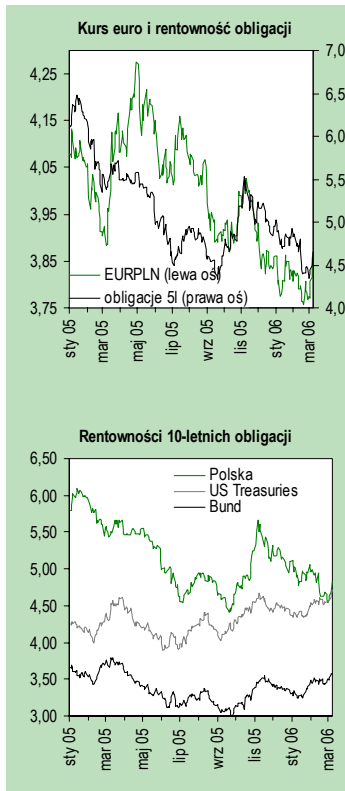


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Marzec 2006



W tym miesiącu:

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

Maciej Reluga

Główny Ekonomista
022 586 8363

Piotr Bielski
022 586 8333

Piotr Bujak
022 586 8341

Cezary Chrapek
022 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

Zmiana nastrojów

▪ **Poprzedni miesięczny raport nosił tytuł „Pozorna stabilizacja”, a pisaliśmy w nim między innymi o tym, że ryzyko polityczne nie zostało wcale obniżone.** Nie trzeba było długo czekać na potwierdzenie tej tezy przez ostrą wymianę zdań pomiędzy sygnatariuszami paktu, a pojawiły się nawet ponownie groźby wcześniejszych wyborów, tym razem poprzez samorozwiązanie parlamentu. O ile trudno na razie, przynajmniej zanim głosowane będą jakiegokolwiek istotne ustawy w parlamencie, ocenić prawdopodobieństwo wcześniejszych wyborów już w tym roku, to sytuacja polityczna z pewnością nie sprzyja notowaniom aktywów nominowanych w złotych. Pomijając pogląd, który wydaje się oczywisty i który podtrzymujemy, że wciąż istnieje duża niepewność odnośnie kształtu polityki gospodarczej w najbliższych miesiącach (i możliwą zmianę ustawy o NBP).

▪ **Ponadto, w ostatnich tygodniach zmaterializowały się również dwa inne czynniki ryzyka, o których pisaliśmy w ubiegłym miesiącu.** Po pierwsze, opinia Komisji Europejskiej odnośnie polskiego Programu Konwergencji była negatywna. Po drugie wreszcie, i wydaje się, że jest to czynnik mający w ostatnim czasie największe znaczenie jeśli chodzi o wpływ na obecne notowania złotego i obligacji, nastąpił odpływ kapitału z rynków wschodzących. Miało to miejsce po decyzji Europejskiego Banku Centralnego o kolejnej podwyżce stóp procentowych i towarzyszącemu komunikatowi, który wskazał na większe zagrożenie dla inflacji. Jednocześnie, komentarze przedstawicieli Fed zwiększyły oczekiwania na kolejne podwyżki stóp procentowych za oceanem. W konsekwencji, rosnące rentowności na rynkach bazowych spowodowały zmniejszenie apetytu na ryzyko i odpływ kapitału z krajów naszego regionu. W Polsce, dodatkowym czynnikiem po lutowej obniżce stóp procentowych była perspektywa ich stabilizacji w najbliższym czasie co sprawia, że ceny polskich obligacji stały się mało atrakcyjne do dalszych zakupów. Pozostaje pytanie czy skala osłabienia złotego osiągnie rozmiary obserwowane (z tego samego powodu) w marcu-kwietniu ubiegłego roku.

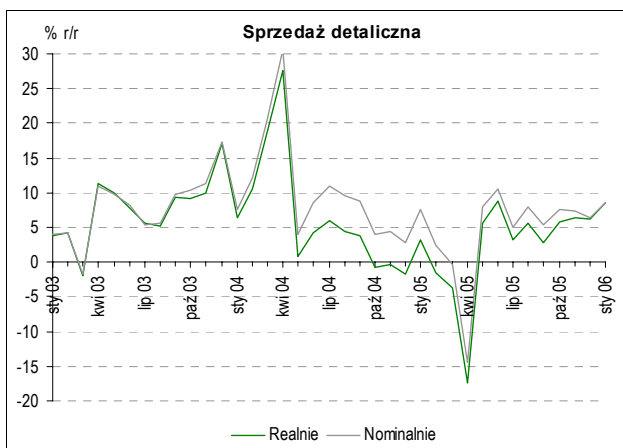
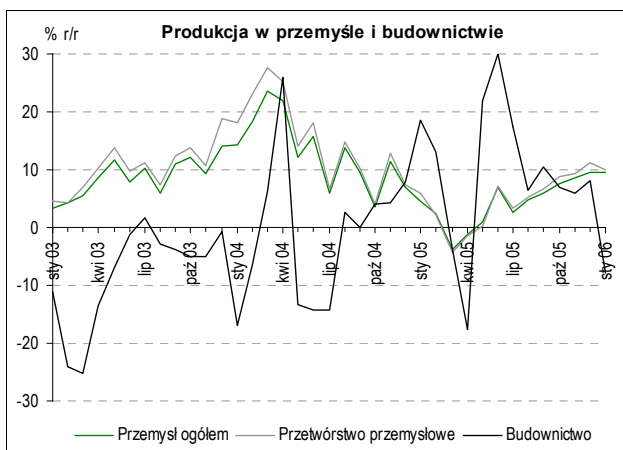
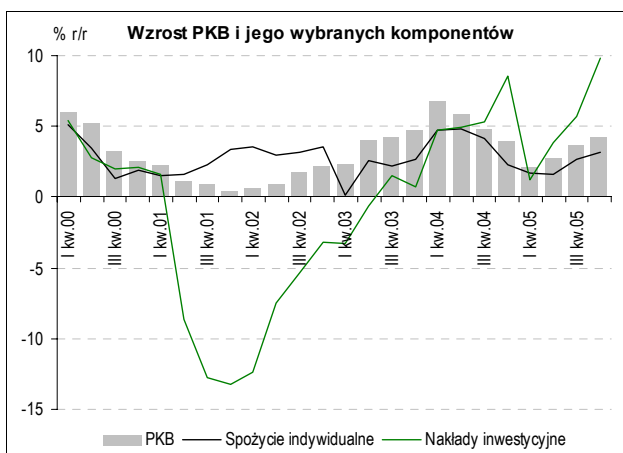
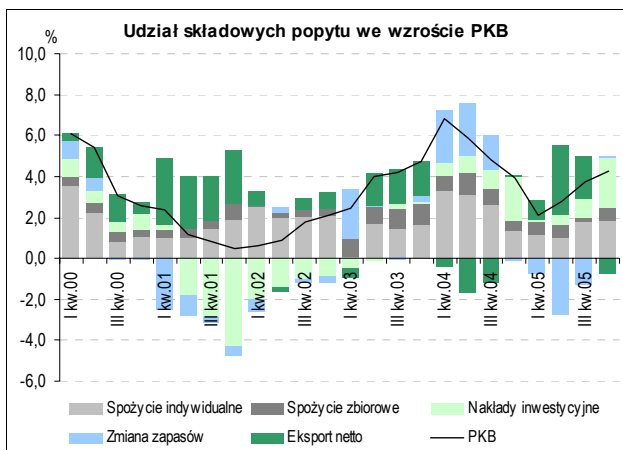
▪ **Po wyjątkowo długiej dyskusji, RPP podjęła w lutym decyzję zgodną z naszymi oczekiwaniami – stopa referencyjna obniżona została o 25 pb do nowego rekordowo niskiego poziomu 4,0%.** Wydaje się, że decyzja Rady była uzasadniona obecną i oczekiwaną sytuacją ekonomiczną, gdyż dane za styczeń (szybki wzrost produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej) oraz PKB za czwarty kwartał potwierdziły przyspieszenie wzrostu gospodarczego, z utrzymującą się niską inflacją (inflacja CPI, PPI oraz oczekiwania inflacyjne poniżej 1%). Oczekujemy jednak, że po dwóch obniżkach dokonanych na początku tego roku (i łącznie o 250 pb w ciągu roku) oficjalne stopy procentowe pozostaną bez zmian przez jakiś czas, chyba że scenariusz przyszłej sytuacji gospodarczej zmieni się pod wpływem napływających danych. Szczególnie istotna dla Rady będzie nowa kwietniowa projekcja inflacji.

Na rynku finansowym 28 lutego 2006 r.:

Stopa depozytowa NBP	2,75	WIBOR 3M	4,16	USDPLN	3,1768
Stopa referencyjna NBP	4,25	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	3,85	EURPLN	3,7726
Stopa lombardowa NBP	5,75	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	4,36	EURUSD	1,1875

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 08.03.2006 r.

Gospodarka Polski

**Potwierdzenie tendencji wzrostowej**

Oficjalne dane GUS nt. PKB w IV kwartale ub.r. okazały się bardzo zbliżone do szacunków sporządzonych na podstawie wstępnych danych za cały rok.

Wzrost PKB ogółem wyniósł w IV kwartale 4,2%. Szacunki na podstawie wcześniejszych danych było trochę niższe (nasz wyniósł 3,9%, konsensus rynkowy 4,0-4,1%), ale rozbieżność nie jest w istocie duża.

Przyczyną tej rozbieżności jest przede wszystkim mniejsza niż szacowano skala ujemnego udziału eksportu netto we wzroście PKB. Wyniósł on tylko -0,7 pp wobec wcześniej szacowanego -1,1 pp. Nieco niższy niż szacowano okazał się wkład spożycia indywidualnego. Inwestycje okazały się natomiast w pełni zgodne z naszymi szacunkami. Struktura wzrostu PKB była więc zgodna z oczekiwaniami.

Podsumowując, dane na pewno nie zmieniły wniosków co do przebiegu głównych tendencji w zakresie procesów wzrostu gospodarczego w polskiej gospodarce. Mamy do czynienia z coraz szybszym wzrostem gospodarki za co odpowiedzialne jest ożywienie popytu krajowego.

W ramach popytu krajowego wiodącą rolę w IV kwartale odegrały inwestycje, które zwiększyły się o 9,8% r/r. Dynamika spożycia indywidualnego była natomiast umiarkowana i sięgnęła 3,1% r/r. Taka struktura popytu krajowego, zakładając jej trwały charakter, sugeruje, że tempo domykania się luki popytowej będzie raczej dość wolne, co byłoby dobrą wiadomością z punktu widzenia perspektyw inflacji.

Patrząc na rachunki narodowe od strony podaży, w IV kwartale wyróżnił się przemysł. Wartość dodana w tym sektorze wzrosła o 7,7%. W budownictwie wzrost wartości dodanej spowolnił do 3,6%, a w usługach rynkowych wyniósł 3,4%.

Dobry klimat w przemyśle, zła pogoda w budownictwie

W styczniu produkcja przemysłowa zwiększyła się o 9,5% r/r, czyli w podobnym tempie jak w grudniu i nieznacznie powyżej oczekiwań rynkowych na poziomie 9,3% r/r. Choć sezonowo dostosowany wzrost spowolnił z 13,3% r/r w grudniu do 7,4% r/r, to i tak pozostaje w solidnym trendzie wzrostowym.

Za wzrostem produkcji przemysłowej ogółem stał głównie wzrost w przetwórstwie przemysłowym, który wyniósł 10% r/r i wiązał się nadal w dużym stopniu ze wzrostem w sektorach o dużym udziale eksportu.

Negatywnym sygnałem jest fakt, że produkcja budowlana spadła o 7,8% r/r po wielu miesiącach poprawy dynamiki i wzroście o 8,2% r/r w grudniu. Było to jednak prawdopodobnie spowodowane niekorzystnymi czynnikami atmosferycznymi w styczniu i wkrótce powinno nastąpić odreagowanie.

