzrost aktywności gospodarczej pod koniec 2005 roku. Produkcja w przemyśle wzrosła o 9,2% r/r a po oczyszczeniu z wahań sezonowych aż o 13,3% r/r, co było najlepszym wynikiem od połowy 2004 r. (boom przedakcesyjny).

Wzrost produkcji zanotowano w 20 z 29 gałęzi przemysłu (głównie w przetwórstwie przemysłowym), w największej skali w branżach o dużym udziale eksportu, co potwierdza, że popyt zewnętrzny pozostaje ważnym motorem działalności firm.

Z drugiej strony, solidny wzrost produkcji w budownictwie o 8,3% r/r (10,3% po korekcie sezonowej) potwierdza, że również popyt krajowy uzyskał na sile. Znalazło to potwierdzenie w silnym wzroście inwestycji w IV kw. 2005. Pozostaje jednak pytanie jak na te statystyki wpłyną silne mrozy na początku roku.

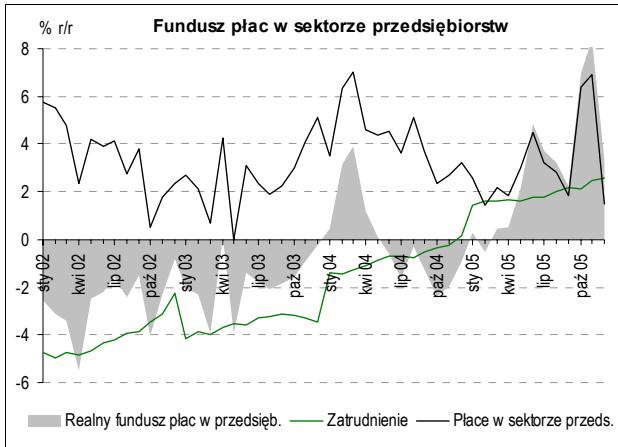
Sprzedaż detaliczna też, chociaż wolniej

Nominalna wartość sprzedaży detalicznej była w grudniu o 6,3% wyższa niż przed rokiem, co było wynikiem poniżej prognoz i gorszym niż w listopadzie (7,3% r/r). Jednak w ujęciu realnym wzrost był jedynie minimalnie mniejszy niż nominalny i wyniósł 6,2%, co jest wciąż całkiem przyzwoitym tempem wzrostu.

W sumie, w całym IV kwartale realny wzrost sprzedaży wyniósł 5,4% r/r, przyspieszając w stosunku do 4,1% w III kwartale. Wyraźnie widać, że po słabej pierwszej połowie roku, ostatnie miesiące przyniosły umiarkowane ożywienie skłonności gospodarstw domowych do zakupów.

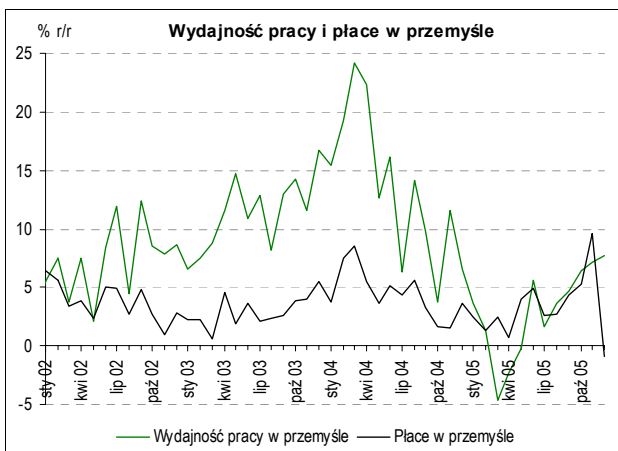
Przy okazji, niewielka różnica pomiędzy dynamiką nominalną i realną pokazuje, że wzrost cen w handlu detalicznym jest niemal niezauważalny, pomimo rosnącego popytu konsumpcyjnego.

Gospodarka Polski



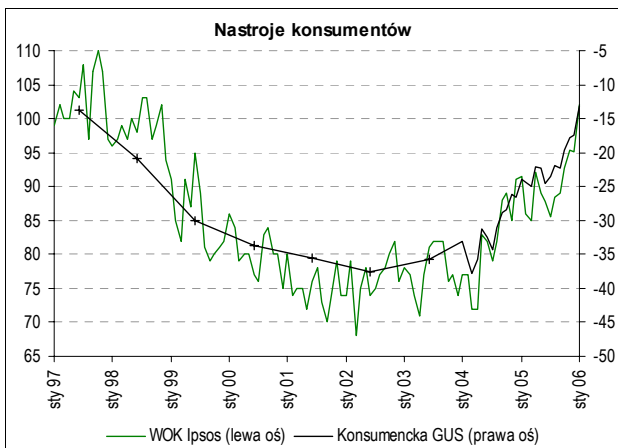
Odwilż na rynku pracy

- Po dwóch miesiącach nadzwyczajnych wzrostów, w grudniu płace w sektorze przedsiębiorstw zwiększyły się zaledwie o 1,5% r/r, potwierdzając, że rekordowa dynamika w październiku i listopadzie wynikała przede wszystkim z przesunięć w wypłatach premii.
- Średni wzrost płac w okresie październik-grudzień (wszystkie miesiące, których dotyczyły przesunięcia w wypłatach) wyniósł jednak 4,1% r/r, czyli był szybszy niż 2-3% wzrost obserwowany w pierwszej części roku. Wskazuje to, że płace jednak się poprawiają, choć stopniowo.
- Coraz wyraźniej przyspiesza wzrost zatrudnienia w firmach – w grudniu do 2,6% r/r. W efekcie fundusz płac też się poprawia i średnio w IV kwartale zwiększył się realnie o 6,2% r/r, co jest tempem nie notowanym od wielu lat (przynajmniej od 2000 r., od kiedy są dostępne porównywalne szeregi).



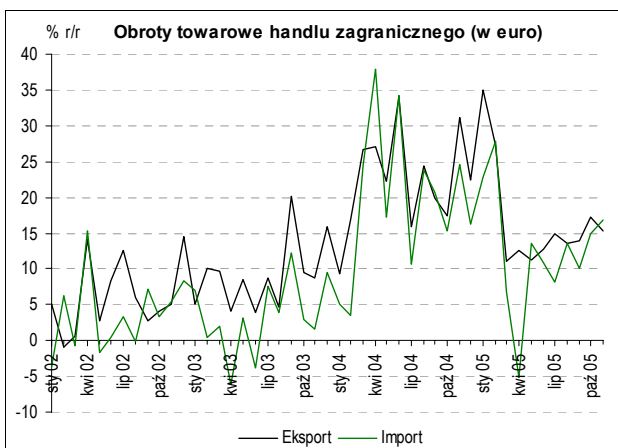
Wzrost płac nie musi zagrażać inflacji

- Niewątpliwie poprawa funduszu płac, a więc szybszy wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych, dobrze wróży perspektywom popytu konsumpcyjnego w kolejnych kwartałach.
- Równocześnie, rosące tempo wzrostu płac nie jest na razie nadmiernie niebezpieczne dla perspektyw inflacji, ponieważ wzrost wydajności pracy nie pozostaje w tyle.
- Pomimo rosnącej liczby zatrudnionych, wydajność w polskim przemyśle zwiększyła się w IV kwartale 2005 o ponad 7% r/r, czyli znacznie więcej niż średnio wzrosły płace w tym okresie (4,6%). W efekcie jednostkowe koszty pracy w przemyśle zmniejszyły się w IV kwartale średnio o 3,5% r/r.
- Pytanie, czy tendencja ta się utrzyma, jeśli wzrost popytu na pracę i wynagrodzeń będą kontynuowane w kolejnych miesiącach i kwartałach.



Optymizm konsumentów najwyższy od lat

- Wszystkie dostępne badania wskazują jednoznacznie na silną poprawę nastrojów konsumentów w ostatnich miesiącach i szczególne nasilenie tego procesu w styczniu 2006.
- Wskaźnik optymizmu konsumentów (WOK) instytutu Ipsos w styczniu po raz pierwszy od 1998 r. przekroczył 100 punktów, co oznacza większą liczbę optymistów niż pesymistów wśród respondentów. Najlepsze od 1998 roku są również indeksy koniunktury IRG SGH, a wskaźniki ufności konsumenckiej okazały się w styczniu najwyższe w historii badania. Wiąże się to zarówno z lepszą oceną własnej sytuacji finansowej, jak też wyraźną poprawą oceny ogólnej sytuacji gospodarczej.
- Powyższe wyniki, wraz z odczuwalnym ociepleniem na rynku pracy, wspierają oczekiwania na dalsze ożywienie popytu konsumpcyjnego w najbliższych kwartałach.

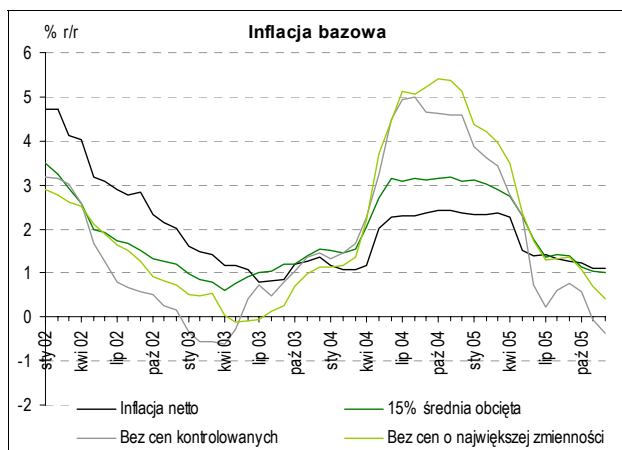
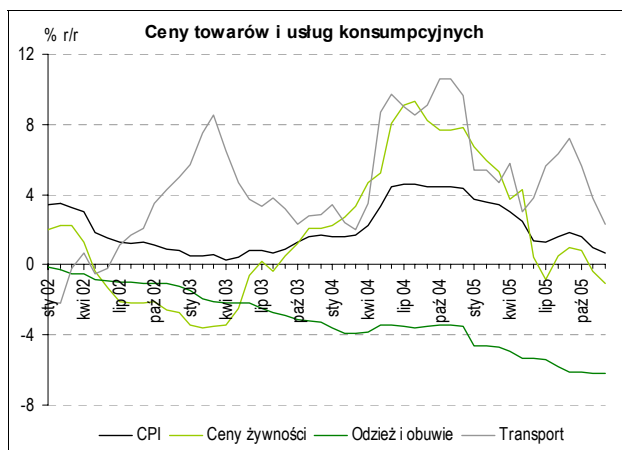
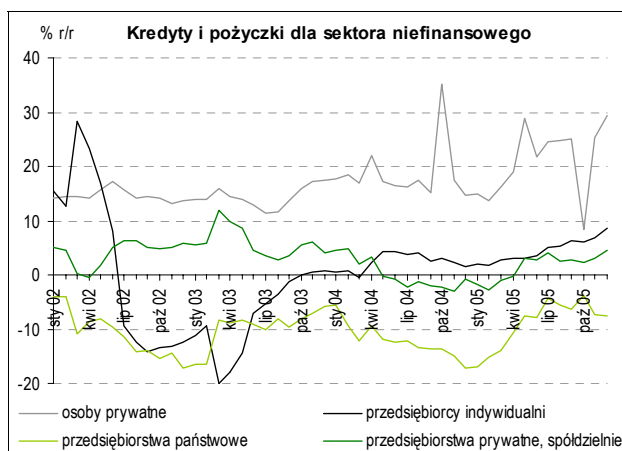
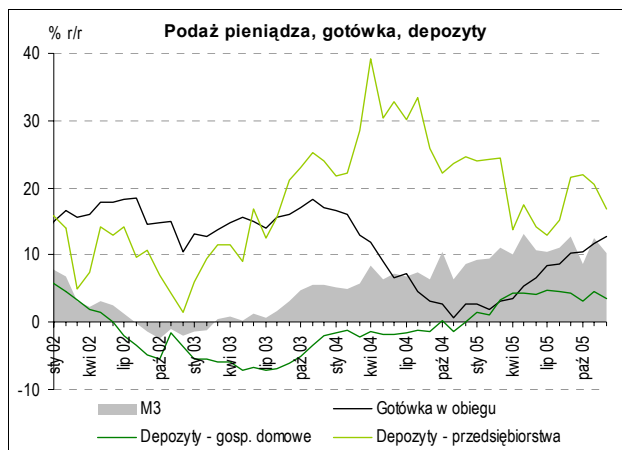


