

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

To już jest koniec...

▪ ... mistrzostw świata w piłce nożnej. Ale nie tylko. **Kazimierz Marcinkiewicz zakończył swą karierę premiera, a wcześniej Zyta Gilowska pożegnała się z funkcją wicepremiera i ministra finansów. Zmiany te nie wywołały znaczącego zawirowania na rynkach finansowych.** Szybkie zaprezentowanie kandydatur na stanowiska nowego premiera i ministra finansów oraz ich wypowiedzi podkreślające kontynuację polityki gospodarczej (i utrzymanie kotwicy budżetowej na poziomie 30 mld) wpłynęły stabilizująco na notowania złotego i obligacji po chwilowej wyprzedaży. Nie bez znaczenia był też fakt, że w ostatnim czasie na polskim rynku nastąpiła już znaczna korekta zarówno złotego, obligacji jak i giełdy. Wydaje się, że czynniki polityczne wniosą w okresie wakacyjnym (w okresie prac nad budżetem) trochę niepewności w poczynania inwestorów na rynku, którzy będą oczekiwali na pierwsze decyzje w sprawie polityki gospodarczej. Jeśli jednak deficyt budżetowy w wysokości 30 mld (naszym zdaniem, zbyt wysoki biorąc pod uwagę bardzo dobrą koniunkturę gospodarczą) zostanie rzeczywiście utrzymany, to ponownie na polskim rynku najistotniejszą rolę będzie odgrywać sytuacja na rynkach globalnych i nastroje wobec tzw. rynków wschodzących. Jeśli natomiast nowy rząd zdecydowałby się, mimo deklaracji, zwiększyć znacząco deficyt i/lub wydatki budżetowe to wówczas ewentualny odpływ kapitału z rynków wschodzących mógłby rozpocząć się od Polski. Nasz scenariusz bazowy zakłada pierwszą opcję i dlatego nie zmieniamy prognoz kursu walutowego na najbliższe miesiące.

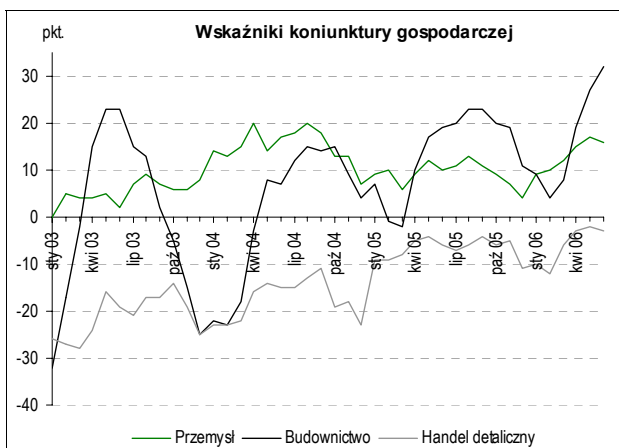
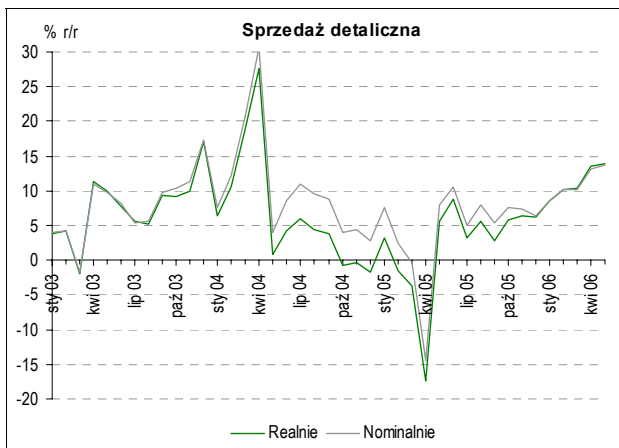
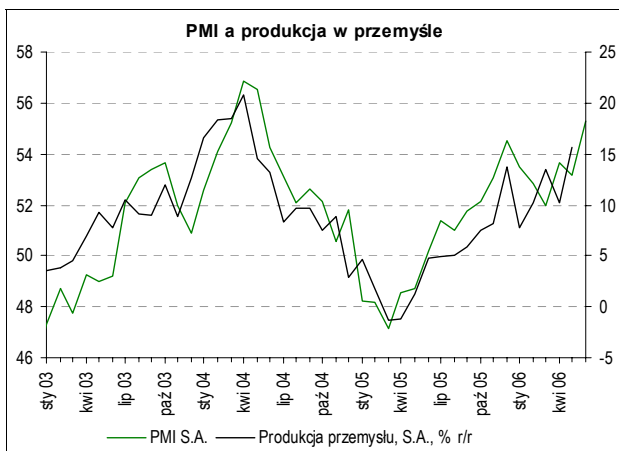
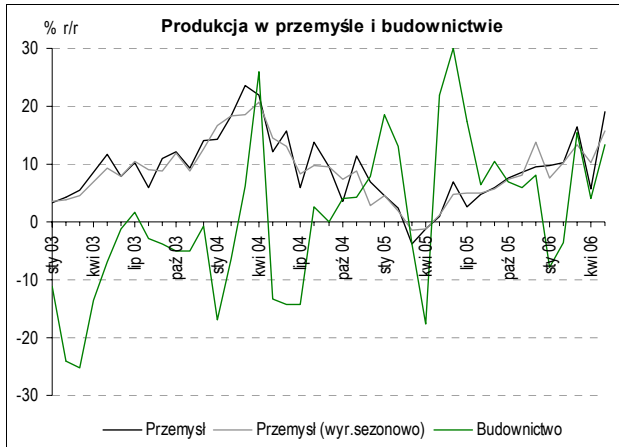
▪ **Kształt polityki gospodarczej rządu jest akceptowany przez inwestorów na rynku finansowym ze względu na bardzo dobre fundamenty polskiej gospodarki.** Dopóki szybki wzrost gospodarczy przynosi wysokie dochody budżetowe, to nawet nadmierne wydatki nie powodują znacznych problemów fiskalnych. Problem jednak w tym, że pomimo konserwatywnych założeń makroekonomicznych, projekt budżetu na przyszły rok nie przygotowuje finansów publicznych na spowolnienie gospodarcze, którego w średnim terminie nie można wykluczyć, chociażby ze względu na sytuację globalną.