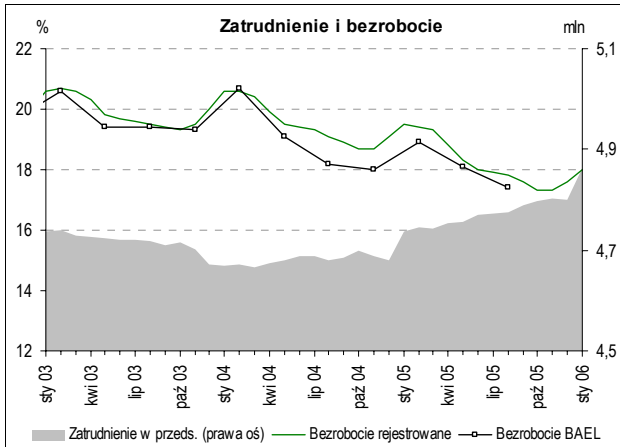
Sprzedaż detaliczna raz na wozie, raz pod wozem

Sprzedaż detaliczna wzrosła w styczniu o 8,6% r/r w ujęciu nominalnym (w ujęciu miesięcznym nastąpił sezonowy spadek o 26,3%). W ujęciu realnym wzrost wyniósł 8,5%. Zarówno w przypadku dynamiki nominalnej, jak i realnej zanotowany wynik był najwyższy od czerwca minionego roku.

Warto zauważyć, że wzrost mógłby być nawet większy gdyby nie kontynuacja kryzysu na rynku nowych samochodów (wzrost o zaledwie 3,4% r/r).

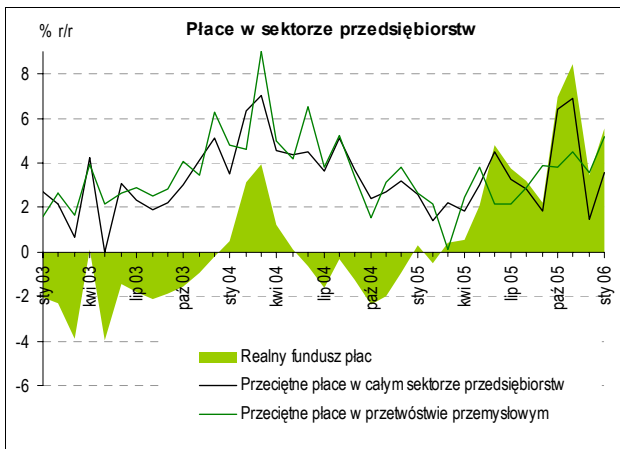
Na podstawie sprzedaży detalicznej niektórzy uczestnicy rynku weryfikowali swoje oczekiwania co do decyzji RPP. Naszym zdaniem wskaźnik ten jest na tyle zmienny, że należy patrzeć raczej na trend, a nie na dane za jeden miesiąc (w grudniu sprzedaż była słabsza niż oczekiwano). Trend pozostaje korzystny, wskazując na wzrost PKB o ponad 4% w I kwartale.

Gospodarka Polski



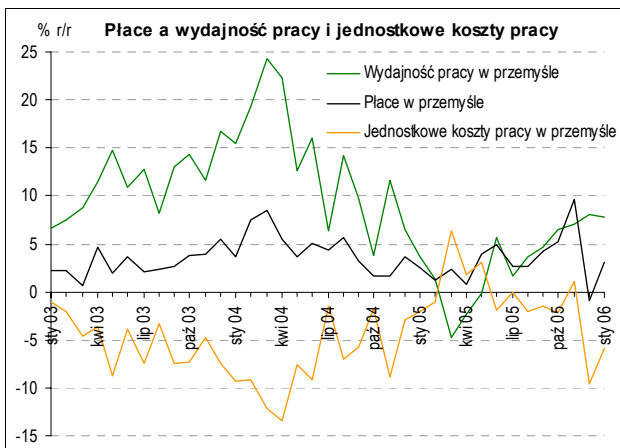
Popyt na pracę przybiera na sile

- Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w styczniu do 18% z 17,6% na koniec ubiegłego roku. Nie oznacza to oczywiście pogorszenia sytuacji na rynku pracy, lecz jedynie sezonowy spadek popytu na pracę. W ujęciu rocznym kontynuowany był solidny spadek bezrobocia (o 1,5 pkt proc.), co jest w decydującej mierze efektem systematycznego wzrostu zatrudnienia w polskiej gospodarce.
- Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zwiększyło się w styczniu o 2,6%, co oznacza utrzymanie wysokiego tempa wzrostu obserwowanego w grudniu 2005.
- Oprócz wzrostu zatrudnienia, spadkowi bezrobocia mogą również sprzyjać inne czynniki, takie jak wzrost liczby aktywnych zawodowo. Emigracja zarobkowa również daje pozytywny efekt. Do naturalnej stopy bezrobocia wciąż jednak raczej daleko.



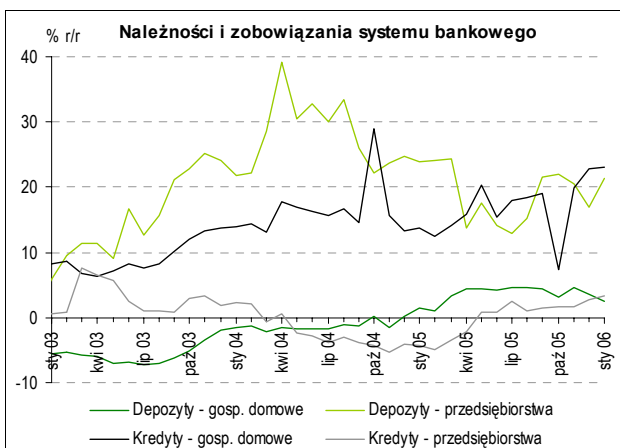
Umiarkowany wzrost płac

- O tym, że trwający od dłuższego czasu spadek bezrobocia i systematyczny wzrost zatrudnienia nie powodują na razie napięć na rynku pracy świadczą dane o płacach. Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w styczniu tylko o 3,6% r/r, słabiej niż oczekiwano.
- Niemniej, biorąc pod uwagę solidny wzrost zatrudnienia, umiarkowany wzrost płac przekłada się spory przyrost funduszu płac w sektorze przedsiębiorstwo. W styczniu wzrósł on nominalnie o 6,3% r/r. Jeśli weźmiemy pod uwagę niską inflację, to okaże się, że realny wzrost funduszu płac wyniósł 5,5% r/r.
- Potwierdza to nasze oczekiwania na przyspieszenie wzrostu prywatnej konsumpcji w nadchodzących kwartałach, a więc wspiera oczekiwania na utrzymanie tempa wzrostu PKB powyżej poziomu 4% w każdym z kwartałów 2006 r.



Kontynuacja silnego wzrostu wydajności pracy

- Dla oceny wpływu sytuacji na rynku pracy na kondycję przedsiębiorstw potrzebna jest analiza zmian w wydajności pracy i jednostkowych kosztach pracy.
- W styczniu wzrost wydajności pozostał dużo wyższy niż wzrost płac, przynajmniej w przemyśle. Według naszych obliczeń produktywność w tym sektorze wzrosła o 7,7% r/r, znacznie bardziej niż przeciętnie w poprzednim roku (2,9%).
- Jednocześnie, jednostkowe koszty pracy obniżyły się w styczniu o 5,9% r/r (średnia miesięczna dla 2005 to spadek o 0,7% r/r), co wskazuje, że w przemyśle niekoniecznie musi być w najbliższym czasie widać presję na wzrost płac.
- Nie wiadomo jednak co działo się ostatnio z wydajnością pracy i jednostkowymi kosztami pracy w innych sektorach. Pokażą to dopiero dane o zatrudnieniu i płacach w całej gospodarce.

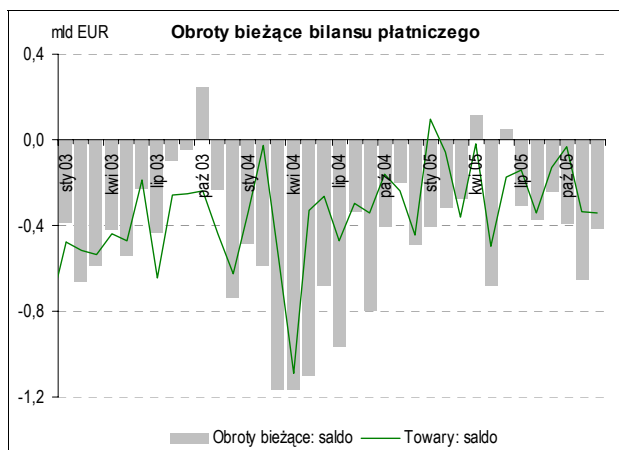
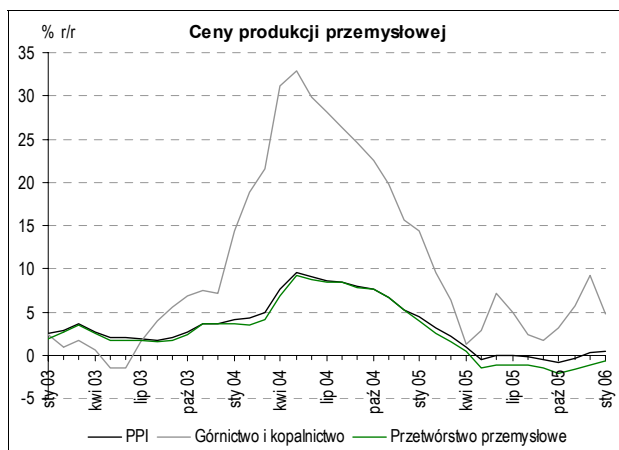
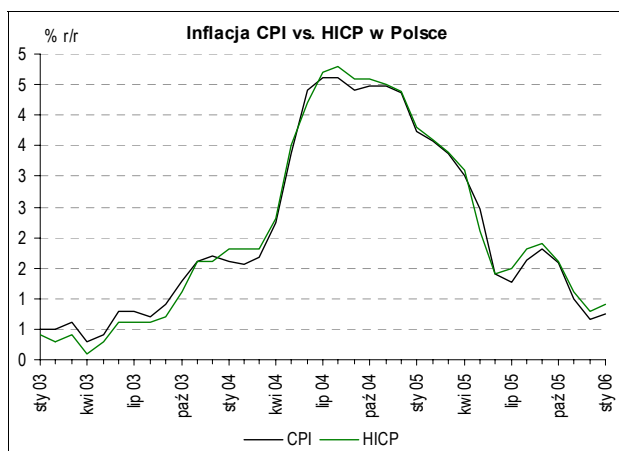
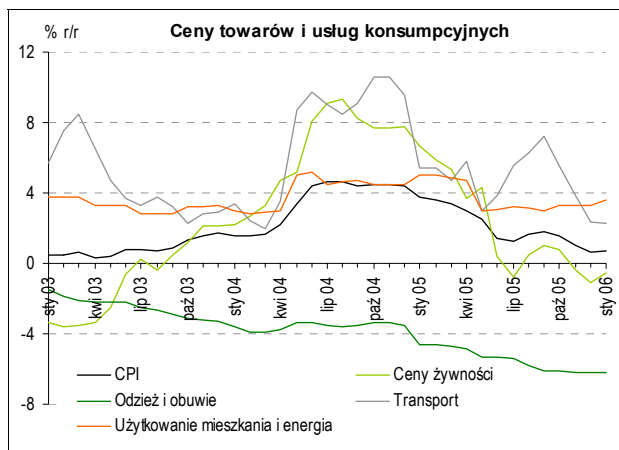


Stabilne trendy w statystykach pieniężnych

- Podaż pieniądza, mierzona agregatem M3, zwiększyła się w styczniu o 10,2% r/r, co czyli nieco mniej niż oczekiwano (nasza prognoza wynosiła 10,4% i konsensus rynkowy 10,7%).
- Wzrost depozytów gospodarstw domowych w ujęciu rocznym spowolnił do 2,5% r/r (z 3,6% r/r w grudniu), a wzrost depozytów przedsiębiorstw przyspieszył do 21,4% r/r (z 16,8% r/r). Sugeruje to, że na początku 2006 r. kontynuowany był trend przepływu środków gospodarstw domowych z depozytów bankowych do funduszy inwestycyjnych, a firmy nadal utrzymują duże ilości środków finansowych (ponad 95 mld zł) na kontach.
- Jeśli chodzi o kredyty utrzymane zostały obserwowane wcześniej tendencje, czyli przyspieszenie rocznej dynamiki kredytów do 23,2% z 22,8% w przypadku gospodarstw domowych oraz do 3,4% z 2,8% w przypadku firm.

Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

Gospodarka Polski



Inflacja na dnie

▪ Stopa inflacji w styczniu pozostała na poziomie 0,7% r/r zanotowanym w grudniu, po wzroście cen o 0,2% w ciągu miesiąca. Konsensus rynkowy wskazywał na wzrost inflacji do 0,9% r/r, a więc dane umocniły przekonanie o korzystnych perspektywach inflacji pomimo coraz szybszego wzrostu PKB.

▪ Styczeniowe dane pokazały z jednej strony, że ceny żywności były nieco wyższe niż prognozowano, rosnąc o 0,4% m/m, a z drugiej strony zaobserwowano znaczny spadek cen w transporcie (o 1,7% m/m), głównie w wyniku obniżenia cen paliw po spadku cen ropy naftowej oraz za sprawą silnego złotego. Po wyłączeniu tych dwóch składników (cen żywności i cen paliw) uzyskaliśmy szacunek inflacji netto w styczniu na poziomie 1,1% z grudnia.

▪ Potwierdza to, że fundamentalna presja na ceny pozostaje stłumiona. Presja inflacyjna może stopniowo narastać, ale niekoniecznie znacząco, a ponadto ciągle inflacja w Polsce jest znacznie poniżej celu inflacyjnego na poziomie 2,5%, więc jest wzrost w ograniczonej skali nie byłby niczym złym.

▪ W związku ze zmianą wag w koszyku konsumpcyjnym, wskaźniki inflacji bazowej za styczeń poznamy dopiero w marcu, razem z danymi za luty. Nastąpi wówczas również rewizja danych o CPI za styczeń. W związku ze spodziewanym uwzględnieniem mocno taniejących usług telefonii komórkowej oczekiwano, że może dojść do rewizji w dół. Tymczasem, dane Eurostatu pokazały, że inflacja HICP w Polsce zwiększyła się w styczniu do 0,9% r/r z 0,8% w grudniu. Biorąc pod uwagę, że rok temu dane Eurostatu były dość dobrą wskazówką co do kierunku i skali rewizji danych GUS (inflacja HICP w styczniu ub.r. spadła do 3,7% r/r, po czym nastąpiła rewizja danych GUS do 3,8% z wcześniej podawanych 4,0%), można wnioskować, że szanse na rewizję styczniowej inflacji w dół są raczej niewielkie. Należy więc chyba wierzyć prezesowi GUS, który powiedział, że rewizja nie będzie znacząca.

Niska dynamika cen produkcji

▪ PPI zwiększył się w styczniu o 0,5% r/r, czyli dokładnie zgodnie z naszą prognozą i nieznacznie mniej niż wynosił konsensus rynkowy. Jednocześnie nastąpiła rewizja w dół danych o PPI za grudzień (spadek o 0,7% m/m i wzrost o 0,2% r/r).

▪ W ciągu miesiąca ceny produkcji wzrosły o 0,4% przy wzroście cen o w zaopatrzeniu w energię elektryczną, gaz i wodę, podczas gdy ceny w przetwórstwie przemysłowym ponownie spadły. Sugeruje to, że popyt nadal nie wywiera istotnej presji na wzrost cen i byłby on słabszy gdyby nie niekorzystne szoki podażowe.

▪ W kolejnych miesiącach oczekujemy kontynuacji przyspieszenia dynamiki PPI, ale nie w takiej skali, która byłaby niebezpieczna dla perspektywy inflacji CPI. Przemawia za tym fakt, że firmy – co pokazały badania NBP – nie planują przesuwać rosnących cen surowców na nabywców dóbr i usług.

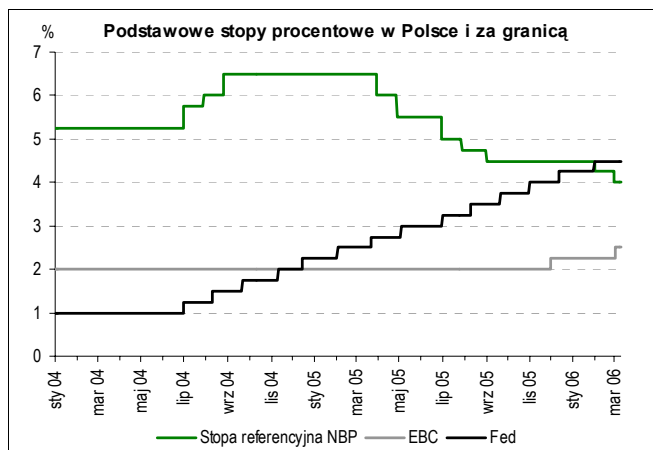
Dobre dane o handlu zagranicznym, ale możliwe rewizje

▪ Deficyt handlowy wyniósł w styczniu 339 mln €, a deficyt obrotów bieżących 410 mln € (konsensus rynkowy wynosił odpowiednio 460 mln € i 535 mln €).

▪ Biorąc pod uwagę, że podane dane mają charakter wstępny oraz fakt, że listopadowe dane zostały znacznie zrewidowane (deficyt obrotów bieżących okazał się o 100 mln € większy z powodu niższej nadwyżki w usługach), istnieje wg nas spore prawdopodobieństwo, że grudniowe statystyki również zostaną zrewidowane w górę.

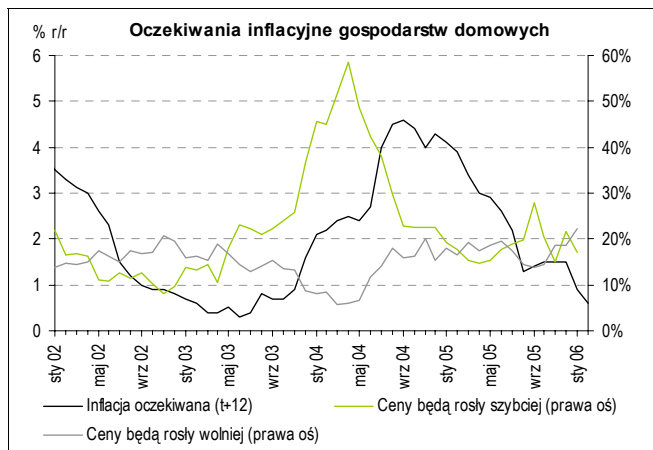
▪ Niemniej, pozytywnie można ocenić fakt, że dane po raz kolejny pokazały bardzo silny wzrost eksportu i importu, odpowiednio o 17,8% r/r i 14,8% r/r. Co ciekawe, na koniec 2005 roku nastąpiło pewne przyspieszenie w napływie bezpośrednich inwestycji zagranicznych, które w samym grudniu wyniosły 1 mld €.

Pod lupą: Bank centralny

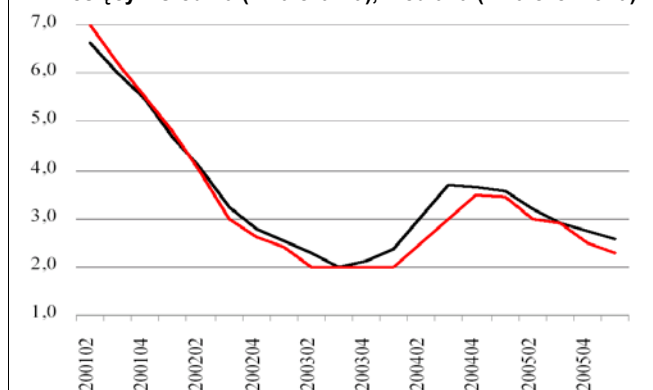


Fragmety komunikatu RPP z dnia 28 lutego 2006

Rozwój sytuacji w gospodarce po opublikowaniu styczniowej projekcji inflacji, łącznie z aprecjacją złotego i niższym od oczekiwań poziomem inflacji, zwiększają prawdopodobieństwo, że w 2006 r. inflacja może kształtować się poniżej poziomu przewidywanego w projekcji. W horyzoncie projekcji wzrost popytu krajowego oraz jednostkowych kosztów pracy będzie powodować stopniowy powrót inflacji do celu. Czynnikiem mogącym obniżyć inflację krajową może okazać się rosnący import z krajów o niskich kosztach wytwarzania oraz zwiększająca się elastyczność rynku pracy. W przeciwnym kierunku może oddziaływać rosnąca emigracja polskich pracowników do krajów Unii Europejskiej. Ponadto, utrwalenie się wzrostu liczby pracujących w skali większej niż wynika to z projekcji prowadziłoby do wzrostu inflacji w stosunku do projekcji. Czynniki niepewności pozostaje nadal sytuacja na rynku ropy oraz wpływ, jaki mógłby wywrzeć na inflację ewentualny wzrost deficytu budżetowego w stosunku do założonego w programie konwergencji.



Oczekiwania inflacji przedsiębiorstw w ciągu najbliższych 12 miesięcy – średnia (linia czarna), mediana (linia czerwona)



Źródło: NBP, EBC, Fed

Bardzo późna, ale jednak obniżka

W ostatnim dniu lutego RPP obniżyła stopy procentowe o 25 pb, zgodnie z naszą prognozą. Decyzję ogłoszono wyjątkowo późno (po godzinie 16:00), ponieważ poprzedziła ją wyjątkowo długa i „intensywna” (wg słów prezesa NBP) dyskusja.

Rekordowa długość posiedzenia i przebieg konferencji prasowej wskazywały na wyraźne różnice poglądów w Radzie nt. decyzji oraz dalszych perspektyw inflacji. Prezes Balcerowicz podkreślał na konferencji prasowej te argumenty, które wskazują na możliwość wzrostu inflacji w przyszłości, podczas gdy członek RPP Andrzej Sławiński zwracał uwagę na zmiany strukturalne, sprzyjające utrzymaniu niskiej inflacji w Polsce. Warto przy tym pamiętać, że sam wynik posiedzenia (kolejna obniżka) wskazuje, że układ sił w Radzie pozostaje póki co bez zmian.

Mimo, że jastrzębia frakcja po raz kolejny znalazła się w mniejszości, trudno jednak nie zauważyć, że przestrzeń do kolejnych obniżek stóp z obecnego poziomu 4,0% się zawęża. Oczekujemy, że po dwóch obniżkach dokonanych na początku tego roku (i łącznej redukcji o 250 pb w ciągu ostatnich 12 miesięcy) stopy pozostaną bez zmian przez jakiś czas – przynajmniej do kwietnia, a prawdopodobnie nawet do końca roku o ile nowe dane i kolejny *Raport o inflacji* nie wpłyną na istotną zmianę scenariusza przyszłej sytuacji gospodarczej, sugerując niższą inflację niż obecnie prognozowana.

Podczas konferencji prezes NBP wyraźnie zaprzeczył pogłoskom, że RPP rozważała zmianę celu inflacyjnego.

Dwa dni później biuro prasowe NBP wydało specjalne oświadczenie (naszym zdaniem zdumiewające i zupełnie niepotrzebne), dementujące spekulacje, że RPP rozważała w lutym redukcję stóp o 50 pb. Wydaje się dziwne, że służby prasowe NBP ujawniają przebieg dyskusji na posiedzeniu Rady.

Oczekiwania inflacyjne coraz niższe

Dwa pierwsze miesiące roku przyniosły znaczący spadek oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych. W lutym inflacja oczekiwana w horyzoncie najbliższych 12 miesięcy wyniosła zaledwie 0,6%, czyli najmniej od lipca 2003.

Powyższa tendencja w dużym stopniu jest pochodną mocnego spadku inflacji obserwowanej (wskaźnik CPI sprzed 2 miesięcy), której wartość obniżyła się do 0,7% r/r w grudniu.

Jednak na uwagę zasługuje również poprawa struktury odpowiedzi w badaniu ankietowym – rośnie odsetek osób spodziewających się, że ceny będą w przyszłości rosły wolniej niż obecnie (w styczniu do ponad 22%, najwyższego poziomu w historii badania).

Ugruntowanie niskich oczekiwań inflacyjnych powinno pomóc RPP w utrzymaniu inflacji pod kontrolą w przyszłości.

Szybszy wzrost z umiarkowaną presją inflacyjną

Raport NBP nt. koniunktury w I kwartale 2006 wskazuje na kontynuację szybkiego rozwoju gospodarczego. Następuje poprawa oceny sytuacji gospodarczej i sytuacji finansowej przedsiębiorstw oraz formułowane przez przedsiębiorstwa oceny popytu. Jednak presja inflacyjna pozostaje pod kontrolą.