Eksport rośnie szybko... ale import jeszcze szybciej

- Ożywienie popytu krajowego objawia się coraz większym popytem na import, co widać w danych nt. handlu zagranicznego.
- W listopadzie wzrost importu wyniósł 16,8% r/r, przekraczając nadal wysoką dynamikę eksportu (15,3% r/r). Dynamika eksportu i importu usług również pozostała na wysokim poziomie (odpowiednio 17,8% r/r i 17,6% r/r), potwierdzając kontynuację ekspansji zarówno popytu zewnętrznego, jak i krajowego.
- Deficyt obrotów bieżących w listopadzie był wyższy od prognoz, wynosząc 539 mln €. Skumulowany deficyt obrotów bieżących w relacji do PKB pozostaje niski (ok. 1,6% PKB), jednak trudno oczekiwać, że tendencja spadkowa będzie kontynuowana. Jeśli tak, to w 2006 roku trudno będzie utrzymać dodatnią kontrybucję eksportu netto do wzrostu PKB.

Źródło: GUS, NBP, Ipsos, szacunki własne

Gospodarka Polski

**Coraz więcej pieniędzy i kredytów**

- Podaż pieniądza w grudniu zwiększyła się o 10,3% r/r, zgodnie z oczekiwaniami. Wysokie tempo wzrostu M3 odpowiada szybko rosnącej aktywności gospodarczej.
- Depozyty ogółem wzrosły o 9,3% r/r, z czego depozyty gospodarstw domowych o 3,5% r/r, a depozyty firm o 16,8% r/r.
- Niezbyt dynamiczny przyrost środków na rachunkach gospodarstw domowych wynika m.in. z szybko rosnącego zainteresowania alternatywnymi formami oszczędzania. Np. w samym grudniu 2005 napływ inwestycji netto do funduszy inwestycyjnych osiągnął rekordową wartość ponad 3 mld zł.
- Bardzo szybki wzrost depozytów firm to wciąż efekt realizowanych przez nie wysokich zysków. Na uwagę zasługuje również przyspieszający wzrost gotówki w obiegu.
- Wzrost kredytów ogółem przyspieszył w grudniu do 11,8% r/r, głównie za sprawą kredytów gospodarstw domowych (wzrost aż o 22,9% r/r). Najbardziej dynamicznie rosną kredyty mieszkaniowe (ponad 40% r/r) i gotówkowe (prawie 25%), te ostatnie zapewne z przeznaczeniem na cele konsumpcyjne.
- Przedsiębiorstwa nadal znacznie mniej chętnie powiększały swoje zadłużenie w bankach, chociaż i w tym przypadku nastąpiła pewna poprawa. Kredyty dla firm wzrosły w grudniu o 2,8% r/r, czyli najszybciej od listopada 2003 r. Złożył się na to wzrost zadłużenia firm prywatnych i spadek kredytów przedsiębiorstw państwowych.
- Dane NBP wskazują na wzrost kredytów na inwestycje (o ponad 10% r/r), w tym głównie w złotych (21% r/r). Walutowe kredyty inwestycyjne są spłacane i/lub zastępowane przez zadłużenie zagraniczne, niewidoczne w statystykach krajowej podaży pieniądza. Według informacji z NBP zadłużenie zagraniczne szybko się zwiększa i stanowi już ok. połowy zadłużenia przedsiębiorstw ogółem.

Inflacja bardzo niska, presji popytowej nie widać

- Po raz kolejny inflacja okazała się niższa od prognoz i spadła w grudniu do 0,7% r/r, najniższego poziomu od sierpnia 2003.
- Powody spadku inflacji były dokładnie takie same jak w poprzednich miesiącach: niskie ceny żywności i paliw.
- Wprawdzie korzystny dla inflacji układ czynników podażowych może być przejściowy, ponieważ wiąże się w przypadkowymi (i zapewne odwracalnymi) efektami, takimi jak rosyjskie ograniczenia na przywóz polskiej żywności i obniżka akcyzy na paliwa. Niemniej, zmiany cen innych kategorii dóbr i usług nie wskazały na istnienie presji inflacyjnej.
- Prognozujemy, że w styczniu CPI może wzrosnąć jedynie nieznacznie, a w I kwartale br. wyniesie średnio ok. 1% r/r.
- W marcu jak co roku GUS zaktualizuje koszyk towarów i usług konsumpcyjnych, będący podstawą do szacunku inflacji CPI. Przy tej okazji może dojść do ważnej zmiany – w 2006 r. po raz pierwszy w skład koszyka mają wejść usługi telefonii mobilnej, do tej pory nie uwzględniane przez GUS. W związku z ciągłym obniżaniem cen tych usług, może to obniżyć stopę inflacji (po aktualizacji koszyka, GUS poda zrewidowaną inflację za styczeń). Biorąc pod uwagę, że wg URTiP średnia cena połączeń w telefonii komórkowej spadła w 2005 r. o kilkanaście groszy, a usługi telefoniczne stanowiły dotąd ok. 4-5% koszyka konsumpcyjnego, wpływ tej zmiany na dynamikę CPI może sięgnąć 0,2-0,3 pkt. proc.
- W grudniu wszystkie miary inflacji bazowej (w ujęciu rocznym) uległy nieznacznemu obniżeniu. Dwie najuważniej śledzone miary, czyli inflacja netto i 15% średnia obciążona pozostały blisko 1%. Według naszych szacunków inflacja netto przynajmniej do końca tego roku powinna pozostać poniżej dolnej granicy dopuszczalnych odchyłeń inflacji od celu banku centralnego.

Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

Pod lupą: Bank centralny

Projekcje inflacji NBP (% r/r)

	Luty 2005	Maj 2005	Sierpień 2005	Styczeń 2006
IV kw. 2006	0,4-4,2	1,2-3,8	1,0-3,1	0,5-2,3
IV kw. 2007	0,5-4,6	0,7-4,3	1,2-4,1	1,1-3,6
IV kw. 2008	-	-	-	0,8-3,9

Projekcje wzrostu PKB (%)

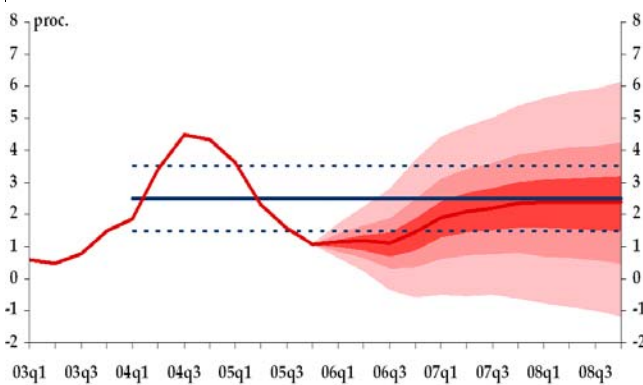
	Sierpień 2005	Styczeń 2006
2006	3,9-5,3	3,8-5,1
2007	3,8-5,6	3,4-5,2
2008	-	3,6-5,5

Uwaga: Projekcje wskazują w jakim przedziale, z 50-procentowym prawdopodobieństwem, ukształtuje się inflacja i roczne tempo wzrostu PKB

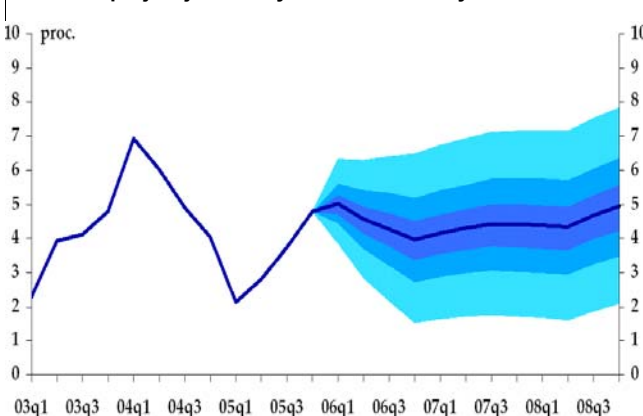
Prawdopodobieństwo (w %), że inflacja będzie:

	poniżej 1,5%	poniżej 2,5%	poniżej 3,5%
III kw. 2006	67,2	91,8	98,8
IV kw. 2006	53,5	79,8	93,7
I kw. 2007	40,8	66,8	86,1
II kw. 2007	36,5	60,7	81,2
III kw. 2007	34,5	57,7	77,8
IV kw. 2007	33,1	54,3	73,7
I kw. 2008	33,5	53,5	72,3
II kw. 2008	33,6	52,8	71,0
III kw. 2008	34,4	53,1	70,5
IV kw. 2008	35,5	52,9	69,5

Projekcja inflacji, wykres wachlarzowy inflacji i cel inflacyjny



Centralna projekcja oraz wykres wachlarzowy PKB



Źródło: NBP

Niższa przewidywana inflacja = niższe stopy

▪ Zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami, Rada Polityki Pieniężnej obniżyła w styczniu stopy procentowe o 25 pb, dzięki czemu główna stopa referencyjna osiągnęła poziom 4,25%. Taka decyzja była uzasadniona przez ostatnie dane makroekonomiczne, które pokazywały korzystne perspektywy inflacji pomimo przyspieszenia wzrostu gospodarczego.

▪ Ważnymi przesłankami za obniżką stóp były zapewne nowy *Raport o inflacji* i zawarte w nim projekcje, ponieważ przewidywana przez NBP ścieżka inflacji okazała się bardziej optymistyczna niż ta przedstawiona w ostatnim raporcie z sierpnia 2005, pokazując dość powolny powrót CPI do celu 2,5%.

▪ Jak pokazują tabele obok, perspektywa inflacji się poprawiła, a projekcje wzrostu PKB obniżyły się nieco. Jednocześnie według projekcji inflacji jest większe prawdopodobieństwo że inflacja będzie poniżej niż powyżej celu do końca 2008 roku.