▪ **Choć ton komunikatu po ostatnim posiedzeniu RPP był nieco bardziej „jastrzębi”, to nie na tyle abyśmy zmienili naszą prognozę utrzymującą, że stopy procentowe NBP pozostaną bez zmian do końca roku.** Z punktu widzenia Rady kluczowe wydaje się pytanie czy zmiana perspektyw inflacji w średnim terminie jest na tyle istotna, aby (na trwale) zagrozić celowi inflacyjnemu. Najbardziej prawdopodobny scenariusz wydarzeń gospodarczych wciąż zakłada, że inflacja będzie powracać do celu stopniowo, osiągając go na przełomie lat 2007-08. Jeśli nawet inflacja wzrosłaby do 2,5% już w tym roku (scenariusz niezbyt prawdopodobny), to przecież oznaczałoby to tylko, że Rada w końcu osiągnęłaby swój cel. Przy inflacji poniżej 1,5% (i inflacji netto ok. 1%) trudno sobie wyobrazić decyzję o podwyżce stóp.

Na rynku finansowym 30 czerwca 2006 r.:					
Stopa depozytowa NBP	2,50	WIBOR 3M	4,21	USDPLN	3,1816
Stopa referencyjna NBP	4,00	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	4,35	EURPLN	4,0434
Stopa lombardowa NBP	5,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,51	EURUSD	1,2709

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.07.2006 r.

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, Reuters, szacunki własne

Boom w przemyśle

▪ Nasz optymizm (największy wśród ekonomistów bankowych) dotyczący skali wzrostu produkcji przemysłowej w maju (16,6% r/r) okazał się niewystarczający. Dane pokazały wzrost o 19,1% r/r wobec konsensusu rynkowego na poziomie ok. 13% r/r i prognozy Ministerstwa Finansów wynoszącej tylko 10% r/r.

▪ Zgodnie z tym co pisaliśmy miesiąc temu, spowolnienie dynamiki produkcji w kwietniu było więc przejściowym zjawiskiem związanym z mniejszą liczbą dni roboczych. Oczywiście należy mieć na uwadze, że w maju różnica w liczbie dni roboczych działała w przeciwnym kierunku niż w kwietniu. Niemniej, dane oczyszczone z wpływu takich czynników pokazały wzrost produkcji aż o 15,6% r/r, co jest najlepszym wynikiem od boomu przedakcesyjnego w I połowie 2004 r.