Pomimo jednak, że oczekiwany jest wzrost zatrudnienia, mniejszy odsetek przedsiębiorstw planuje podwyższyć płace, a skala planowanych podwyżek płac jest niższa niż rok wcześniej. Oznaczać to może umiarkowaną presję inflacyjną nawet przy kontynuacji wzrostu zatrudnienia,

Co więcej, prognozowany wzrost cen jest mniejszy niż rok wcześniej, a wzrost cen paliw ma niewielkie przełożenie na ceny towarów detalicznych.

Eksport radzi sobie dobrze mimo umocnienia złotego.

Pod lupą: Bank centralny

Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

Leszek Balcerowicz, prezes NBP, przewodniczący RPP konferencja prasowa RPP, PAP, 28 lutego

Należy interpretować dzisiejsze opóźnienie tak, że Rada miała wyjątkowo intensywną dyskusję. To było wyjątkowe i nie będzie regułą.

Dane o przyspieszeniu tempa wzrostu płac w połączeniu z szacowaną dynamiką PKB za czwarty kwartał oraz bardzo dobrą liczbą pracujących w gospodarce wskazują, że w czwartym kwartale 2005 roku nastąpiło najprawdopodobniej przyspieszenie dynamiki jednostkowych kosztów pracy w gospodarce. (...) Inflacja w horyzoncie projekcji wraca do celu.

Andrzej Sławiński, członek RPP

Konferencja prasowa RPP, Reuters, 28 lutego

W gospodarce polskiej zachodzą zmiany, które nie są jeszcze rozpoznane dobrze, ale które mogą wskazywać, że inflacja może się utrzymywać na niskim poziomie przy wysokim wzroście. RPP brała dziś pod uwagę wzrost inwestycji, który przyczynił się do wzrostu wydajności pracy i fakt, że inflacja netto utrzymuje się na niskim poziomie od dłuższego czasu. Jest faktem, że inflacja netto kształtowała się na niskim poziomie przy różnych tempach wzrostu PKB.

Reuters, 7 marca

Polska wchodzi w okres zrównoważonego wzrostu z niską inflacją. Z punktu widzenia banku centralnego jest to idealny obraz sytuacji. Najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest projekcja inflacyjna, która mówi o tym, że inflacja pozostanie relatywnie stabilna na niskim poziomie, a potem powróci stopniowo do średnioterminowego celu.

Andrzej Wojtyna, członek RPP

Reuters, 21 lutego

Moim zdaniem, jeżeli nie ulegnie pogorszeniu ogólny klimat polityczny, jeżeli utrzyma się autonomia gospodarki względem polityki i nie wystąpią szoki zewnętrzne, na przykład związane z cenami ropy, to Rada ma jeszcze pewne pole do obniżki stóp. (...) Coraz silniejsze są pozytywne efekty na rynku pracy. Jest on bardziej elastyczny. Inflacja zaskoczyła in plus, ale jeżeli będzie się dodatkowo przedłużać okres jej pozostawania poniżej dolnej granicy (celu inflacyjnego), to z punktu widzenia realizowanej (przez RPP) strategii nie będzie to sytuacja komfortowa.

Halina Wasilewska-Trenkner, członek RPP

Radio PiN, 6 marca

Ta ostatnia decyzja była podejmowana jednak z pewnymi wątpliwościami, czy należy ją podejmować, czy nie należy poczekać na informację bardziej kompletną o roku 2005. [...] Doszliśmy ostatecznie do wniosków, że jednak jeszcze będziemy optymistami.

[Czy będziemy optymistami w przyszłości?] A to przyznam szczerze zależy od tego, jakie będą wizje przyszłości, których dostarczają nam koledzy analitycy budujący projekcję.

My byśmy bardzo nie chcieli jednej rzeczy, rzeczy, która się wydarzyła, np. na Słowacji. Mianowicie po gwałtownym obniżeniu stóp procentowych, bo inflacja była taka spokojna, teraz koledzy na Słowacji muszą gwałtownie stopy podnosić, bo się okazało, że inflacja odbiła z powrotem i znowu się rozrasta.

[Czy wniosek, że miesiąc, dwa miesiące ... sytuacja dotycząca stóp procentowych się nie zmienia, będzie prawdziwy, czy nie?] Nie wiem czy będzie prawdziwy, ale wygląda na to, że będzie dość prawdopodobny.

Marian Noga, członek RPP

PAP, 7 marca

Obecny poziom stóp, z punktu widzenia polityki monetarnej, jest pożądany i nie powinien być zmieniany. W ciągu najbliższych miesięcy nic się tutaj raczej nie zmieni, czekamy na projekcję z uwzględnionymi nowymi czynnikami. Być może okaże się, że ścieżka inflacyjna będzie przebiegała niżej, choć ja myślę, że czynniki podnoszące i obniżające inflację będą stabilizować ten wskaźnik.

Komentarz

Opóźnienie decyzji i konferencji prasowej RPP było wydarzeniem niebywałym, które naszym zdaniem nie powinno mieć miejsca. Naszym zdaniem najlepszym sposobem na zdyscyplinowanie dyskusji w Radzie byłoby przyjęcie powszechnie obowiązującej na świecie zasady, że decyzje banku centralnego ogłaszane są zawsze o tej samej godzinie.

W czasie konferencji prasowej w wypowiedziach prezesa NBP Leszka Balcerowicza dominował „jastrzębi” ton i przeważały argumenty zwracające uwagę na ryzyko wzrostu inflacji. Równocześnie jednak wypowiedzi Andrzeja Sławińskiego zaznaczyły obecne w RPP opinie znacznie bardziej zrównoważone, zwracając uwagę na zachodzące w polskiej gospodarce przemiany sprzyjające utrzymaniu niskiej inflacji. Co najważniejsze, podjęta decyzja o obniżce jest dowodem na to, że to właśnie te ostatnie poglądy wzięły górę w trakcie posiedzenia. Szkoda, że trudno to wywnioskować z treści oficjalnych komunikatów przekazywanych rynkowi przez RPP i bank centralny. Ponownie podkreślamy problem, jaki pojawił się po tym jak Rada wraz z końcem ub.r. zrezygnowała ze stosowania tzw. nastawienia w polityce pieniężnej aby sygnalizować swoje intencje.

Podobnie jak w styczniu, ostatni komunikat RPP nie zawierał wyczerpującej informacji o ocenie bilansu ryzyk dla przyszłej inflacji. Jedyne zdanie na ten temat dotyczyło roku 2006, wskazując, że w opinii Rady startowy punkt ścieżki inflacyjnej będzie znajdował się niżej niż założono w projekcji. Brak jednoznacznego odniesienia się do przewidywań na lata kolejne sugeruje, że być może RPP nie ma mocnego przekonania jak zmieni się sytuacja, w związku z czym traktuje projekcję NBP jako scenariusz najbardziej prawdopodobny. Potwierdzają to ostatnie wypowiedzi Andrzeja Sławińskiego.

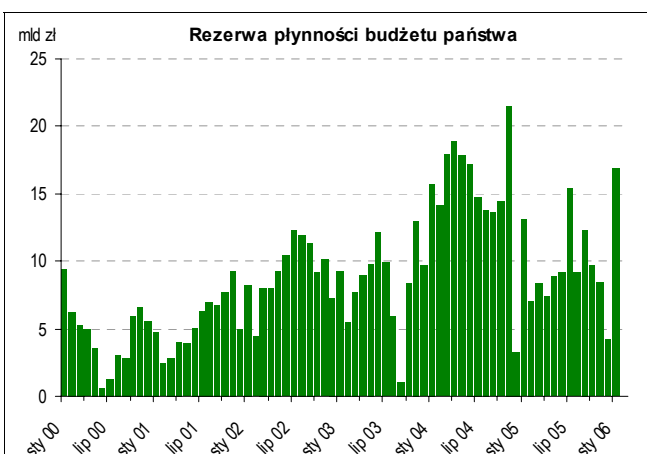
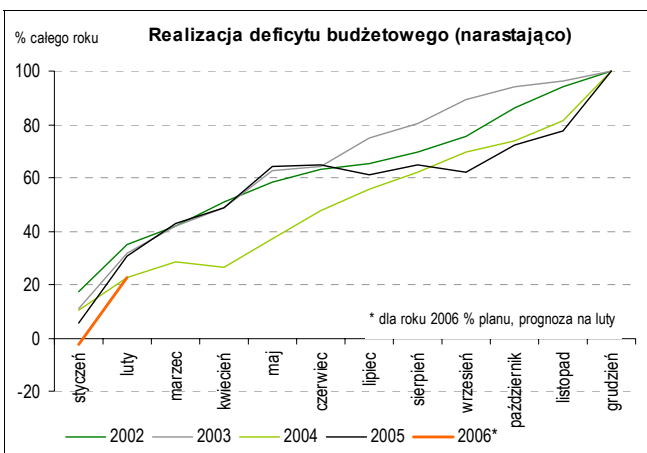
Jeszcze przed ostatnim posiedzeniem RPP, jej członkowie zwracali uwagę na przeobrażenia zachodzące w polskiej gospodarce oraz otoczeniu globalnym, które mogą sprzyjać utrzymaniu niskiej inflacji mimo szybszego wzrostu PKB. Do najważniejszych z tych czynników należy zaliczyć wzrost elastyczności rynku pracy, jak również rosnącą presję konkurencyjną ze strony gospodarek charakteryzujących się niskimi kosztami wytwarzania. W nadchodzących miesiącach warto zatem zwrócić uwagę m.in. na informacje nadchodzące z rynku pracy. Dane wskazujące na umocnienie tendencji wzrostowych w tym obszarze potwierdziłyby naszą opinię, że stopy procentowe mogą pozostać bez zmian przez dłuższy czas.

Dwoje członków RPP uważanych za reprezentantów „jastrzębich” poglądów dało do zrozumienia, że Rada powinna wstrzymać się przynajmniej miesiąc lub dwa z podejmowaniem dalszych decyzji w sprawie stóp procentowych, oczekując na nowe istotne informacje, które mogłyby uzupełnić obraz sytuacji ekonomicznej i ukierunkować oczekiwania na przyszłość, w szczególności odnośnie zmian w bilansie czynników ryzyka dla inflacji. Naszym zdaniem w najbliższych miesiącach większość członków Rady podzieli opinię, że warto zaczekać z dalszymi krokami w zakresie stóp procentowych na nowe wskaźniki i opracowania. Niewątpliwie kluczowy będzie nowy Raport o inflacji, który ukaże się w kwietniu i to, czy zawarta w nim projekcja inflacji będzie niższa czy wyższa od poprzedniej.

Interesujące są wskazówki Haliny Wasilewskiej-Trenkner nt. możliwego wpływu ptasiej grypy na inflację, który wg analityków banku centralnego może podwyższyć wzrost cen o 0,2-0,4 pkt. proc. w horyzoncie jednego kwartału. Skala efektu jest raczej umiarkowana, choć na uwagę zasługuje fakt, że zdaniem banku centralnego będzie to czynnik podwyższający, a nie zmniejszający inflację.

Warto również zwrócić uwagę na spore obawy części członków RPP przed nadmiernym rozluźnieniem polityki pieniężnej, które mogłyby rozbudzić inflację w sposób nadmierny, wymuszając późniejsze podwyżki. Element ten obecny był również w wypowiedziach prezesa NBP na konferencji prasowej po lutym posiedzeniu. Oczywiście nie są to argumenty bezzasadne, jednak biorąc pod uwagę fakt, że dostępne prognozy nadal pokazują inflację znacznie poniżej celu przez kilka kolejnych kwartałów, ryzyko wystąpienia tego efektu w Polsce wciąż trudno określić jako nadmierne.

Pod lupą: Rząd i polityka



Fragmenty oceny Programu Konwergencji przez KE (1 marca 2006)

Bazując na możliwym do realizacji (choć nieco optymistycznym na 2008 rok) scenariuszu makroekonomicznym Program zakłada obniżenie deficytu fiskalnego do poniżej 3% PKB do 2009 roku, co jest w sprzeczności z rekomendacją Komisji z lipca 2004 wskazującej za datę graniczną rok 2007. Jednocześnie, brak jest konkretnego planu fiskalnego na 2009 r.