▪ Oficjalny komunikat po posiedzeniu Rady nie zawierał jasnych wskazówek co do przyszłych decyzji w polityce pieniężnej i oceny perspektywy inflacji przez bankierów centralnych. Niestety, mimo że RPP miała na początku tego roku – po rezygnacji ze stosowania nastawienia w polityce pieniężnej - zacząć stosować nowy sposób komunikacji z rynkiem, to nie zauważyliśmy żadnej poprawy. Nie ułatwia to przewidywania decyzji dotyczących stóp procentowych i pogarsza przejrzystość polityki pieniężnej.

▪ Decyzja Rady i optymistyczny scenariusz inflacyjny przedstawiony w projekcji powodują, że nie można wykluczyć kolejnej obniżki stóp procentowych w najbliższych miesiącach, być może nawet już w lutym. Rzecz jasna zależy to będzie od danych ekonomicznych i sytuacji na rynkach finansowych. Wydaje nam się jednak, że na poluzowanie monetarne nie pozostało znacznie więcej miejsca niż kolejna redukcja o 25 pb.

Mnóstwo czynników niepewności

▪ Wśród czynników niepewności wymienionych przez RPP znajdują się zarówno takie, które mogą poprawić perspektywy inflacji (globalizacja, aprecjacja złotego), jak i działające w przeciwnym kierunku (trwałość poprawy sytuacji na rynku pracy, kształt polityki gospodarczej rządu).

▪ Raport kładzie duży nacisk na możliwość wystąpienia korzystniejszego scenariusza na rynku pracy, który wpływałby na podwyższenie oczekiwanej inflacji. Z drugiej strony jednak *Raport* przyznaje równocześnie, że wpływ tego czynnika może być złagodzony jeśli równocześnie będzie następował wzrost podaży pracy, co w efekcie ograniczy presję na płace i ceny.

▪ Jeśli chodzi o efekty globalizacji to import tanich dóbr konsumpcyjnych z krajów o niskich kosztach produkcji był czynnikiem hamującym krajową inflację i efekt ten może się utrzymać, a nawet wzmocnić w przyszłości.

▪ Projekcja NBP zakłada lekkie osłabienie złotego w krótkim okresie, więc jeśli kurs złotego się ustabilizuje lub wzmocni, będzie to pozytywnie oddziaływało na przewidywaną inflację w porównaniu ze ścieżką przedstawioną w *Raporcie*.

▪ Podobnie jak w poprzedniej projekcji, NBP zakłada, że tempo wzrostu produktu potencjalnego przyspieszy z 4% w 2006 r. do 4,3% w 2008 r. Rzeczywisty PKB w całym horyzoncie projekcji kształtuje się nadal poniżej produktu potencjalnego i w całym horyzoncie projekcji luka popytowa będzie hamować inflację, choć nieco słabiej niż w projekcji sierpniowej.

▪ Projekcja PKB (oraz inflacji) została obniżona ze względu na niższe prognozowane tempo wzrostu nakładów inwestycyjnych. Istotną rolę w ocenie perspektyw wzrostu inwestycji miała korekta założeń dotyczących wykorzystania środków unijnych po 2006 r.

Pod lupą: Bank centralny

Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

Komentarz

Leszek Balcerowicz, prezes NBP, przewodniczący RPP PAP, 31 stycznia

Moment dojścia do celu jest mniej więcej podobny jak w projekcji z sierpnia, kiedy prognozowano, że nastąpi to w połowie 2007. Dla interpretacji projekcji szczególnie ważne, zasadnicze znaczenie mają dane o wzroście zatrudnienia i płac. Jeżeli tendencja wzrostu zatrudnienia się utrzyma inflacja może być wyższa. Na spadek CPI wpływają czynniki nietrwale - ceny żywności i paliw. O wiele więcej danych wskazuje, że ożywienie w inwestycjach będzie postępować niż nie postępować. RPP niepewna co do danych GUS, oczekuje potwierdzenia danych wstępnych.

PAP, TVN24, 2-3 lutego

Pyt: Co Pan sądzi o opiniach premiera Kazimierza Marcinkiewicza, według którego RPP przy tak niskiej inflacji powinna obniżyć stopy procentowe? Odp: Tego nie chcę komentować, choć mogę powiedzieć, że tego rodzaju zachowań premiera nie ma w innych krajach UE.

Niedawno przedstawiliśmy opracowanie ekspertów NBP, które pokazuje, że w wielu krajach był okres podobny do polskiego, inflacja była bardzo niska. Niektóre z tych banków pod presją tej sytuacji, a także pewnymi presjami zewnętrznymi, obniżyły stopy, po czym się nagle okazało, że za parę miesięcy ona zaczęła rosnąć i trzeba te stopy było podwyższać. Ja nie twierdzę, że tak musi być. Twierdzę, że odpowiedzialność i to że się ma konstytucyjną możliwość wykonywania tej ważnej funkcji powinna skłaniać do rozważliwej.

Jan Czekaj, członek RPP

PAP, 31 stycznia

W projekcji, która sięga końca 2008 r., inflacja zbliża się do środka celu, ale go nie przekracza. Dane świadczące o ożywieniu gospodarczym dotyczą tylko kilku ostatnich miesięcy. W skali całego ub. r. dane mogą być traktowane co najwyżej jako przeciętne. Luka popytowa pozostanie ujemna do 2008 roku, a inflacja bardzo stopniowo będzie zmierzała do celu

Marian Noga, członek RPP

Bloomberg, 25 stycznia

Inflacja utrzymuje się poniżej celu ustalonego przez RPP, co jest przeciw naszej polityce i nie może być tolerowane. Jedyna sprawa, która może nas powstrzymać, to obawy o sytuację fiskalną. Ekonomiczna sytuacja nie pozostawia wątpliwości, że obniżka jest konieczna, ale ostateczny kształt budżetu nie jest w naszych rękach. Spodziewam się, że inflacja powróci do środka celu w II kwartale 2007 roku. Nowa projekcja osądzi, czy może stać się to szybciej.

Halina Wasilewska-Trenker, członkini RPP

PAP, 6 lutego

Pytanie brzmi, co jest korzystniejsze, czy utrzymanie stóp na obecnym, niskim poziomie, czy dalsza obniżka, która będzie mało odczuwalna dla inwestorów i kredytobiorców, a grozi ruchem inflacji do góry. Zobaczymy, co będzie dalej, czy pojawi się miejsce na jakiś ruch. W maju mamy następną projekcję. Byłoby to [podwyżki stóp] niezbędne, gdyby wszystkie czynniki ryzyka, o którym mówiliśmy [ceny ropy, kurs walutowy, ceny żywności, rynek pracy, budżet] wystąpiły w jednym czasie i wpływały na zwiększenie presji inflacyjnej. O tym, jak szybko inflacja będzie wracała do celu zdecydują zmiany wydajności pracy.

Andrzej Wojtyna, członek RPP

PAP, 19 stycznia

Z czysto makroekonomicznego punktu widzenia byłbym skłonny się zgodzić, że pewne możliwości w łagodzeniu polityki monetarnej występują, a na pewno są warte dyskusji i znalezienia najlepszej decyzji. Jednak mamy taką sytuację, że akurat w okresie ciągle korzystnego dla ewentualnej obniżki układu relacji makroekonomicznych, pojawia się wyraźny wzrost ryzyka politycznego. Takie wydarzenia jak perspektywa przedterminowych wyborów są czynnikiem, który musimy brać pod uwagę.

Podczas konferencji prasowej prezes NBP zwracał przede wszystkim uwagę na potencjalne czynniki ryzyka dla inflacji (jak zwykle zresztą), podkreślając istotność ożywienia gospodarczego i wzrostu zatrudnienia, nie wspominając jednocześnie o możliwości wystąpienia czynników pozytywnych dla inflacji, które były również częścią oficjalnego komunikatu Rady. Tak więc prawdopodobnie jego wypowiedzi nie były reprezentatywne dla poglądu większości Rady, która zdecydowała obniżyć stopy. Byłby to zresztą nie pierwszy raz kiedy tzw. frakcja jastrzębia w Radzie została przegłosowana gdyż podobnie było w przypadku obniżek stóp w lipcu i sierpniu 2005. Dodatkowo, prezes Balcerowicz, Dariusz Filar, Marian Noga i Halina Wasilewska-Trenker byli trzykrotnie (lipiec, sierpień, listopad 2005) w mniejszości chcąc zmienić nastawienie łagodne na neutralne. Rzeczywistość (i nowa projekcja inflacji) pokazała, że rację miała większość. Szkoda tylko, że czworgo wymienionych członków udało się przekonać Stanisława Owsiaka i Mirosława Pietrewicza do głosowania za rezygnacją z nastawienia w polityce pieniężnej, bo póki co Rada ma najwyraźniej problem czym taki sposób komunikacji zastąpić.

Prezes NBP powiedział w czasie konferencji prasowej, że inflacja powróci do celu w tempie podobnym jak przewidywany w poprzednim raporcie (połowa 2007 r.), ale nowy raport wskazuje, że nastąpi to dopiero na początku 2008 r. Według Rady polityka pieniężna będzie prowadzona tak, aby osiągnąć cel w horyzoncie 5-7 kwartałów. Czyżby fakt, że początek 2008 to ósmy z kolei kwartał miał coś sugerować odnośnie stóp procentowych? Być może niekoniecznie skoro inflacja jest obniżona w jakiejś mierze z powodu czynników przejściowych.

Wypowiedzi Jana Czekaja potwierdzają, że projekcja inflacji była ważnym argumentem przemawiającym za obniżką i nic dziwnego skoro inflacja ma wrócić do celu dopiero za dwa lata, to pozostawia to pole manewru dla Rady. Z drugiej strony jednak, wydaje nam się, że dla Rady ważniejsze powinny być dane o ożywieniu gospodarczym z ostatnich miesięcy a nie za cały rok (zaniżone kiepskim początkiem 2005 r.), gdyż dobra sytuacja gospodarcza utrzymać się powinna w najbliższych kwartałach, choć niekoniecznie będzie to stanowiło zagrożenie dla celu inflacyjnego.

Wypowiedzi profesora Nogi sprzed posiedzenia Rady dość mocno wskazywały na możliwość obniżki stóp procentowych. Znamienne jest to, że taka argumentacja i słowa o konieczności obniżki i braku tolerancji dla zbyt niskiej inflacji pojawiły się w wypowiedziach członka RPP, który dotychczas głosował zwykle razem z obozem „jastrzębim”. Może to oznaczać zmianę bilansu głosów w Radzie i stwarza pewne szanse na to, że obniżka stóp w styczniu może nie być ostatnią w tym roku, jednak będzie to w dużym stopniu uzależnione od nadchodzących danych ekonomicznych, w szczególności dotyczących inflacji oraz rynku pracy.