▪ Jeśli chodzi o strukturę wzrostu produkcji najwyższy wzrost zanotowano w przetwórstwie przemysłowym (21,7% r/r), co sugeruje kontynuację dobrych wyników w eksporcie dzięki nadal wysokiemu popytowi na polskie towary. Uważamy, że ten trend powinien być kontynuowany, szczególnie, że ostatnie zmiany na rynku walutowym są korzystne dla eksporterów.

▪ Produkcja budowlano-montażowa wzrosła o 13,4% r/r (7% r/r po dostosowaniu o czynniki sezonowe), co dobrze wróży szacunkom aktywności inwestycyjnej w II kw. br.

▪ Na utrzymanie boomu w przemyśle w kolejnych miesiącach wskazuje wskaźnik PMI. W czerwcu wzrósł on do 55,3 pkt z 53,2 pkt w maju, co oznacza, że sektor wytwórczy w Polsce zanotował najsilniejszy wzrost aktywności od dwóch lat (wskaźniki produkcji i nowych zamówień zanotowały poziomy najwyższe od około 2 lat). Towarzyszy temu rekordowy poziom nowych miejsc pracy. Wskaźnik zatrudnienia pokazał bowiem, że tempo tworzenia nowych miejsc pracy jest najsilniejsze od początku badań w 1998 r.

Szybki wzrost sprzedaży detalicznej

▪ Sprzedaż detaliczna w maju okazała się wyższa od oczekiwań rynkowych, wzrastając nominalnie o 0,6% m/m i 13,7% r/r. Była więc wyższa nawet od naszej prognozy, jednej z najbardziej optymistycznych na rynku, zakładającej wzrost o 13% r/r.

▪ Realna wartość sprzedaży wzrosła o 14% r/r, czyli już trzeci miesiąc z rzędu szybciej niż nominalna, co sugeruje brak presji inflacyjnej pomimo rosnącego popytu (ujemny deflator).

▪ Zarówno nominalny jak i realny wzrost były najwyższe od czasu przedakcesyjnego boomu w gospodarce, a pomijając ten okres najwyższe od początku 2000 r. Co ważne, przyspieszający wzrost sprzedaży detalicznej nie był efektem jednorazowego wzrostu w jednym obszarze, lecz wynikał z mocnego trendu wzrostowego w większości działów sprzedaży. Dane pokazały, że poprawa sytuacji na rynku pracy przekłada się na silniejszą konsumpcję.