Program zakłada średnioterminowy cel dla finansów publicznych w postaci deficytu strukturalnego (tzn. dostosowanego cyklicznie i o czynniki jednorazowe) na poziomie ok. 1% PKB. Jest to zgodne z Paktem, ale będzie osiągnięte dopiero po roku 2010, czyli znacznie wychodzi poza horyzont obecnego Programu Konwergencji.

Wyniki deficytu mogą być gorsze od prognozowanych pomimo lepszej realizacji w latach 2004-05 gdyż założenia dotyczące elastyczności podatków są dość optymistyczne, szczególnie na 2006 r. Również założenie wzrostu PKB w roku 2008 jest optymistyczne.

Dodatkowo, spójna reforma emerytalna jest rozmywana przez przyznawanie pewnym grupom specjalnych przywilejów, a parlamentarne poparcie dla inicjatyw zwiększających wydatki wydaje się niespójne z planowaną redukcją deficytu.

Wydaje się jasne, że Polska nie chce zmniejszyć nadmiernego deficytu zgodnie z rekomendacją Rady EcoFin.

Poparcie dla partii politycznych w sondażach

	sondaż PBS		sondaż GfK Polonia	
	poparcie (w %)	liczba mandatów	poparcie (w %)	liczba mandatów
PO	35 (32)	176	28 (26)	175
PiS	33 (38)	167	32 (32)	196
Samoobrona	9 (10)	46	7 (8)	44
SLD	9 (9)	44	7 (10)	43
LPR	5 (3)	25	3 (2)	0

Uwaga: Badanie PBS wykonane na zlecenie Gazety Wyborczej między 4 a 5 marca; badanie GfK Polonia wykonane dla Rzeczypospolitej między 3 a 5 marca. W nawiasach wyniki z poprzedniego badania.

Pierwsze budżetowe koty za płoty

▪ Budżet państwa zanotował w styczniu nadwyżkę w wysokości 0,7 mld zł. Nadwyżka budżetu w styczniu 2006 była możliwa dzięki bardzo wysokim dochodom, w szczególności dzięki wpływom z podatków pośrednich (VAT, akcyza), które wzrosły o prawie 15% r/r. Pomijając wpływ czynników jednorazowych (takich jak transfer części dochodów z grudnia 2005), wynik budżetu w styczniu potwierdził, że aktywność gospodarcza na początku roku 2006 była wysoka.

▪ Chociaż Ministerstwo Finansów oczekuje, że w lutym budżet znajdzie się na minusie, a deficyt wyniósł 22-23% rocznego planu, to i tak dwa pierwsze miesiące w sumie będą o wiele lepsze dla budżetu niż w poprzednich latach. Wynik za styczeń-luty tego roku bardzo korzystnie wypada nawet na tle bardzo dobrych wyników roku 2005, kiedy deficyt w analogicznym okresie wyniósł 29% poziomu z całego roku.

▪ Doskonały wynik budżetu w styczniu zwiększył poziom nadwyżki płynności budżetu do prawie 17 mld zł, najwyższego poziomu od listopada 2004. Nawet jeśli po lutym ten poziom obniżył się o kilka miliardów (zapadalność papierów i realizacja deficytu powyżej emisji lutowej), to wciąż pozostaje powyżej 10 mld dając ministerstwu pewną swobodę na kolejnych aukcjach papierów skarbowych.

▪ Choć początek roku jeśli chodzi o wykonanie dochodów i deficytu był bardzo dobry, to oczywiście mówi niewiele jeśli chodzi o ryzyko przekroczenia całorocznego deficytu. Wypowiedzi przedstawicieli Ministerstwa Finansów sugerują możliwość niedoboru rzędu 5 mld, jednak postrzegamy to jako scenariusz ryzyka. Po pierwsze, gospodarka będzie się rozwijała szybciej niż zakładano w projekcie budżetu, a po drugie pozostaje pytanie czy należy wydać całą zaplanowaną na ten rok kwotę wydatków.

Komisja Europejska krytykuje polskie plany fiskalne

▪ Komisja Europejska wezwała Polskę do zwiększenia skali konsolidacji fiskalnej w 2006 roku, poprawy długoterminowej stabilności finansów publicznych i wzmocnienia kontroli nad wydatkami, ponieważ zaktualizowany Program Konwergencji przygotowany przez nowy rząd nie przedstawił strategii, która umożliwiłaby zlikwidowanie nadmiernego deficytu fiskalnego do roku 2007, jak zaleciła Komisja, ani nawet do 2008.

▪ W efekcie, Komisja wyśle Polsce nowe zalecenia dotyczące polityki fiskalnej w związku z procedurą nadmiernego deficytu oraz wyśle raport do rady ministrów finansów UE (Ecofin), którzy zatwierdzą końcową wersję opinii nt. polskich finansów publicznych oraz podejmą decyzję nt. ewentualnych działań dyscyplinujących. Jednakże, nałożenie poważnych sankcji na Polskę nie wydaje się w najbliższym czasie prawdopodobne.

Pakt stabilizacyjny nieco trzeszczy

▪ Zaledwie miesiąc temu pisaliśmy, że jeśli tzw. pakt stabilizacyjny gwarantuje stabilizację polityczną, to raczej na papierze (czyli na krótko) i okazuje się, że nie trzeba było długo czekać na ostrą wymianę zdań między sygnatariuszami paktu.

▪ Pojawiły się nawet groźby rozwiązania paktu i rozwiązania parlamentu (wcześniejszych wyborów). Wniosek o samorozwiązanie parlamentu byłby raczej gestem, ponieważ pozostałe partie mogą być przeciwne takiemu rozwiązaniu.

▪ Innym sposobem doprowadzenia do wyborów byłaby dymisja rządu (zakładając brak zdolności parlamentu bez poparcia PiS do powołania nowego rządu). Póki co sondaże poparcia dla partii politycznych pokazują, że niekoniecznie przyspieszone wybory zmieniłyby sytuację na polskiej scenie politycznej.

Pod lupą: Rząd i polityka

Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

Kazimierz Marcinkiewicz, premier RP

Reuters, 2 marca

Jeśli chodzi o stopy procentowe, to się cieszę. Widzę miejsce na kolejną obniżkę w najbliższym czasie. Dla gospodarki to dobra wiadomość.

Reuters, 17 lutego

Mamy zbyt małą inflację - w grudniu spadła ona do najniższego poziomu w Unii, a stopy procentowe są na wysokim poziomie

Zyta Gilowska, wicepremier, minister finansów

Rzeczpospolita, 27 lutego

Sformułowanie „reforma finansów publicznych” zostało zarezerwowane na określenie najrozmaitszych przedsięwzięć, których bezpośrednim celem jest ograniczanie wydatków. (...) Mnie chodzi o reformę instytucjonalną, o nowy kształt organizacyjny finansów publicznych. (...) To jest moja czwarta próba przekonania polityków do nowoczesnej regulacji finansów publicznych. Piątej nie będzie.

Rząd nie może sobie pozwolić aby budżet na 2007 rok był księżycowy. (...) Musimy zredukować deficyt tak, by nie przekraczał 3% PKB. (...) Próby niewywiązywania się z tych ustaleń nie wchodzi w grę, ponieważ narażają na szwank naszą reputację na świecie. Zresztą, byłoby też bardzo kosztowne. Komisja Europejska mogłaby nam poważnie ograniczyć dostęp do funduszy strukturalnych. (...) W ogóle nie widzę możliwości wzrostu wydatków społecznych większego niż wynika z już przyjętych ustaw. I bez nich będą one wyższe.

TVN24, 16 lutego

Moim zdaniem realnym rokiem [przyjęcia euro], zawsze uważałam że jest 2011 rok. Tak uważałam, ale to był mój pogląd jako ekonomisty, natomiast jako minister finansów muszę zachować całkowitą wstrzeźliwość, bo podawanie daty oznacza zobowiązanie państwa polskiego, a takiego zobowiązania my podjąć nie możemy. Zobowiązaliśmy się wejść do strefy euro i zobowiązaliśmy się spełniać wszystkie kryteria konieczne przy ubieganiu się o wejście do strefy euro. I więcej, w programie konwergencji powiedzieliśmy, że naszą intencją jest spełnienie kryteriów konwergencji w tej kadencji parlamentu.

Jacek Krzyślak dyrektor dep. polityki finansowej MinFin

Reuters, 1 marca

Szacujemy, że inflacja w marcu wyniesie 0,9%, a do listopada powinna się utrzymać poniżej 1,0%. Uważamy, że na niski poziom inflacji będzie wpływał brak presji ze strony wynagrodzeń. Zakładamy także, że nie będzie szoków podaźowych ze strony żywności i ropy naftowej. Na poziom inflacji wpływa także silny złoty. Na koniec roku inflacja wyniesie około 1,5%, głównie ze względów statystycznych.

Reuters, 20 lutego

Na luty prognozujemy wzrost produkcji przemysłowej na poziomie 11-12% r/r i podtrzymujemy szacunek wzrostu PKB na poziomie 5%, co oznacza, że w całym roku wzrost gospodarczy może być silniejszy od zakładanych w budżecie [4,3%], czyli około 4,5%.

Wojciech Jasiński, minister prywatyzacji

Reuters, 2 marca

Prywatyzacja w Polsce nie jest łatwa i to jest fakt, z którym każdy minister musi się liczyć. W kierunkach prywatyzacji, wszystko jest obciążone dosyć dużym ryzykiem (...). Ja mam zamiar działać, żeby wykonać zapisane w budżecie wpływy z prywatyzacji.

Jarosław Kaczyński, prezes PiS

Reuters, 3 marca

Spore zagrożenie dla paktu jest. (...) Alternatywą odpowiedzialną, która zakłada, że postawie kierują się interesem kraju jest samorozwiązanie Sejmu i wybory. To jest oczywiste. (...) My nie boimy się wyborów. Jeśli to się będzie przedłużało, to z całą pewnością z takim wnioskiem wystąpimy. My na pewno nie będziemy przy władzy za wszelką cenę i takiej nieustannej awantury nie będziemy tolerować. Chciałbym, aby (liderzy Samoobrony i Ligi) panowie Lepper i Giertych zadawali sobie z tego sprawę.

Komentarz

Zadowolenie premiera z decyzji Rady jest zrozumiałe biorąc pod uwagę jego ostatnie wypowiedzi (choć samo wywieranie presji na bank centralny jest zrozumiałe już znacznie mniej, jeśli w ogóle). Wydaje nam się jednak, że kolejny miesiąc może przynieść pewne rozczarowanie dla szefa rządu, gdyż oczekujemy, że Rada wstrzyma się z kolejną obniżką na jakiś czas aby zobaczyć efekty dotychczasowych zmian i lepiej ocenić sytuację gospodarczą na podstawie napływających informacji.

Minister finansów kilkakrotnie wyraziła chęć przedstawienia w pierwszej połowie tego roku projektu reformy finansów publicznych, rozumianej jako reformę instytucjonalną, który umożliwi lepsze zarządzanie i sprawniejsze kontrolowanie przepływów finansowych. Celem reformy ma być uczynienie finansów państwa przejrzystymi przez skonsolidowanie i przywrócenie państwu kontroli nad nimi. Gilowska oceniła szanse takiego przedsięwzięcia jako wysokie, stwierdzając jednocześnie, że będzie to ostatnia jej próba przekonania do niego polityków. Wniosek z tego, że jeśli nie uda się przeprowadzić reformy (czy politycy będą chętni do ograniczenia dyskrecjonalności w wydawaniu publicznych pieniędzy?), to możemy spodziewać się dymisji minister finansów. Zresztą, okazja do dymisji będzie zapewne niejedna, biorąc pod uwagę trudny budżet na 2007 rok, którego przygotowanie zbiegnie się z kampanią do wyborów samorządowych (a może również parlamentarnych).

Warto zauważyć, że w kontekście planowania budżetowego, minister finansów z zadowoleniem przyjmuje zobowiązania traktatowe, które będą zapewne używane jako argument do przekonywania polityków aby nie zwiększać deficytu budżetowego. Szkoda tylko, że o tych zobowiązaniach ministerstwo „zapomniało” gdy wysyłało Program Konwergencji, który zakłada co prawda spełnienie kryteriów ale zbyt późno jeśli wziąć pod uwagę procedurę nadmiernego deficytu. W związku z tym dokument ten spotkał się z krytyką Komisji Europejskiej (szczegóły na poprzedniej stronie), podobnie zresztą jak fakt, że Polska jako jedyny nowy kraj w Unii nie podaje daty docelowej wejścia do strefy euro. Warto również pamiętać, że UE może nam w skrajnym przypadku zablokować środki Funduszu Spójności, a nie funduszy strukturalnych, jak mówi wicepremier Gilowska.