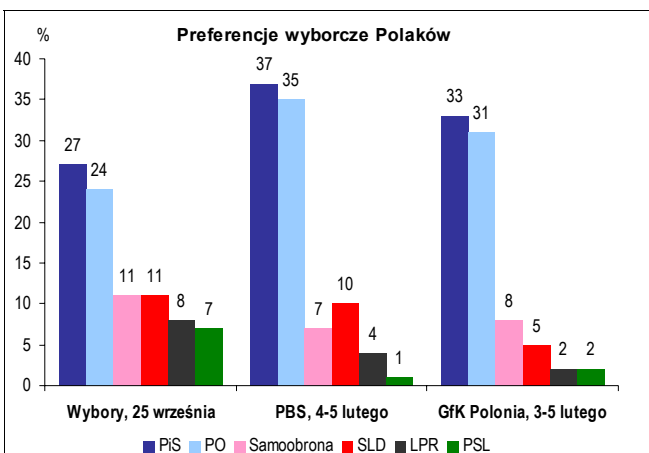
Jeśli Halina Wasilewska zakłada, że kolejne cięcie stóp nie wpłynęłoby na decyzje inwestycyjne i konsumpcyjne, to sposobem w jaki obniżka stóp mogłaby zwiększyć inflację jest osłabienie złotego ze względu na zmniejszenie różnicy w poziomie stóp procentowych pomiędzy Polską a USA i strefą euro. Niemniej, w nowej projekcji inflacji, która była argumentem za wznowieniem cyklu obniżek stóp, kurs walutowy został założony na słabszy poziom niż obecny. Dlatego pewna deprecjacja złotego nie powinna zasadniczo zmienić wniosków z projekcji. Chociaż ostrożność jest do pewnego stopnia uzasadniona, to naszym zdaniem większość członków RPP myśli o perspektywach inflacji znacznie bardziej w kategoriach najbardziej prawdopodobnego, a nie najbardziej pesymistycznego scenariusza.

Co prawda ryzyko przedterminowych wyborów oddaliło się (przynajmniej na jakiś czas), ale ryzyko polityczne wciąż sprawia pewien problem dla Rady ze względu na niepewny kształt polityki gospodarczej nowej większości parlamentarnej i pewne ryzyko przyjęcia popularnych choć kosztownych ustaw, nie wspominając o możliwej zmianie ustawy o NBP. Jednak, naszym zdaniem, nawet jeśli w wyniku wydarzeń politycznych złoty osłabiłby się (do powiedzmy 4 za euro), to nie stanowiłoby to poważnego zagrożenia dla celu inflacyjnego, który jest obecnie dość odległy, gdyż inne czynniki ekonomiczne (o których mówi profesor Wojtyna) sprawiają, że perspektywa inflacyjna jest korzystna, czego wynikiem była styczniowa obniżka.

Pod lupą: Rząd i polityka

Wybrane elementy tzw. paktu stabilizacyjnego

Propozycje	Uwagi
Zmiana ustawy o NBP	Zobowiązanie NBP do dbania o wzrost gospodarczy
Zmiana systemu podatkowego	Brak szczegółów
Zmiana ustawy o emeryturach i rentach z FUS	Coroczna waloryzacja emerytur i rent, uwzględniająca oprócz wskaźnika wzrostu cen i usług także wzrost płac.
Zwrot akcyzy na paliwo rolnikom	Według mniej kosztownej propozycji rządowej zgodnej z prawem UE
Zmiana ustawy o swobodzie działalności gosp.	Brak szczegółów
Ustawa o nadzorze finansowym	Koncentracja nadzoru w jednym urzędzie



Wybrane założenia Programu Konwergencji

Saldo general government* (% PKB)

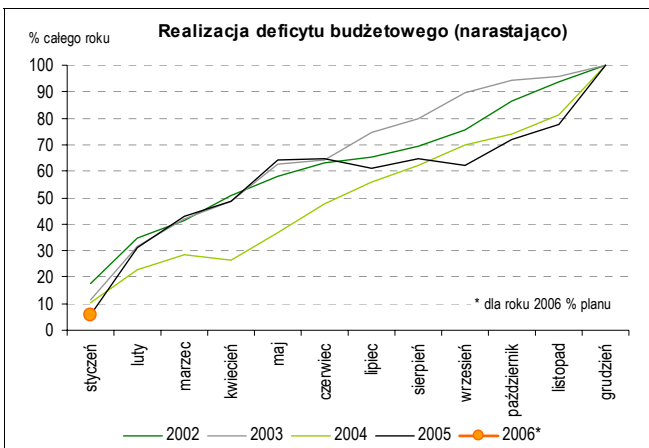
	2005	2006	2007	2008
Nowa wersja	-2,9	-2,6	-2,2	-1,9
Wersja listopad 2004	-3,9	-3,2	-2,2	-

* OFE klasyfikowane w sektorze publicznym czyli wbrew stanowisku UE

Założenia makroekonomiczne

	2005	2006	2007	2008
Wzrost PKB (%)	3,3 (5,0)	4,3 (4,8)	4,6 (5,6)	5,0
Średnioroczna inflacja (%)	2,2 (3,0)	1,5 (2,7)	2,2 (2,5)	2,5
Stopa referencyjna NBP (%)	5,3	4,5	4,5	4,5

Uwaga: W nawiasach podano wielkości z poprzedniej wersji programu



Źródło: Ministerstwo Finansów, PAP, Reuters, ośrodki badania opinii publicznej

Porozumienie PiS z Samoobroną i LPR

- Partie populistyczne przystąpiły do paktu stabilizacyjnego zaproponowanego przez PiS. Pakt podpisano 2 lutego i ma obowiązywać przez 12 miesięcy.
- W ramach zawartego porozumienia ma zostać przyjętych ponad 140 ustaw, ale tylko niektóre z nich dotyczą w sposób istotny polityki gospodarczej. Ustawy, które mogłyby być bardzo kosztowne dla finansów publicznych zostały wyłączone z głównej części paktu i zostaną uwzględnione tylko wówczas, gdy pozwalać będzie na to kondycja budżetu państwa.
- Chociaż kosztowne ustawy „wiszą” nad perspektywami redukcji deficytu, to największe ryzyko dla rynku wiąże się na razie z planowaną w ramach paktu zmianą ustawy o NBP.
- Pakt zakłada również potencjalnie pozytywne zmiany, ale brak jest szczegółów nt. proponowanych rozwiązań.

Czy sondaże będą stabilizować „pakt stabilizacyjny”?

- Według najnowszych sondaży opinii publicznej PiS nadal cieszy się największym poparciem społecznym, ale popularność PO jest tylko o 2 pkt proc. mniejsza.
- Po przeliczeniu deklarowanej liczby głosów na miejsca w Sejmie, łączna liczba mandatów obu partii przekroczyłaby konstytucyjną większość dwóch trzecich.
- Co ciekawe, gdyby wybory parlamentarne odbywały się 4-5 lutego, czyli po podpisaniu tzw. paktu stabilizacyjnego, w Sejmie znalazłyby się tylko cztery partie. Obok wspomnianych liderów byłyby to SLD i Samoobrona. Rozkład miejsc w parlamencie pokazuje, że gdyby PO i PiS nie były w stanie osiągnąć porozumienia, to według sondaży PBS alternatywna koalicja mogłaby zostać zawiązana przez PO z SLD, natomiast według sondaży GfK Polonia przez PiS z Samoobroną.

Program konwergencji wreszcie jest... ale rozczarowuje

- Zgodnie z wcześniejszymi nieoficjalnymi informacjami, opublikowany po wielu tygodniach zwłoki zaktualizowany Program Konwergencji nie zawierał niczego, co mogłoby zostać ciepło przyjęte przez Komisję Europejską, agencje ratingowe, czy rynek finansowy.
- Rząd stwierdził, że Polska nie obniży nadmiernego deficytu fiskalnego do roku 2007 jeśli instytucje unijne nie zmienią swojego stanowiska w sprawie klasyfikacji OFE.
- Dodatkowo, deficyt na poziomie 2,2% PKB w 2007 roku został utrzymany pomimo obniżenia prognozy wzrostu gospodarczego (z 5,6% do 4,6%), co może wzbudzić podejrzenia co do spójności i wiarygodności programu.
- Co ciekawe, MinFin założył utrzymanie oficjalnych stóp procentowych na stabilnym poziomie 4,5% do roku 2008.

Dobre wyniki w 2005 pomogą budżetowi na 2006

- Według ostatecznych danych MinFin deficyt budżetowy w 2005 r. wyniósł 28,6 mld zł, czyli 81,6% planu. Dochody budżetowe były wyższe od planu o ponad 5 mld zł (prawie 3%), mimo że wskaźniki makroekonomiczne były gorsze od planu: wzrost PKB 3,5% zamiast 5%, a inflacja 2,1% zamiast 3%.
- Co ciekawe, dochody z podatków pośrednich były mniejsze od planowanych. To efekt samego grudnia, gdy dochody z podatków pośrednich były o ponad 2 mld zł mniejsze niż przeciętnie w poprzednich miesiącach 2005 r.
- Wydaje się, że przeniesiono część wpływów z końcówki 2005 r. na początek 2006 r. (ten sam trik został zastosowany rok temu). Ogranicza to przejrzystość polityki fiskalnej, ale też ułatwi realizację tegorocznego budżetu, w którym założenia dotyczące dochodów są bardzo napięte (mocno ambitne).

Pod lupą: Rząd i polityka

Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

Kazimierz Marcinkiewicz, premier RP

PAP, 26 stycznia

[Pyt: Czy oczekuje Pan obniżki stóp?] Nie wyobrażam sobie, żeby było inaczej przy zejściu inflacji poniżej 1%. Ja bym się odważył nawet o 50 punktów bazowych. Są analitycy, którzy mówią, że stopy powinny wynosić 3,5%.

Zyta Gilowska, wicepremier, minister finansów

PAP, 31 stycznia

Bez strefy euro jesteśmy bezbronni wobec wahań kursów i wobec intensywnych działań kapitałów spekulacyjnych. Musimy zrobić wszystko, aby przygotować Polskę do przystąpienia do strefy euro. (...) Uważam, że rozmawianie o dacie (przystąpienia) jest zaklinanie euro. Przypuszczenie jednak, że w 2009 będziemy gotowi jest wątpliwe. W 2007 niemożliwe jest przystąpienie do ERM2 bo mamy zbyt mało ustabilizowane parametry systemu finansowego.

Cezary Mech, wiceminister finansów

PAP, 27 stycznia

Proponowaliśmy Komisji, aby kraje, które mają dług poniżej 60 proc. PKB nawet z wyłączeniem OFE poza sektor miały możliwość traktowania tych wydatków w całości jako element sektora finansów publicznych. Należy mieć nadzieję, że w toku dyskusji o reformie emerytalnej traktowanie funduszy emerytalnych będzie elementem szerszej analizy. Przyjęcie euro może przynieść korzyści, takie jak eliminacja ryzyka kursowego i redukcja kosztów transakcyjnych, niemniej ten proces wiąże się z ryzykiem braku możliwości prowadzenia niezależnej polityki kursowej i pieniężnej, a także możliwości korzystania z instrumentów tych polityk.

Artur Zawisza, poseł PiS i szef komisji gospodarki

Gazeta Wyborcza, 23 stycznia

PiS jest za koncepcyjnym zniesieniem RPP, ale to ma tylko pośredni związek z zagadnieniami gospodarczymi. Postulat likwidacji RPP w istocie jest częścią programu "Tanie Państwo", który polega na likwidacji tych instytucji politycznych, których zadania mogą wykonywać inne. Naszym zdaniem wystarczy pełna odpowiedzialność zarządu NBP do podejmowania decyzji o stopach.

[GW: Czy z likwidacją Rady będziecie czekać do czasu dyskusji o zmianie konstytucji, czy też będzie możliwy zabieg jak w przypadku KRRiT, w którym zmniejszono liczbę jej członków?] Taki krok pośredni w tym przypadku chyba nie byłby wskazany. Chociaż mówię to z naciskiem na chyba. Jest to w istocie pytanie o taktykę działania. O ile w przypadku Krajowej Rady było uzasadnienie dla szybkich działań, o tyle tutaj z takiej redukcji niewiele by wynikało, bo nie zmieniałaby się zasada. Nawet jeśli członków nie byłoby dziesięciu, ale trzech czy pięciu, to i tak element niespójności czy nieczytelności pozostałby. Skórka niewarta wyprawki.

[GW: Czy projekt Samoobrony szybko trafi pod obrady Sejmu?] Nie ma powodu, by go wstrzymywać. To projekt jak każdy inny. Zmiany w ustawie o NBP są potrzebne, choć nie chcemy naruszać niezależności banku centralnego i będziemy głosować przeciw idącemu w tym kierunku zapisom.

Towarzyszą nam intencje polegające na rozszerzeniu zakresu odpowiedzialności NBP.

Przemysław Gosiewski, przewodniczący klubu PiS

PAP, Reuters, 2 lutego

Sprawa liczby członków RPP jest ciągle otwarta. Nam na razie chodziło o to, by na wzór amerykański bank centralny odpowiadał również za politykę gospodarczą

Kazimierz Zduńowski, ekspert Samoobrony i autor projektu ustawy o NBP,

Gazeta Wyborcza, 7 lutego

Nasz projekt nie jest sprzeczny z konstytucją i prawem unijnym. (...) I co z tego, że tak powiedzą? Wojsko przyślą? Pani może powiedzieć, że jestem brzydki. I co? Pozostaniemy przy swoich opiniach.

Komentarz

Na sugestie premiera o możliwości obniżki stóp prezes NBP zareagował mówiąc, że „tego rodzaju zachowań premiera nie ma w innych krajach UE”. O ile rzeczywiście premierzy być może dość rzadko się wypowiadają w ten sposób, to komentarze ministrów w rządach krajów europejskich są dość powszechne. To że praktyka taka nie sprzyja koordynacji działań makroekonomicznych nie oznacza, że nie jest spotykana. Inna sprawa, że obniżka o 50 pb jest wykluczona.

Wejście do strefy euro w 2009 roku jest nie tylko wątpliwe ale i niemalże niemożliwe. Tym bardziej, że oznaczałoby to konieczność wejścia do ERM2 w roku 2007, co wykluczyła minister finansów. Szkoda, że Polska jako jedyny nowy kraj w UE nie ustaliła konkretnej daty jako celu wejścia do strefy euro, na co zwrócił uwagę komisarz UE ds. gospodarczych i monetarnych Joaquín Almunia, który powiedział, że kosztem takiego postępowania jest „zwiększona niepewność w instytucjach europejskich i na rynkach finansowych”. Ciekawa jaka będzie reakcja UE na nowy program konwergencji.

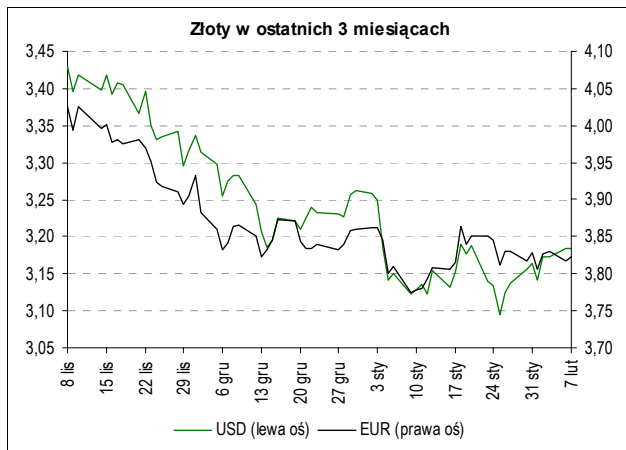
Choć szczegóły propozycji wiceministra finansów i jej dokładne uzasadnienie nie są znane, to jednak trudno oczekiwać, aby strona unijna zaakceptowała polską propozycję w przewidywalnej przyszłości. Tym bardziej, że opóźnienie wejścia do strefy euro widoczne jest również w innych krajach regionu, a stronie unijnej (podobnie jak polskiej) nie spieszy się raczej z przyjęciem tam nowych krajów. Swoją drogą, ciekawe czy wiceminister Mech miał okazję zapoznać się z raportem na temat bilansu korzyści i kosztów wejścia do strefy euro przygotowanym przez bank centralny, który jednoznacznie wskazywał na wyższość tych pierwszych. Miejmy nadzieję, że niezależna polityka pieniężna oznacza dla wiceministra politykę niezależną nie tylko od Europejskiego Banku Centralnego, ale i od rządu.

Temat niezależności banku centralnego pojawia się coraz częściej w kontekście możliwej zmiany ustawy o NBP. Propozycja zmiany ustawy o NBP pojawiła się bowiem jako jeden (dla wielu posłów zapewne jeden z ważniejszych) z elementów paktu stabilizacyjnego podpisanego przez PiS, Samoobronę i LPR na najbliższe 12 miesięcy. Według tego porozumienia ustawa „ma zobowiązać NBP do dbania o wzrost gospodarczy państwa”. Tylko tyle i aż tyle. Aż tyle dlatego, że sam ten zapis budzi znaczące wątpliwości prawników gdyż traktat akcesyjny nakazuje, by podstawowym celem banków centralnych UE była stabilność cen. A tylko tyle, gdyż w parlamencie znajduje się projekt o zmianie ustawy o NBP autorstwa Samoobrony, który proponuje wiele innych kontrowersyjnych rozwiązań. W szczególności, dopuszcza on możliwość odwołania prezesa NBP gdyby Sejm nie przyjął sprawozdania z polityki pieniężnej. Według Europejskiego Banku Centralnego propozycja Samoobrony zmiany ustawy o NBP jest sprzeczna z prawem unijnym i nie wiadomo czy w ogóle, a jeśli tak to w jakim kształcie projekt ten będzie procedowany w Sejmie. Jak sugeruje wypowiedź Kazimierza Zduńowskiego, Samoobrona nie wydaje się przejmować opiniami prawników. Pozostaje jednak kwestia czy partia rządząca, rząd oraz poszczególni ministrowie (np. minister finansów) będą chcieli firmować taki projekt własnymi nazwiskami.

Niemniej jednak, realizacja paktu stabilizacyjnego będzie zapewne postępowała, a więc nie unikniemy w najbliższych miesiącach chwytliwego medialnie tematu odpowiedzialności banku centralnego za wzrost gospodarczy na równi z inflacją. Z wypowiedzi przedstawicieli PiS nie wylania się jak na razie jedna spójna wersja kształtu tej ustawy. Z jednej strony słyszymy postulat likwidacji RPP, co jest praktycznie niemożliwe bez zmiany konstytucji, a do tego nie ma większości w parlamencie. Z drugiej strony, wciąż powraca kwestia zmniejszenia liczby członków Rady, co w praktyce mogłoby oznaczać (jak to było w przypadku KRRiT) całkowitą wymianę Rady (co oznaczałoby zapewne zmianę prowadzonej przez nią polityki).

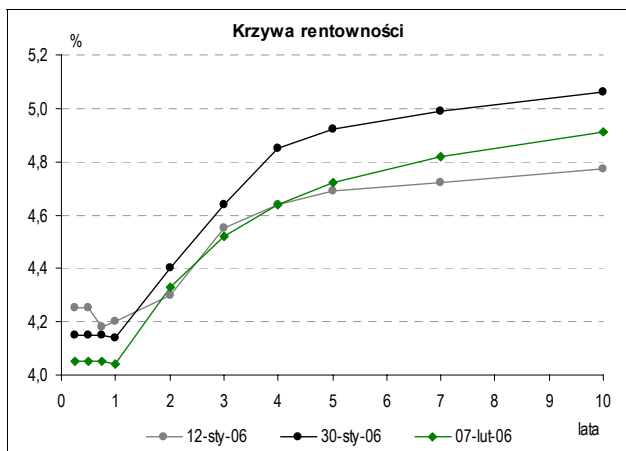
Według nas atak na niezależność banku centralnego jest jednym z istotnych czynników ryzyka dla rynku finansowego. O ile samo wpisanie wzrostu gospodarczego jako celu NBP mogłoby jeszcze nie doprowadzić do bardzo nerwowej reakcji (RPP zawsze może powiedzieć że przyczynia się do wyższego wzrostu niższa inflacja), to ostrzejszy atak i propozycja zmian personalnych podważyłyby zaufanie inwestorów do prowadzonej w naszym kraju polityki makroekonomicznej.

Monitor rynku



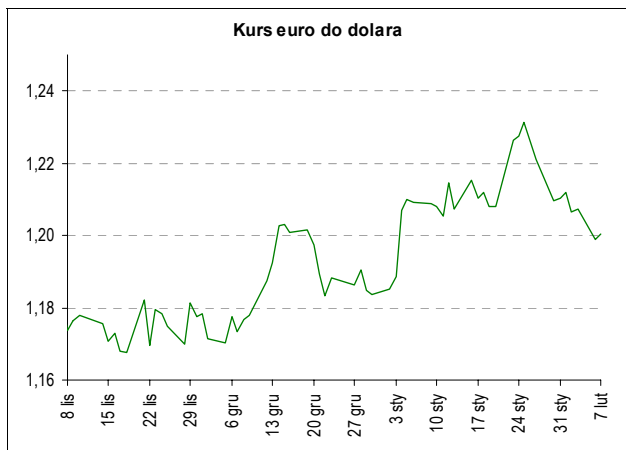
Złoty wciąż silny, choć powyżej 3,80 do euro

- Gdy wysyłaliśmy styczniowy raport złoty był na najmocniejszym poziomie od czerwca 2002 (poniżej 3,80 wobec euro) po tym jak Zyta Gilowska została nominowana na ministra finansów i wicepremiera, a na giełdzie notowano kolejne rekordy. Uważaliśmy wówczas, że to umocnienie będzie raczej tymczasowe i w istocie złoty powrócił do powyżej 3,80 za euro.
- Trzeba jednak przyznać, że biorąc pod uwagę wciąż istniejące ryzyko polityczne (tym razem nie wcześniejszych wyborów, ale odnośnie kształtu polityki gospodarczej nowej koalicji parlamentarnej) korekta była stosunkowo niewielka, a poziomy powyżej 3,85 były wykorzystywane do zakupu polskiej waluty.
- Na korzyść złotego wciąż działa duży napływ kapitału do rynków wschodzących, który jeśli się utrzyma to nie pozwoli w najbliższym czasie na wyraźniejszą korektę.