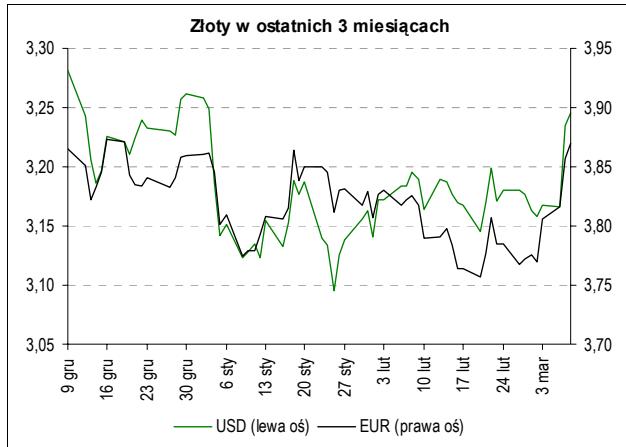
Prognozy inflacyjne Ministerstwa Finansów są częściowo zbieżne z naszymi szacunkami. Podobnie uważamy, że inflacja pozostanie w przedziale 0,7-1,0% r/r do października tego roku, po czym nastąpi jej wzrost (między innymi na skutek efektu bazy statystycznej). Jednak nasza prognoza zakłada, że rok zakończy się inflacją na poziomie 1,7% r/r, co jest nieco powyżej szacunków ministerstwa, ale wciąż poniżej celu inflacyjnego NBP (choć w przedziale dopuszczalnych wahań wokół celu).

Jeśli chodzi o prognozy wzrostu gospodarczego, to wydaje nam się, że szacunek ministerstwa na pierwszy kwartał jest dość optymistyczny i o ile wzrost PKB w pierwszych trzech miesiącach tego roku może sięgnąć 4,5% (przy założeniu dobrych danych za luty i marzec) to 5% byłoby wynikiem rewelacyjnym. Nawet jeśli nie zostanie osiągnięte 5% w I kw., to prognoza ministerstwa na cały rok wydaje się możliwa do realizacji.

Choć nowo mianowany minister skarbu wciąż zamierza wykonać założony plan 5,5 mld wpływów z prywatyzacji, to wydaje się to założenie dość optymistyczne. Co więcej, wydaje nam się, że zbyt optymistyczne było nasze założenie wykonania 70% planu w tym zakresie, które przyjęliśmy do szacunku podaży papierów skarbowych w tym roku. Tym bardziej, że minister stwierdza, że czynnikami utrudniającymi prywatyzację jest sprzeciw Sejmu wobec sprzedaży państwowego majątku oraz fakt, że prywatyzacja nie cieszy się społecznym poparciem.

Sygnatariusze paktu stabilizacyjnego rozpoczęli wzajemne ataki medialne zaledwie miesiąc po jego podpisaniu. Można powiedzieć, że było to do przewidzenia biorąc pod uwagę, że zniknął „straszak” na małe partie w postaci rozwiązania parlamentu przez prezydenta. Skoro znikło ryzyko wcześniejszych wyborów z powodu budżetu, celem próby dyscyplinowania LPR i Samoobrony lider PiS zagroził tym razem samorozwiązaniem Sejmu. Trudno na razie, przynajmniej zanim głosowane będą jakiegokolwiek istotne ustawy w parlamencie, ocenić prawdopodobieństwo wcześniejszych wyborów, niemniej jednak marszałek Sejmu stwierdził, że PiS w marcu podejmie decyzję, czy zgłosić wniosek o samorozwiązanie Sejmu.

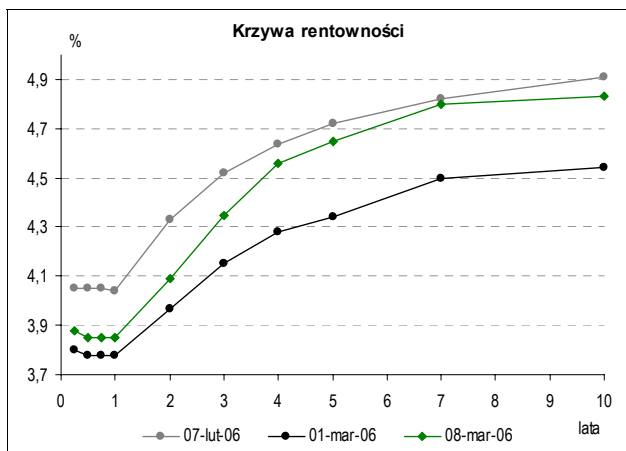
Monitor rynku



Korekta złotego po najmocniejszych poziomach od 3,5 roku

▪ Od początku do połowy lutego złoty umocnił się o ok. 1,7% do euro do najmocniejszego poziomu od 3,5 roku (3,754) oraz o ok. 1,2% do dolara. Korekta (ok. 1,3% do euro) nastąpiła po obniżeniu ratingu kredytowego Islandii, a po kolejnym umocnieniu o ok. 1% odpływ kapitału z rynków wschodzących globalne obawy o inflację oraz powrót kwestii wcześniejszych wyborów spowodowały wyprzedzą na rynkach wschodzących i dalszy spadek złotego o ok. 2,6% na początku marca.

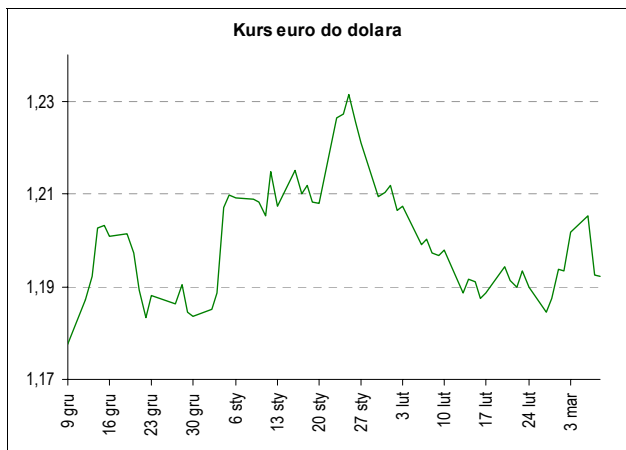
▪ Sądzymy, że na niekorzyść polskiej waluty w coraz większym stopniu wpływać będzie mniejsza różnica między stopami procentowymi w Polsce i strefie euro oraz większa różnica wobec stóp w USA. Ponadto, sytuacja polityczna jest w dalszym ciągu niepewna, a kolejne sugestie o możliwość rozwiązania parlamentu będą negatywnie oddziaływać na wartość złotego.



Rentowności rekordowo niskie dzięki CPI oraz obniżce stóp

▪ Rentowności polskich obligacji spadły do najniższych poziomów w historii. Zdecydowane umocnienie nastąpiło po publikacji wstępnych danych o inflacji za styczeń oraz stosunków słabych danych o płacach. Kolejne znaczące umocnienie przyniosła obniżka stóp procentowych przez RPP o 25 pb, a rynek zaczął częściowo wyceniać kolejne cięcia w ciągu 3 miesięcy. W ostatnich dniach nastąpiła jednak realizacja zysków na rynkach wschodzących co doprowadziło do znaczącej korekty.

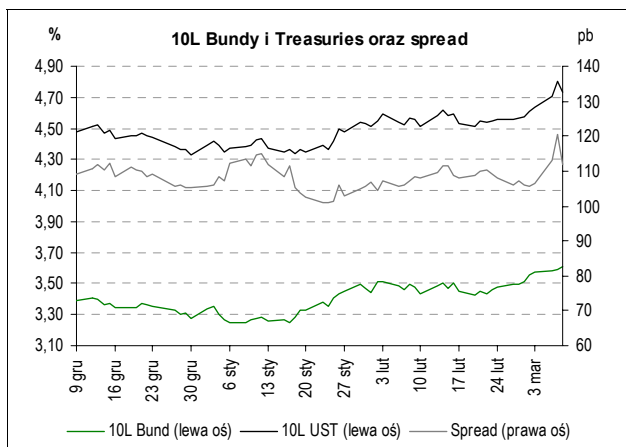
▪ W nadchodzącym okresie duży wpływ na obligacje długoterminowe będą miały oczekiwania odnośnie docelowego poziomu stóp procentowych w USA i EMU, co może spowodować dalszy odpływ kapitału z rynków wschodzących i negatywnie oddziaływać na polski dług. Powracający scenariusz wcześniejszych wyborów może również osłabiać obligacje.



Oczekiwania podwyżek stóp umacniają dolara

▪ Dobre dane pozytywnie wpływające na perspektywy gospodarki USA oraz wystąpienia Bena Bernanke przed amerykańskim parlamentem wpłynęły na oczekiwania co do skali podwyżek stóp procentowych i w rezultacie na umocnienie dolara wobec euro. Najwyższy od 14 lat indeks Ifo wsparł euro, podobnie jak jastrzębie komentarze EBC po podwyżce stóp w lutym. Jednak oczekiwania na podwyżki stóp w USA okazały się równie silne co umocniło dolara do 1,19.

▪ Na relację wspólnej waluty do dolara w dalszym ciągu największy wpływ będą miały oczekiwania odnośnie stóp procentowych w USA oraz strefie euro. Wydaje się, że dane z USA musiałyby być dużo wyższe od oczekiwań, aby dolar pokonał poziom 1,18 wobec euro. Oczekujemy, że pozostanie w przedziale 1,18-1,21, a później powróci do 1,20-1,25.