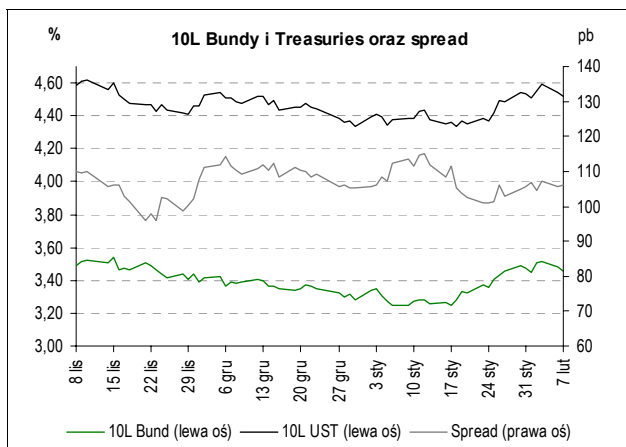
Obligacje również mocne, czynniki ryzyka istotne

- Rynek obligacji pozostaje na mocnych poziomach, choć nieco wyższych niż w połowie stycznia. O ile osłabienia na rynkach bazowych podwyższyły polskie rentowności, to obniżka stóp i towarzyszący jej „gołębi” wydzwięk projekcji działały w przeciwnym kierunku. Jeśli styczniowa inflacja okaże się niska a dane z rynku pracy nie wskażą na znaczny wzrost płac i zatrudnienia rynek wyceni kolejną obniżkę już w lutym.
- Czynniki ryzyka dla rynku w najbliższych miesiącach są: polityka gospodarcza nowej koalicji parlamentarnej (w szczególności plany zmiany ustawy o NBP), negatywna opinia Komisji Europejskiej odnośnie polskiego Programu Konwergencji oraz możliwy odpływ kapitału z rynków wschodzących w obliczu perspektywy rosnących oficjalnych stóp procentowych oraz rentowności w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro.



EURUSD wokół 1,20, pójdzie raczej w górę

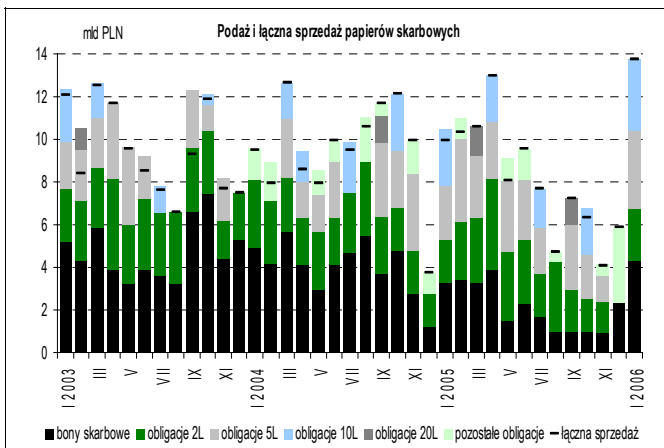
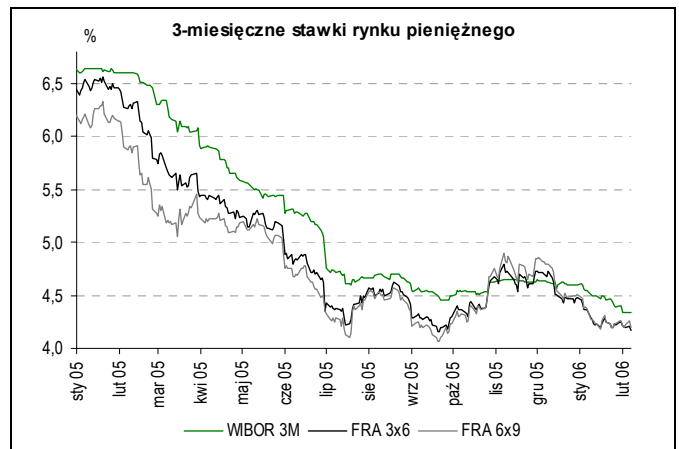
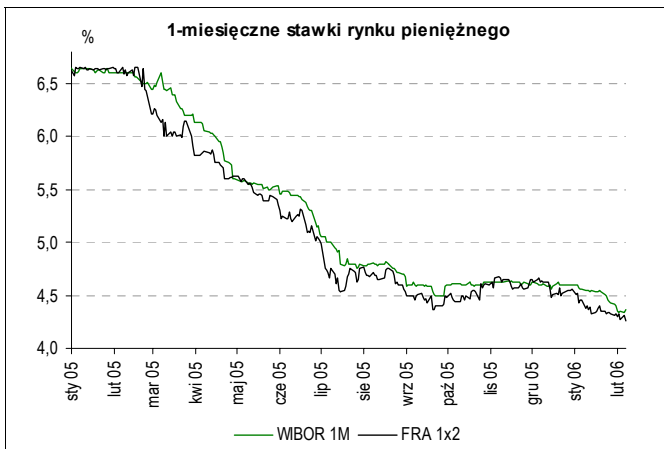
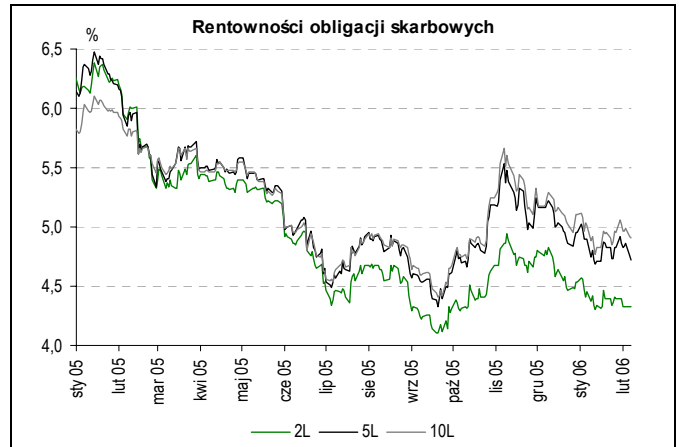
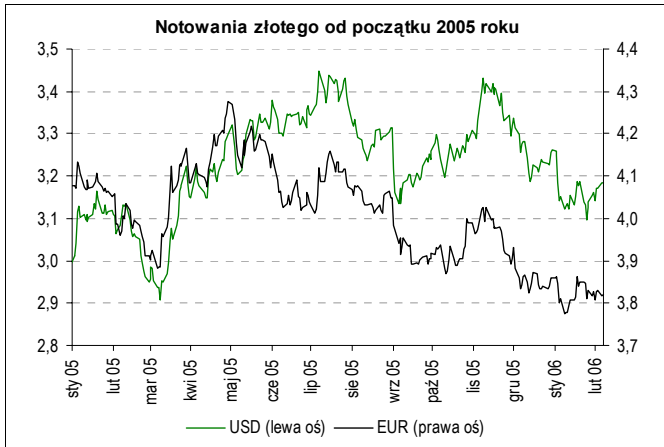
- Po powrocie kursu EURUSD do poziomów powyżej 1,20 (nawet powyżej 1,22) na początku tego roku, na początku lutego dolar ponownie umocnił się do poniżej 1,20, co spowodowane było zwiększeniem oczekiwań na dalsze podwyżki stóp procentowych. Polityka Fed będzie już w mniejszym stopniu wspierała dolara, a czynnikiem ryzyka jest sytuacja na amerykańskim rynku nieruchomości (możliwość załamania).
- Podwyżki stóp procentowych w podobnej skali oczekiwane są w strefie euro (pierwsza już w marcu), odzwierciedlając poprawę wskaźników ekonomicznych tamtejszej gospodarki, a na dolara ponownie negatywnie może wpływać problem bliźniaczych deficytów w gospodarce amerykańskiej.
- Podtrzymujemy naszą prognozę, że przez znaczną część roku kurs EURUSD będzie wahał się w przedziale 1,20-1,25.



Wzrost rentowności za granicą. Dalszy ciąg nastąpi

- Druga połowa stycznia oraz początek lutego to okres wzrostu rentowności Treasuries i Bundów, co wynikało z podtrzymywania oczekiwań na kontynuację podwyżek stóp, publikacji danych ekonomicznych potwierdzających poprawę sytuacji gospodarczej oraz informacji o podaży obligacji na aukcjach w USA.
- Podtrzymujemy prognozy dalszego wzrostu rentowności w najbliższych miesiącach, co może również negatywnie oddziaływać na polski rynek stopy procentowej (oraz złotego). Fed zakończy prawdopodobnie cykl podwyżek na poziomie 4,75-5,00%, a EBC na 2,75%, choć nie można wykluczyć, że osiągnięty zostanie poziom 3% w zależności od stopnia ożywienia gospodarczego i presji inflacyjnej w strefie euro. Jeśli chodzi o rentowności na rynkach bazowych, to w połowie roku mogą być one kilkadziesiąt punktów wyższe niż dzisiaj.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	3 tyg.	OFERTA / SPRZEDAŻ		Suma
		13-tyg.	52-tyg.	
05.12.2005	-	100 / 100	1 200 / 1 200	1 300 / 1 300
19.12.2005	-	100 / 100	900 / 900	1 000 / 1 000
razem grudzień	-	200 / 200	2 100 / 2 100	2 300 / 2 300
02.01.2006	2 000 / 2 000	100 / 100	1 100 / 1 100	3 200 / 3 200
16.01.2006	-	100 / 100	1 000 / 1 000	1 100 - 1 100
razem styczeń*	2 000 / 2 000	200 / 200	2 100 / 2 100	4 300 / 4 300
06.02.2006	-	-	1 000	1 000
20.02.2006	-	-	1 000 - 1 300	1 000 - 1 300
razem luty*	-	-	2 000 - 2 300	2 000 - 2 300

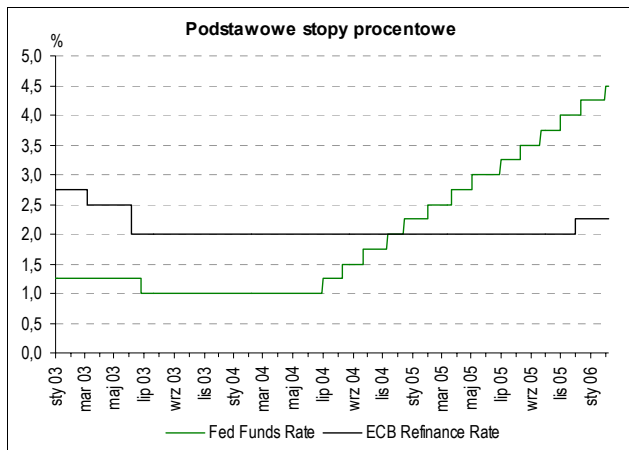
* na podstawie informacji Ministerstwa Finansów

Przetargi obligacji skarbowych w 2006 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg				III przetarg			
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż
styczeń	04.01	OK0408	2 500	2 500	11.01*	DS1015	3 360	3 360	18.01*	DS1110	3 600	3 600
luty	01.02*	2L	2 400	2 300	08.02	7L WIBOR 12L CPI	1 000 500	-	15.02	5L	1 800 - 2 800	-
marzec	01.03	2L	-	-	08.03	20L	-	-	15.03	5L	-	-
kwiecień	05.04	2L	-	-	12.04	10L	-	-	19.04	5L	-	-
maj	04.05	2L	-	-	10.05	7L WIBOR 12L CPI	-	-	17.05	5L	-	-
czerwiec	07.06	2L	-	-	14.06	20L	-	-	21.06	5L	-	-
lipiec	05.07	2L	-	-	12.07	10L	-	-	-	-	-	-
sierpień	02.08	2L	-	-	09.08	7L WIBOR 12L CPI	-	-	-	-	-	-
wrzesień	06.09	2L	-	-	13.09	20L	-	-	20.09	5L	-	-
październik	04.10	2L	-	-	11.10	10L	-	-	18.10	5L	-	-
listopad	02.11	2L	-	-	08.11	7L WIBOR 12L CPI	-	-	15.11	5L	-	-
grudzień	06.12	2L	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