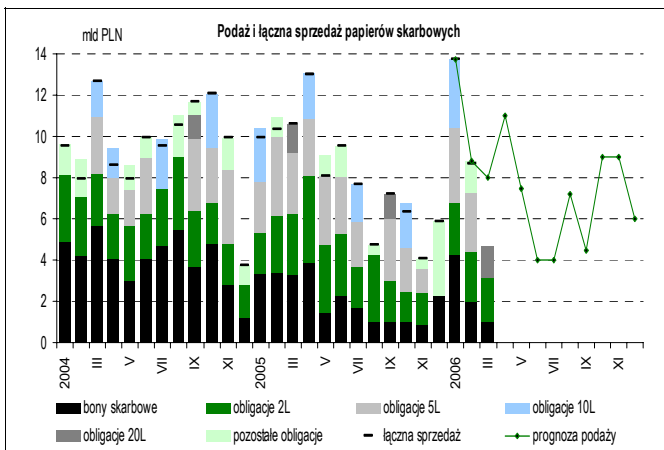
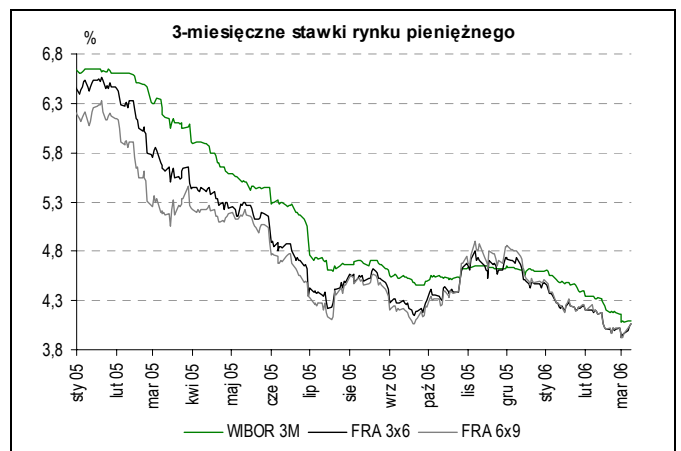
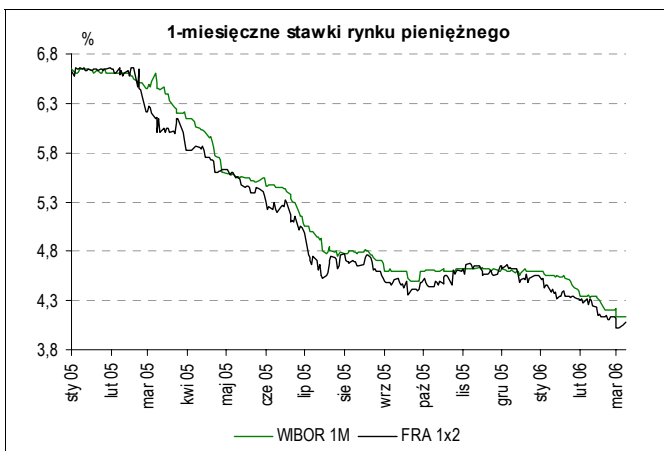
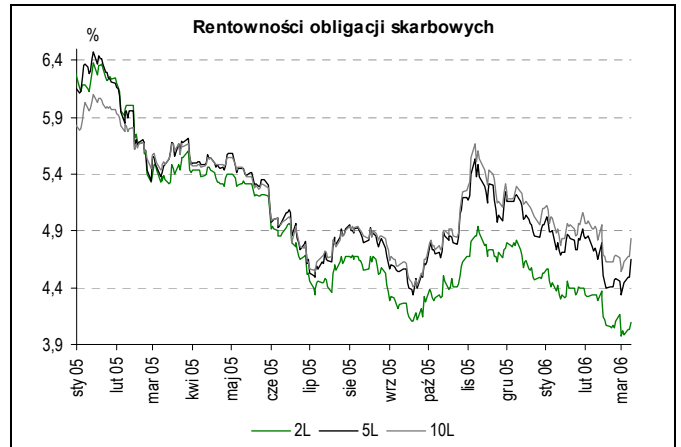
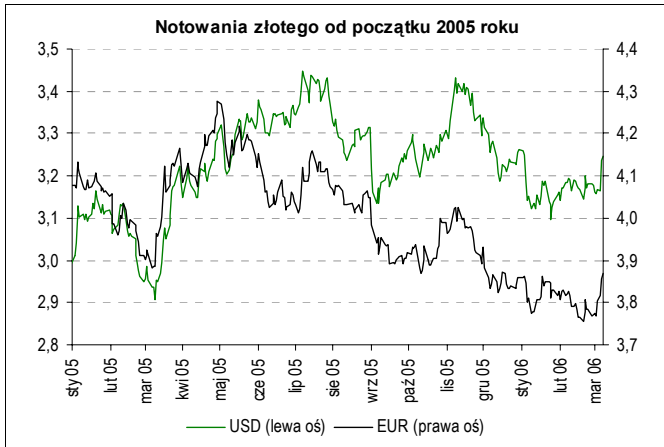


Skok rentowności na rynkach bazowych

▪ Zgodnie z naszymi oczekiwaniami rentowności na rynkach bazowych wzrosły w związku ze zwiększeniem oczekiwań odnośnie rozmiaru i tempa podwyżek stóp procentowych w USA oraz strefie euro w związku ze zwiększonymi obawami o globalną inflację. Rentowności 10-letnich Treasuries oraz Bundów wzrosły odpowiednio o 22 pb oraz 17 pb do 4,74% (osiągnęły w międzyczasie 4,81%, najwyższy poziom od maja 2004) i 3,63%.

▪ Oczekujemy, że oficjalne stopy procentowe wzrosną w USA do 5% już w drugim kwartale 2005. Sądzymy także, że stopy procentowe w strefie euro w II kw. mogą wzrosnąć do 2,75% i do 3% w III kw. Zmiany oczekiwań odnośnie kształtowania się przyszłej inflacji oraz siły amerykańskiej gospodarki mogą w dalszym ciągu utrzymywać rentowności na wysokich poziomach, choć 4,80 (10L USA) będzie ważnym poziomem wsparcia.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	3 tyg.	OFERTA / SPRZEDAŻ		Suma
		13-tyg.	52-tyg.	
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	1 000 / 1 000
20.02.2006	-	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
razem luty	-	-	2 000 / 2 000	2 000 / 2 000
06.03.2006	-	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
20.03.2006	-	-	1 000 - 1 300	1 000 - 1 300
razem marzec*	-	-	2 000 - 2 300	2 000 / 2 000

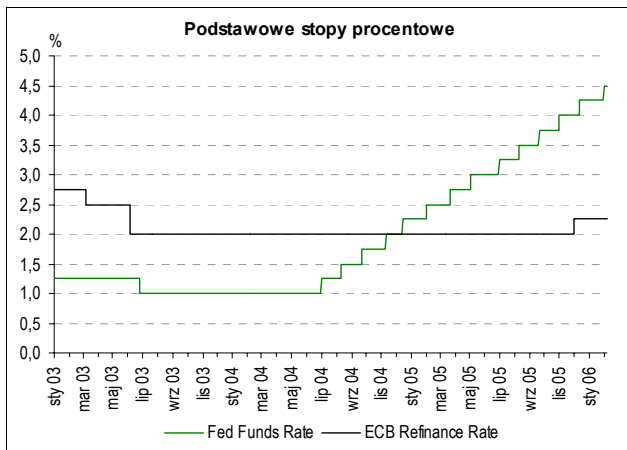
* na podstawie informacji Ministerstwa Finansów

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*	OK0408	2 400	2 300	08.02	WZ0911 IZ0816	1 000 500	1 000 493	15.02*	DS1110	2 880	2 880
marzec	01.03*	OK0408	2 160	2 160	08.03	WS0922	1 500	1 500	15.03	PS0511	1 800 - 2 800	-
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

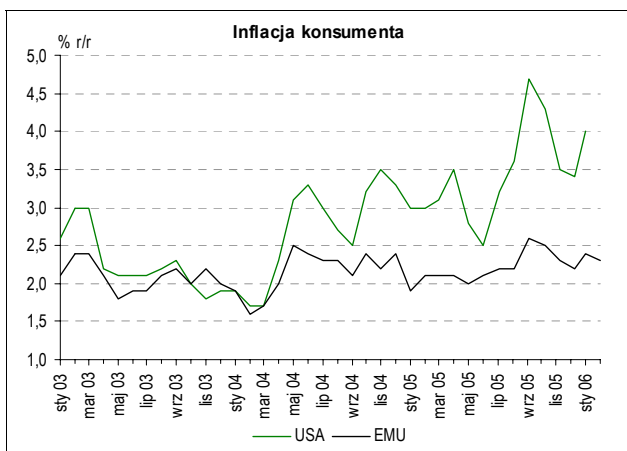
Przegląd międzynarodowy

**Przed nami kolejne podwyżki stóp**

▪ Nowy szef Fed Ben Bernanke zaprezentował swoje poglądy odnośnie prowadzenia polityki pieniężnej w amerykańskim Kongresie oraz w Senacie. Amerykańska gospodarka funkcjonuje jego zdaniem przy prawie pełnym wykorzystaniu mocy produkcyjnych i do utrzymania inflacji pod kontrolą będą konieczne kolejne podwyżki stóp procentowych.

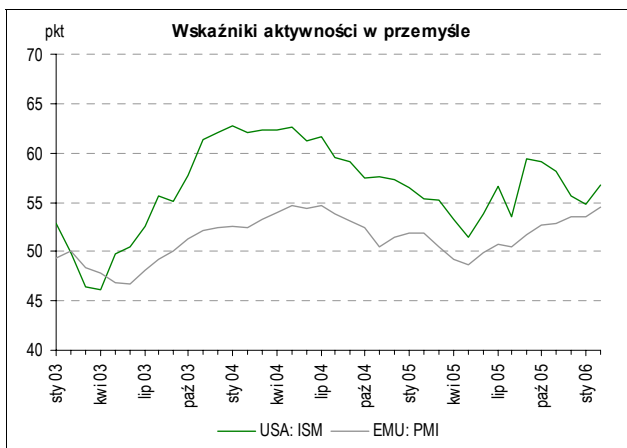
▪ Europejski Bank Centralny podwyższył zgodnie z oczekiwaniami główną stopę procentową w strefie euro o 25 pb do 2,5%

▪ Na konferencji prasowej prezes EBC Jean-Claude Trichet powiedział, że EBC podniósł prognozy inflacji na 2007 r. do 1,6%-2,8% z wcześniej prognozowanego przedziału 1,5%-2,5%, co wzmocniło przekonanie rynku, że EBC będzie mógł kontynuować podwyżki stóp w szybszym tempie niż dotychczas oczekiwano.

**Inflacja w USA nadal wysoka**

▪ W styczniu w USA inflacja CPI wyniosła 0,7% m/m oraz 4,0% r/r wobec 3,4% r/r w grudniu i co oznaczało wyższy wzrost od rynkowego konsensusu na poziomie 0,5% m/m. Główny powodem wyższego przyrostu cen był wzrost cen energii o 5%. Wskaźnik bazowy był zgodny z oczekiwaniami i wzrósł o 0,2% m/m, natomiast roczny wskaźnik obniżył się do 2,1% r/r z 2,2% r/r w poprzednim miesiącu.

▪ Według Eurostatu inflacja HICP spadła w styczniu o 0,4% m/m w porównaniu ze wzrostem o 0,3% w grudniu. W ujęciu rocznym wskaźnik inflacji wzrósł z 2,2% do 2,5%, co było zgodne z oczekiwaniami rynku. Dane o inflacji bazowej, która nie uwzględnia cen żywności i energii, wskazywały na spadek o 0,9% m/m i wzrost o 1,3% r/r. Według szacunków Eurostatu inflacja HICP w strefie euro spadła w lutym do 2,3% r/r.

**Aktywność gospodarcza utrzymuje się na solidnym poziomie**

▪ Indeks ISM dla sektora wytwórczego wzrósł w styczniu do 56,7 pkt z 54,8 pkt miesiąc wcześniej, podczas gdy analitycy oczekiwali skromniejszego wzrostu do 55,6 pkt. ISM dla sektora usług w USA zwiększył się w lutym do 60,1 pkt z 56,8 pkt w styczniu i był znacznie powyżej rynkowego konsensusu.

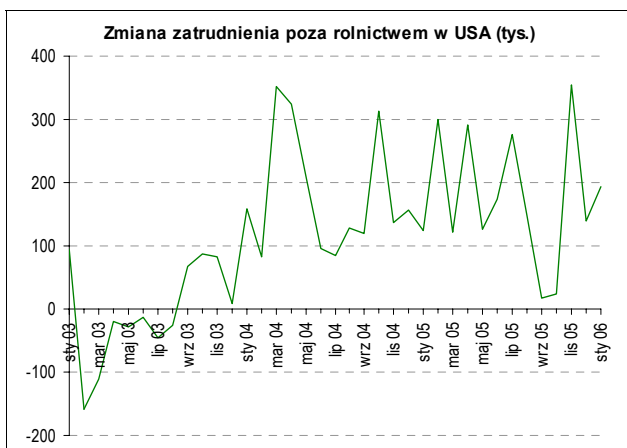
▪ Wskaźnik PMI dla sektora wytwórczego strefy euro wzrósł w lutym do 54,5 pkt., czyli najwyższego poziomu od 19 miesięcy i wskazał na poprawę perspektyw sektora wytwórczego europejskiej gospodarki. PMI dla sektora usług wzrósł w lutym do 58,2 pkt z 57 pkt, co jest kolejnym sygnałem ożywienia gospodarczego.

▪ Dane o wzroście gospodarczym w USA w czwartym kwartale i w całym 2005 roku zostały zrewidowane odpowiednio z 1,1% do 1,6% i z 3,1% do 3,2%.

▪ Wzrost PKB w strefie euro wyniósł w IV kw. 0,3% kw./kw. oraz 1,7% r/r wobec 0,6% kw./kw. i 1,8% r/r w III kwartale, co było w zgodzie z oczekiwaniami analityków. Spadek dynamiki PKB wynikał ze spadku konsumpcji o 0,2% kw./kw. oraz pogorszenia sytuacji w handlu zagranicznym. Import zwiększył się bowiem o 0,9%, a eksport wzrósł o 0,5%.

▪ W USA jednostkowe koszty pracy, które są istotnym wskaźnikiem przyszłej inflacji wzrosły o 3,3% w IV kw. Z drugiej strony produktywność pracy spadła o 0,5%, co było nieco poniżej wcześniej zanotowanego spadku o 0,6%.