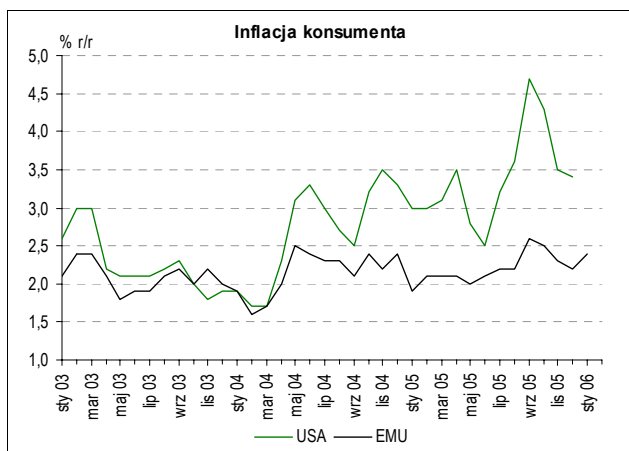
* razem z przetargiem uzupełniającym

Przegląd międzynarodowy

**Fed podwyższa stopy, ale koniec cyklu coraz bliżej**

▪ Na posiedzeniu w ostatnim dniu stycznia Fed po raz kolejny (14 z rzędu) podniósł główną stopę procentową z 4,25% do 4,5%. W komunikacie po posiedzeniu Fed nastąpiły pewne zmiany w używanych sformułowaniach, sugerujące, że polityka zacieśniania polityki pieniężnej w USA będzie kontynuowana, ale dobiega końca. Po styczniowym posiedzeniu Fed doszło do zaprzysiężenia nowego szefa amerykańskiego banku centralnego. Na następnym posiedzeniu Fed obradom będzie przewodniczył Ben S. Bernanke.

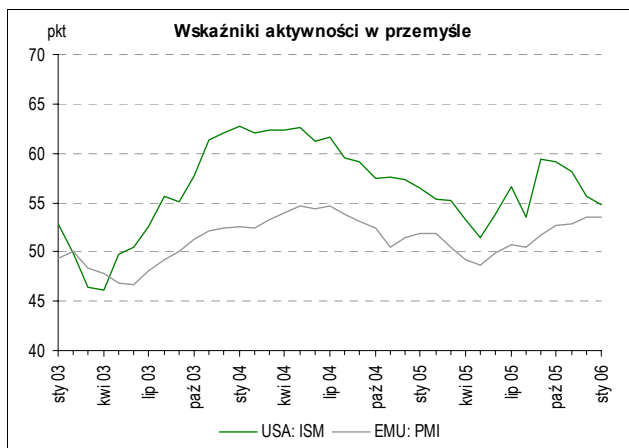
▪ EBC pozostawił główną stopę procentową bez zmian na poziomie 2,25%, ale poinformowano, że rozważana była podwyżka. Wypowiedzi prezesa EBC Jean Claude Trichet'a dały jednak rynkowi do zrozumienia, że już w marcu może dojść do podwyżki stóp.

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

▪ Wskaźnik cen konsumenta CPI w Stanach Zjednoczonych spadł w grudniu o 0,1% m/m. Oczekiwanie rynkowe były dużo mniej optymistyczne, ponieważ analitycy z Wall Street prognozowali przeciętnie, że ceny konsumpcyjne zwiększyły się o 0,2% m/m. W efekcie, inflacja w ujęciu rocznym spowolniła w grudniu do 3,4% z 3,5% w listopadzie.

▪ Inflacja bazowa w USA wyniosła w grudniu 0,2% m/m, czyli tyle samo co miesiąc wcześniej. W ujęciu rocznym inflacja bazowa w USA nieznacznie wzrosła w grudniu do 2,2% wobec 2,1% zanotowanych w listopadzie.

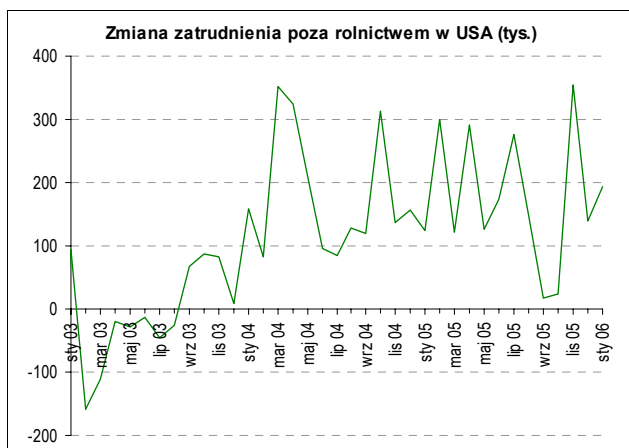
▪ Według Eurostatu inflacja w strefie euro zwiększył się w styczniu do 2,4% r/r z 2,2% r/r z grudnia. Wynik ten był dokładnie zgodny z oczekiwaniami rynku.

**Aktywność gospodarcza utrzymuje się na solidnym poziomie**

▪ Według przedwstępnych danych wzrost PKB w USA wyniósł w IV kw. 1,1%, znacznie mniej niż oczekiwane 2,8%. Wskaźniki aktywności gospodarczej pokazują jednak, że spowolnienie wzrostu PKB było przejściowe, m.in. w wyniku huraganów.

▪ Indeks ISM dla sektora wytwórczego w USA spadł w styczniu do 54,8 pkt z 55,6 pkt w grudniu, choć dane były wyższe od oczekiwań na poziomie 55,4 pkt. Indeks ISM dla sektora usług wyniósł 56,8 pkt wobec 61,0 pkt w grudniu, znacznie poniżej oczekiwań na poziomie 59,5 pkt.

▪ Indeks PMI dla sektora usług strefy euro zwiększył się w styczniu do 57 pkt z 56,8 pkt w grudniu i osiągnął najwyższy od 2 lat poziom. Indeks PMI dla sektora wytwórczego spadł do 53,5 pkt z 53,6 pkt w grudniu (16-miesięczny szczyt) i był poniżej prognoz rynkowych na poziomie 54,1 pkt.

**Dobre dane z rynku pracy w USA**

▪ Liczba zatrudnionych poza sektorem rolniczym wzrosła w styczniu o 193 000, co było sporo słabszym od oczekiwanego wynikiem, gdyż konsensus rynkowy wynosił 240 000.

▪ Dokonano jednak znacznych rewizji w górę danych za poprzednie miesiące: za grudzień do 140 tys. ze 108 tys., a za listopad do 354 tys. z 305 tys. W efekcie ogólna wymowa danych o zatrudnieniu była dość optymistyczna.

▪ Szczególnie, że stopa bezrobocia nieoczekiwanie spadła do 4,7% z 4,9%, osiągając najniższy poziom od lipca 2001 r. Oczekiwało, że stopa bezrobocia pozostanie bez zmian.

▪ W IV kw. wydajność pracy spadła o 0,6%, a jednostkowe koszty pracy wzrosły o 3,5% podczas gdy rynek prognozował dużo korzystniejsze wartości.

Źródło: Reuters, ECB, Federal Reserve

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
6 lutego <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i>	7	8 <i>POL: Aukcja obligacji 7L zmiennokuponowych oraz 12L indeksowanych inflacją</i>	9 USA: Zapasy hurtowe (XII)	10 USA: Handel zagraniczny (XII) USA: Deficyt budżetowy (I)
13 <i>POL: Bilans płatniczy (XII)</i>	14 <i>POL: Podaż pieniądza (I)</i> GER: Indeks ZEW (II) EMU: Wstępny PKB (IV kw.) USA: Sprzedaż detaliczna (I)	15 <i>POL: Aukcja obligacji 5-letnich</i> <i>POL: Wstępne dane o inflacji CPI (I)</i> <i>POL: Płace i zatrudnienie (I)</i> USA: Napływ kapitału netto (XII) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (I) USA: Produkcja przemysłowa (I)	16 USA: Pozwolenia na budowę (I) USA: Start nowych budów (I) USA: Ceny w handlu zagr. (I)	17 <i>POL: Ceny produkcji (I)</i> <i>POL: Produkcja przemysłowa i budowlana (I)</i> EMU: Produkcja przemysłowa (XII) USA: Ceny producenta (I) USA: Wstępny Michigan (II)
20 <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i>	21 <i>POL: Spotkanie RPP</i> EMU: Bilans handlowy (XII) USA: Protokół z posiedzenia Fed (I)	22 <i>POL: Spotkanie RPP - decyzja</i> EMU: Saldo obrotów bieżących (XII) USA: Ceny konsumenta (I)	23 <i>POL: Wskaźniki koniunktury (I)</i> <i>POL: Przetarg zamiany</i> GER: Indeks IFO (II)	24 USA: Zamówienia na dobra trwałe (I)
27 EMU: Podaż pieniądza M3 (I) USA: Sprzedaż nowych domów (I)	28 EMU: Nastroje konsumentów (II) EMU: Finałny HICP (II) USA: Bazowe wydatki konsumenta (PCE) (IV kw.) USA: Wstępny PKB (IV kw.) USA: Chicago PMI (II) USA: Zaufanie konsumentów (II) USA: Sprzedaż domów (I)	1 marca <i>POL: Aukcja obligacji 2-letnich</i> <i>POL: PKB (IV kw.)</i> EMU: Stopa bezrobocia (I) EMU: PMI sektor wytwórczy (II) USA: Bazowe wydatki konsumenta (PCE) (I) USA: Dochody osobiste (I) USA: ISM sektor wytwórczy (II)	2 EMU: Zrewidowany PKB (IV kw.) EMU: Ceny producenta (I) EMU: Spotkanie ECB – decyzja (III)	3 EMU: PMI sektor usług (II) EMU: Sprzedaż detaliczna (I) USA: Finałny indeks Michigan (II) USA: ISM sektor usług (II)
6 USA: Zamówienia w przemyśle (I)	7 USA: Jednostkowe koszty pracy (IV kw.) USA: Produktowność pracy (IV kw.)	8 <i>POL: Aukcja obligacji 20-letnich</i>	9 USA: Bilans handlowy (I)	10 USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (II) USA: Bezrobocie (II) USA: Zapasy hurtowe (I) USA: Deficyt budżetowy (II)
13	14 <i>POL: Podaż pieniądza (II)</i> <i>POL: Bilans płatniczy (I)</i> GER: Indeks ZEW (III) USA: Sprzedaż detaliczna (II)	15 <i>POL: Aukcja obligacji 5-letnich</i> <i>POL: Płace i zatrudnienie (II)</i> <i>POL: Ceny konsumenta (I & II)</i> USA: Przepływy kapitałowe netto (I) USA: Ceny w handlu zagranicznym (II)	16 EMU: Finałny HCPI (II) USA: Ceny konsumenta (II) USA: Pozwolenia na budowę (II) USA: Liczba nowych budów (II)	17 <i>POL: Ceny produkcji (II)</i> <i>POL: Produkcja przemysłowa i budowlana (II)</i> EMU: Produkcja przemysłu (I) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (II) USA: Produkcja przemysłu (II)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2006 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie RPP	30-31	21-22	28-29	25-26	30-31	27-28	25-26	29-30	26-27	24-25	28-29	19-20
PKB*	-	-	1	-	30	-	-	29	-	-	29	-
Inflacja	16	15 ^a	15 ^b	14	15	14	14	14	14	16	15	14
Inflacja bazowa	24		23 ^b	24	23	23	24	23	22	24	23	22
Ceny producenta	19	17	17	20	19	20	19	18	19	18	20	19
Produkcja przemysłowa	19	17	17	20	19	20	19	18	19	18	20	19
Sprzedaż detaliczna	24	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	16	15	15	18	17	16	17	16	15	16	16	15
Bezrobocie	24	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	13 ^c	13	14	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Podaż pieniądza	13	14	14	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bilans NBP	6	7	7	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Wskaźniki koniunktury	23	23	23	24	23	23	24	23	25	23	23	22