▪ Średnia liczba nowych bezrobotnych w USA z ostatnich 4-tygodni wzrosła o ponad 5,25 tys. do 287,25 tys, choć pozostaje na relatywnie niskim poziomie, sugerując solidny wzrost zatrudnienia w lutym.



Źródło: Reuters, ECB, Federal Reserve

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
6 marca POL: Przetarg bonów skarbowych USA: Zamówienia w przemyśle (I)	7 USA: Jednostkowe koszty pracy (IV kw.) USA: Produktivność pracy (IV kw.)	8 POL: Aukcja obligacji 20-letnich	9 USA: Bilans handlowy (I) GB: Spotkanie BoE - decyzja JP: Spotkanie BOJ - decyzja	10 USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (II) USA: Bezrobocie (II) USA: Zapasy hurtowe (I)
13	14 POL: Podaż pieniądza (II) POL: Bilans płatniczy (I) GER: Indeks ZEW (III) USA: Sprzedaż detaliczna (II) JP: Protokół z posiedzenia BOJ	15 POL: Aukcja obligacji 5-letnich POL: Płace i zatrudnienie (II) POL: Ceny konsumenta (I & II) USA: Napływ kapitału netto (I) USA: Ceny w handlu zagranicznym (II)	16 EMU: Finalny HICP (II) USA: Ceny konsumenta (II) USA: Pozwolenia na budowę (II) USA: Liczba nowych budów (II)	17 POL: Ceny produkcji (II) POL: Produkcja przemysłowa i budowlana (II) EMU: Produkcja przemysłu (I) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (II) USA: Produkcja przemysłu (II)
20 POL: Przetarg bonów skarbowych	21 JPN: Dzień wolny USA: Ceny producenta (II)	22 POL: Aukcja zamiany EMU: Rachunek obrotów bieżących (I)	23 POL: Wskaźniki koniunktury (II) POL: Inflacja bazowa (I & II) POL: Sprzedaż detaliczna (II) POL: Bezrobocie (II) USA: Sprzedaż domów (II)	24 USA: Zamówienia na dobra trwałe (II) USA: Sprzedaż nowych domów (II)
27	28 POL: Spotkanie RPP GER: Indeks IFO (III) EMU: Podaż pieniądza M3 (II) USA: Zaufanie konsumentów (III) USA: Spotkanie Fed - decyzja	29 POL: Spotkanie RPP - decyzja	30 USA: Bazowe wydatki konsumenta (PCE) (IV kw.) USA: Finalny PKB (IV kw.)	31 POL: Bilans płatniczy (IV kw.) EMU: Nastroje konsumentów (III) EMU: Wstępny HICP (III) USA: Chicago PMI (III) USA: Zamówienia w przemyśle (II) USA: Finalny indeks Michigan (III)
3 kwietnia POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: PMI sektor wytwórczy (III) USA: ISM sektor wytwórczy (III)	4 EMU: PPI (II) EMU: Stopa bezrobocia (II)	5 POL: Aukcja obligacji 2-letnich EMU: PMI sektor usług (III) EMU: Sprzedaż detaliczna (I) USA: ISM sektor usług (III)	6 GB: Spotkanie BoE – decyzja (IV) EMU: Spotkanie EBC – decyzja (IV)	7 USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (III) USA: Bezrobocie (III) USA: Zapasy hurtowe (II)
10 POL: Przetarg bonów skarbowych	11 GER: Indeks ZEW (IV) JP: Spotkanie BOJ - decyzja	12 POL: Bilans płatniczy (II) POL: Aukcja obligacji 10-letnich EMU: PKB (IV kw.) USA: Bilans handlowy (II) USA: Deficyt budżetowy (III)	13 USA: Ceny w handlu zagr. (III) USA: Sprzedaż detaliczna (III) USA: Wstępny Michigan (IV)	14 POL: Ceny konsumenta (III) POL: Podaż pieniądza (III) GB, DE: Dzień wolny USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (III) USA: Produkcja przemysłu (III)

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	27-28	28-29	25-26	30-31	27-28	25-26	29-30	26-27	24-25	28-29	19-20
PKB*	-	-	1	-	31	-	-	30	-	-	30	-
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	23	23	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	16	15	15	18	17	16	17	16	15	16	16	15
Bezrobocie	24	23	23	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31	-	-	30	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	13 ^c	13	14	12	17	14	-	-	-	-	-	-
Podaż pieniądza	13	14	14	14	12	14	-	-	-	-	-	-
Bilans NBP	6	7	7	7	5	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

		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	mar 06
Produkcja przemysłowa	% r/r	2,3	-3,7	-1,1	0,9	6,9	2,6	4,8	5,9	7,6	8,5	9,6	9,5	7,9	11,6
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	2,4	-0,3	-14,4	8,0	10,5	5,0	7,9	5,4	7,5	7,3	6,3	8,6	8,9	2,5
Stopa bezrobocia	%	19,4	19,3	18,8	18,3	18,0	17,9	17,8	17,6	17,3	17,3	17,6	18,0	18,0	17,9
Place brutto ^{b c}	% r/r	1,4	2,2	1,8	3,0	4,5	3,2	2,8	1,8	6,4	6,9	1,5	3,6	4,0	3,6
Zatrudnienie ^b	% r/r	1,6	1,6	1,7	1,6	1,7	1,8	2,0	2,2	2,1	2,5	2,6	2,6	2,6	2,5
Eksport (w euro) ^d	% r/r	27,3	11,0	12,6	11,3	12,9	15,0	13,5	14,0	17,2	17,6	17,8	12,1	10,5	10,1
Import (w euro) ^d	% r/r	27,9	6,8	-5,2	13,5	10,8	8,1	13,5	10,0	14,9	18,5	14,8	12,1	9,5	7,1
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-60	-359	-19	-495	-172	-143	-341	-127	-35	-335	-339	114	-11	-197
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-317	-275	114	-685	53	-308	-376	-245	-392	-654	-410	-136	-241	-217
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-3,8	-3,4	-2,7	-2,5	-2,1	-1,8	-1,8	-1,5	-1,5	-1,7	-1,6	-1,5	-1,5	-1,5
Deficyt budżetowy (narastająco)	mlrd PLN	-8,8	-12,3	-13,9	-18,3	-18,5	-17,5	-18,5	-17,8	-20,6	-22,2	-28,6	0,7	-7,0	-11,6
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu ^e	30,9	43,2	48,6	64,0	64,8	61,1	64,7	62,3	72,1	77,7	100,0	-2,3	22,9	38,0
Inflacja (CPI)	% r/r	3,6	3,4	3,0	2,5	1,4	1,3	1,6	1,8	1,6	1,0	0,7	0,7	0,9	1,0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,2	2,2	0,9	-0,5	0,0	0,0	-0,2	-0,5	-0,9	-0,4	0,2	0,5	1,0	0,8
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	9,4	11,0	10,0	13,2	10,8	10,4	11,1	12,7	8,7	12,6	10,4	10,2	10,2	9,9
Depozyty	% r/r	8,7	10,4	8,7	11,9	9,2	9,4	10,1	11,6	6,3	11,1	9,4	10,0	9,1	8,9
Kredyty	% r/r	2,4	4,6	5,3	9,4	7,4	8,8	9,0	9,6	4,4	10,2	11,8	12,2	12,9	13,0
USD/PLN	PLN	3,06	3,04	3,21	3,29	3,34	3,40	3,29	3,20	3,26	3,37	3,25	3,16	3,18	3,21
EUR/PLN	PLN	3,99	4,02	4,16	4,18	4,06	4,10	4,05	3,92	3,92	3,97	3,85	3,82	3,79	3,85
Stopa interwencyjna ^a	%	6,50	6,00	5,50	5,50	5,00	4,75	4,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25	4,00
Stopa lombardowa ^a	%	8,00	7,50	7,00	7,00	6,50	6,25	6,25	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	5,75	5,50
WIBOR 3M	%	6,54	6,15	5,78	5,48	5,22	4,66	4,67	4,57	4,50	4,64	4,62	4,49	4,26	4,15
Rentowność bonów 52-tyg.	%	5,95	5,51	5,36	5,19	5,09	4,30	4,33	4,15	4,19	4,35	4,38	4,22	3,97	4,00
Rentowność obligacji 2L	%	5,82	5,43	5,39	5,27	5,14	4,50	4,60	4,22	4,42	4,75	4,64	4,40	4,20	4,15
Rentowność obligacji 5L	%	5,80	5,56	5,50	5,38	5,25	4,70	4,84	4,51	4,85	5,23	5,04	4,82	4,60	4,60
Rentowność obligacji 10L	%	5,72	5,57	5,49	5,36	5,24	4,72	4,87	4,57	4,90	5,36	5,14	4,94	4,78	4,75

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	I kw. 05	II kw. 05	III kw. 05	IV kw. 05	I kw. 06	II kw. 06	III kw. 06	IV kw. 06
PKB	mld PLN	842,1	922,2	967,7	1 020,0	226,2	235,7	237,2	268,5	237,7	247,5	250,1	284,6
PKB	% r/r	3,8	5,3	3,3	4,4	2,1	2,8	3,7	4,2	4,2	4,1	4,5	4,8
Popyt krajowy	% r/r	2,7	5,9	1,9	4,2	1,1	-0,5	1,6	5,0	3,9	4,0	4,3	4,7
Spożycie indywidualne	% r/r	1,9	4,0	2,3	3,7	1,7	1,6	2,7	3,1	3,5	3,7	3,7	3,7
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	6,2	0,7	2,3	4,5	8,3	9,7	4,4	5,2	5,4
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	3,6	7,1	1,5	8,7	-0,4	-3,2	4,1	5,4	5,9	8,2	9,8	10,9
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	3,1	-1,3	0,8	1,1	3,8	2,8	2,8	4,6	2,1
Zatrudnienie ^c	% r/r	-3,5	-0,8	1,9	2,5	1,5	1,7	2,0	2,4	2,6	2,4	2,5	2,4
Eksport (w euro) ^b	% r/r	9,1	22,3	16,5	8,4	23,1	12,2	14,1	17,4	10,9	9,8	8,4	4,9
Import (w euro) ^b	% r/r	3,3	19,5	12,2	9,1	17,8	5,7	10,4	16,0	9,5	9,0	9,8	8,4
Bilans handlowy ^b	mln EUR	-5 077	-4 552	-2 327	-3 144	-316	-690	-612	-709	-94	-600	-950	-1 500
Rachunek bieżący ^b	mln EUR	-4 108	-8 401	-3 912	-4 054	-1 001	-529	-926	-1 456	-594	-710	-1 080	-1 670
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-2,1	-4,1	-1,6	-1,6	-3,3	-2,1	-1,5	-1,6	-1,4	-1,5	-1,5	-1,6
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	1,0	3,6	2,3	1,6	1,1	0,9	0,8	0,9	1,2
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	1,7	4,4	0,7	1,7	3,4	1,4	1,8	0,7	1,0	1,0	0,8	1,7
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,6	7,0	0,7	1,1	3,3	0,1	-0,2	-0,4	0,8	0,5	1,0	2,0
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	5,6	8,7	10,4	11,1	11,0	10,8	12,7	10,4	9,9	10,1	8,8	11,1
Zobowiązania ^a	% r/r	3,7	8,1	9,4	10,8	10,4	9,2	11,6	9,4	8,9	10,6	8,7	10,8
Należności ^a	% r/r	8,1	2,9	11,8	15,0	4,6	7,4	9,6	11,8	13,0	14,7	16,9	15,0
USD/PLN	PLN	3,89	3,65	3,23	3,20	3,07	3,28	3,30	3,29	3,18	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	3,82	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	4,22	6,44	5,49	4,63	4,59	4,30	4,20	4,20	4,20
Rentowność bonów 52-tyg.	%	5,33	6,50	4,92	4,17	5,91	5,21	4,26	4,31	4,06	4,00	4,05	4,15
Rentowność obligacji 2L	%	5,38	6,89	5,04	4,36	5,83	5,27	4,44	4,60	4,25	4,20	4,25	4,30
Rentowność obligacji 5L	%	5,61	7,02	5,25	4,91	5,89	5,38	4,68	5,04	4,67	4,85	5,00	5,10
Rentowność obligacji 10L	%	5,77	6,84	5,24	5,02	5,76	5,37	4,72	5,13	4,82	4,95	5,10	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 08.03.2006 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.