* dane kwartalne; ^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty, ^c za listopad 2005 itd., ^d za styczeń, ^e za luty

Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		sty 05	lut 05	mar 05	kwi 05	maj 05	cze 05	lip 05	sie 05	wrz 05	paź 05	lis 05	gru 05	sty 06	lut 06
Produkcja przemysłowa	% r/r	4,6	2,3	-3,7	-1,1	0,9	6,9	2,6	4,8	5,9	7,6	8,5	9,2	10,3	7,8
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	7,5	2,4	-0,3	-14,4	8,0	10,5	5,0	7,9	5,4	7,5	7,3	6,3	7,6	8,0
Stopa bezrobocia	%	19,5	19,4	19,3	18,8	18,3	18,0	17,9	17,8	17,6	17,3	17,3	17,6	18,1	18,0
Place brutto ^{b c}	% r/r	2,6	1,4	2,2	1,8	3,0	4,5	3,2	2,8	1,8	6,4	6,9	1,5	3,4	3,8
Zatrudnienie ^b	% r/r	1,5	1,6	1,6	1,7	1,6	1,7	1,8	2,0	2,2	2,1	2,5	2,6	1,8	1,8
Eksport (w euro) ^d	% r/r	35,0	27,3	11,0	12,6	11,3	12,9	15,0	13,5	14,0	17,2	15,3	16,2	12,1	10,5
Import (w euro) ^d	% r/r	22,7	27,9	6,8	-5,2	13,5	10,8	8,1	13,5	10,0	14,9	16,8	17,6	14,9	12,2
Bilans handlowy ^d	mln EUR	100	-60	-359	-19	-495	-172	-143	-341	-127	-35	-368	-600	-40	-168
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-408	-317	-275	114	-685	53	-308	-376	-245	-392	-539	-700	-290	-398
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-4,0	-3,8	-3,4	-2,7	-2,5	-2,1	-1,8	-1,8	-1,5	-1,5	-1,6	-1,7	-1,6	-1,7
Deficyt budżetowy (narastająco)	mlrd PLN	-1,6	-8,8	-12,3	-13,9	-18,3	-18,5	-17,5	-18,5	-17,8	-20,6	-22,2	-28,6	-1,7	-8,6
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu ^e	5,5	30,9	43,2	48,6	64,0	64,8	61,1	64,7	62,3	72,1	77,7	100,0	5,5	28,0
Inflacja (CPI)	% r/r	3,7	3,6	3,4	3,0	2,5	1,4	1,3	1,6	1,8	1,6	1,0	0,7	0,9	1,1
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	4,5	3,2	2,2	0,9	-0,5	0,0	0,0	-0,2	-0,5	-0,9	-0,4	0,5	0,5	1,0
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	9,3	9,4	11,0	10,0	13,2	10,8	10,4	11,1	12,7	8,7	12,6	10,3	10,4	10,3
Depozyty	% r/r	8,4	8,7	10,4	8,7	11,9	9,2	9,4	10,1	11,6	6,3	11,1	9,3	9,4	9,3
Kredyty	% r/r	3,5	2,4	4,6	5,3	9,4	7,4	8,8	9,0	9,6	4,4	10,2	11,8	12,6	13,3
USD/PLN	PLN	3,11	3,06	3,04	3,21	3,29	3,34	3,40	3,29	3,20	3,26	3,37	3,25	3,16	3,17
EUR/PLN	PLN	4,08	3,99	4,02	4,16	4,18	4,06	4,10	4,05	3,92	3,92	3,97	3,85	3,82	3,83
Stopa interwencyjna ^a	%	6,50	6,50	6,00	5,50	5,50	5,00	4,75	4,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,00
Stopa lombardowa ^a	%	8,00	8,00	7,50	7,00	7,00	6,50	6,25	6,25	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	5,50
WIBOR 3M	%	6,63	6,54	6,15	5,78	5,48	5,22	4,66	4,67	4,57	4,50	4,64	4,62	4,49	4,25
Rentowność bonów 52-tyg.	%	6,28	5,95	5,51	5,36	5,19	5,09	4,30	4,33	4,15	4,19	4,35	4,38	4,22	4,10
Rentowność obligacji 2L	%	6,24	5,82	5,43	5,39	5,27	5,14	4,50	4,60	4,22	4,42	4,75	4,64	4,40	4,30
Rentowność obligacji 5L	%	6,31	5,80	5,56	5,50	5,38	5,25	4,70	4,84	4,51	4,85	5,23	5,04	4,82	4,85
Rentowność obligacji 10L	%	5,98	5,72	5,57	5,49	5,36	5,24	4,72	4,87	4,57	4,90	5,36	5,14	4,94	4,95

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

^a wartość na koniec okresu; ^b w sektorze przedsiębiorstw; ^c nominalnie; ^d dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji; ^e 2005 r. - % całego roku

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2003	2004	2005	2006	1Q05	2Q05	3Q05	4Q05	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06
PKB	mld PLN	842,1	922,2	967,7	1 022,6	226,2	235,7	237,2	268,5	238,2	248,5	250,3	285,7
PKB	% r/r	3,8	5,3	3,2	4,4	2,1	2,8	3,7	3,9	4,1	4,3	4,3	4,9
Popyt krajowy	% r/r	2,7	5,9	1,9	4,2	1,1	-0,5	1,6	5,1	3,9	4,2	4,1	4,6
Spożycie indywidualne	% r/r	1,9	4,0	2,3	3,6	1,7	1,6	2,7	3,3	3,5	4,0	3,5	3,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-0,1	6,3	6,2	8,2	1,2	3,8	5,7	9,8	9,0	8,0	8,0	8,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	8,4	12,3	4,0	5,9	0,7	2,3	4,5	8,3	9,8	3,8	4,9	5,1
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	3,6	7,1	1,5	7,5	-0,4	-3,2	4,1	5,4	4,6	7,0	8,6	9,7
Stopa bezrobocia ^a	%	20,0	19,1	17,6	16,6	19,3	18,0	17,6	17,6	17,9	16,8	16,3	16,6
Place realne brutto ^c	% r/r	2,0	0,8	1,2	2,7	-1,3	0,8	1,1	3,8	2,4	2,4	4,2	1,7
Zatrudnienie ^c	% r/r	-3,5	-0,8	1,9	2,3	1,5	1,7	2,0	2,4	1,9	2,2	2,6	2,6
Eksport (w euro) ^b	% r/r	9,1	22,3	16,1	8,7	23,1	12,2	14,1	16,2	10,9	9,8	8,4	6,1
Import (w euro) ^b	% r/r	3,3	19,5	12,3	9,7	17,8	5,7	10,4	16,3	12,2	9,0	9,8	8,1
Bilans handlowy ^b	mld EUR	-5 077	-4 552	-2 621	-3 627	-316	-690	-612	-1 003	-577	-600	-950	-1 500
Rachunek bieżący ^b	mld EUR	-4 108	-8 401	-4 087	-4 537	-1 001	-529	-926	-1 631	-1 077	-710	-1 080	-1 670
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-2,1	-4,1	-1,7	-1,7	-3,3	-2,1	-1,5	-1,7	-1,7	-1,7	-1,8	-1,7
Deficyt budżetowy ^a	mld PLN	-37,0	-41,5	-28,6	-30,5	-12,3	-18,5	-17,8	-28,6	-12,2	-18,3	-24,4	-30,5
Deficyt budżetowy	% PKB	-4,4	-4,5	-3,0	-3,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	0,8	3,5	2,1	1,1	3,6	2,3	1,6	1,1	1,0	1,0	1,1	1,3
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	1,7	4,4	0,7	1,8	3,4	1,4	1,8	0,7	1,2	1,2	1,0	1,8
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,6	7,0	0,7	1,0	3,3	0,1	-0,2	-0,3	0,8	0,5	1,0	1,7
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	5,6	8,7	10,3	11,2	11,0	10,8	12,7	10,3	10,1	10,3	9,0	11,2
Zobowiązania ^a	% r/r	3,7	8,1	9,3	10,8	10,4	9,2	11,6	9,3	9,0	10,8	8,9	10,8
Należności ^a	% r/r	8,1	2,9	11,8	15,0	4,6	7,4	9,6	11,8	13,4	15,1	17,3	15,0
USD/PLN	PLN	3,89	3,65	3,23	3,19	3,07	3,28	3,30	3,29	3,16	3,18	3,24	3,18
EUR/PLN	PLN	4,40	4,53	4,02	3,93	4,03	4,13	4,02	3,91	3,83	3,91	4,01	3,98
Stopa interwencyjna ^a	%	5,25	6,50	4,50	4,00	6,00	5,00	4,50	4,50	4,00	4,00	4,00	4,00
Stopa lombardowa ^a	%	6,75	8,00	6,00	5,50	7,50	6,50	6,00	6,00	5,50	5,50	5,50	5,50
WIBOR 3M	%	5,69	6,21	5,29	4,23	6,44	5,49	4,63	4,59	4,31	4,20	4,20	4,20
Rentowność bonów 52-tyg.	%	5,33	6,50	4,92	4,23	5,91	5,21	4,26	4,31	4,14	4,20	4,30	4,30
Rentowność obligacji 2L	%	5,38	6,89	5,04	4,38	5,83	5,27	4,44	4,60	4,30	4,30	4,40	4,50
Rentowność obligacji 5L	%	5,61	7,02	5,25	5,01	5,89	5,38	4,68	5,04	4,82	4,95	5,10	5,15
Rentowność obligacji 10L	%	5,77	6,84	5,24	5,09	5,76	5,37	4,72	5,13	4,95	5,05	5,15	5,20

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

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

PION SKARBU

Pl. Władysława Andersa 5, 61-894 Poznań
sekretariat tel. 061 856 58 35, fax 061 856 55 65

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 08.02.2006 r. zostało przygotowane przez:

ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY

ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, fax 022 586 83 40

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

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

tel. 022 586 83 63, Email: maciej.reluga@bzwbk.pl

Piotr Bielski	022 586 83 33
Piotr Bujak	022 586 83 41
Cezary Chrapek	022 586 83 42

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Gdańsk

Długie Ogrody 10
80-765 Gdańsk
tel. 058 326 26 40
fax 058 326 26 42

Kraków

Rynek Główny 30/8
31-010 Kraków
tel. 012 424 95 01
fax 012 424 21 41

Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5
61-894 Poznań
tel. 061 856 58 14
fax 061 856 55 65

Warszawa

ul. Marszałkowska 142
00-061 Warszawa
tel. 022 586 83 20
fax 022 586 83 40

Wrocław

ul. Rynek 9/11
50-950 Wrocław
tel. 071 370 25 87
fax 071 370 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.