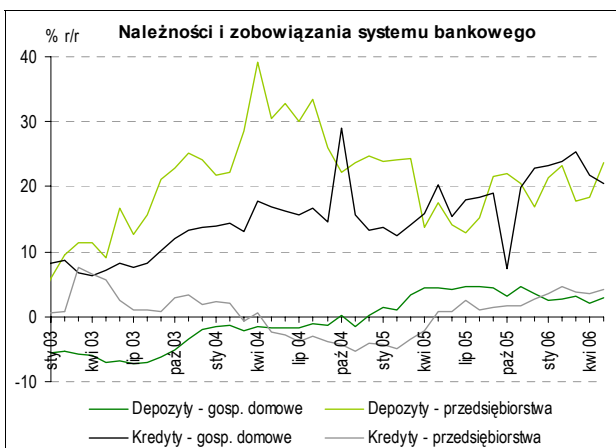
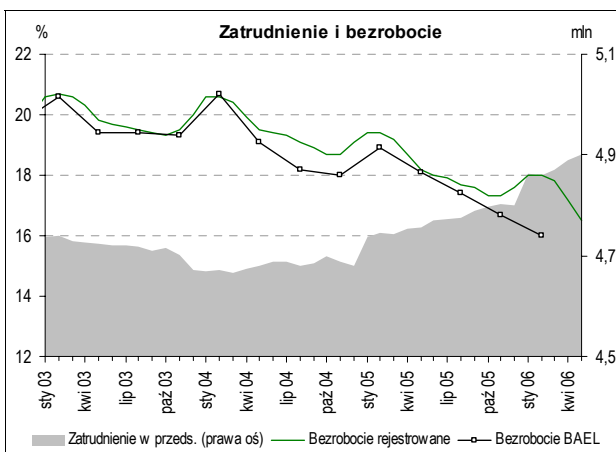
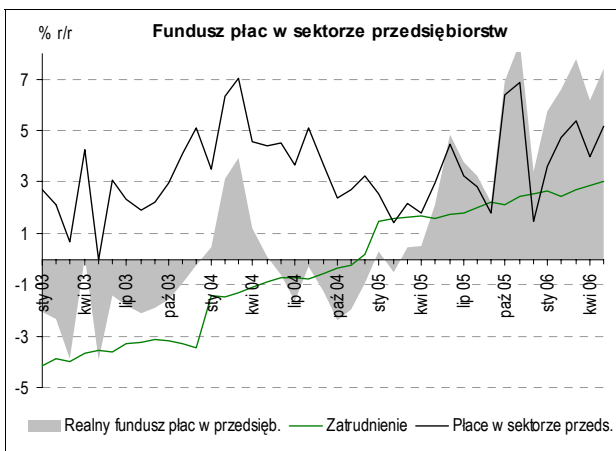
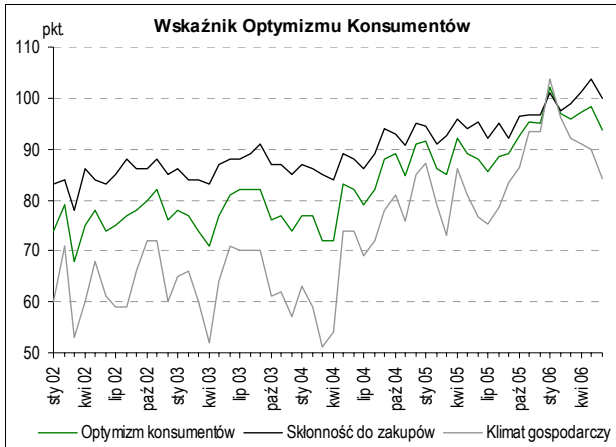
Dobre nastroje przedsiębiorstw

▪ Zgodnie z oczekiwaniami wskaźniki koniunktury za czerwiec potwierdziły dotychczasowy (bardzo dobry) obraz sytuacji gospodarczej. Co prawda indeksy dla dwóch sektorów – przetwórstwa przemysłowego i handlu detalicznego – zanotowały spadki o 1 pkt wobec maja, ale było to sezonowe pogorszenie.

▪ Roczny wzrost wskaźników dla wszystkich trzech sektorów (oprócz dwóch wspomnianych powyżej także dla budownictwa) nieznacznie przyspieszył, sugerując umocnienie pozytywnych tendencji w gospodarce.

▪ W sumie, wskaźniki koniunktury za czerwiec potwierdziły optymistyczne nastroje wśród przedsiębiorstw, co wspiera nasze przewidywania utrzymania umiarkowanego trendu wzrostowego inwestycji, a w rezultacie szybkiego wzrostu gospodarczego (na poziomie ok. 5%) zarówno w II kwartale, jak i w całym 2006 r.

Gospodarka Polski



Optymizm konsumentów zmalał, ale tylko sezonowo

- Według wyników najnowszego badania instytutu Ipsos w czerwcu nastąpiło pewne pogorszenie nastrojów konsumentów w porównaniu z poprzednim miesiącem. Najbardziej spadł (z 90 do 84,3 pkt) wskaźnik oceny ogólnej sytuacji gospodarczej.
- Autorzy badania wyjaśniają to niechęcią rządu do przeprowadzania reform gospodarczych, ale wydaje się nam, że chodzi bardziej o działanie czynników sezonowych, ponieważ podobna skala spadku miała miejsce w czerwcu 2005 r.
- Wskaźnik skłonności konsumentów do zakupów oraz ogólny wskaźnik optymizmu konsumentów również nieco spadły, ale nadal pozostają na wysokich poziomach, jednych z najwyższych od końca lat 90. Wszystkie indeksy, choć nieco niższe niż w maju, wzrastały w ujęciu rocznym. Dlatego wyniki badania wspierają naszym zdaniem oczekiwania na szybki wzrost konsumpcji.

Silna poprawa sytuacji na rynku pracy

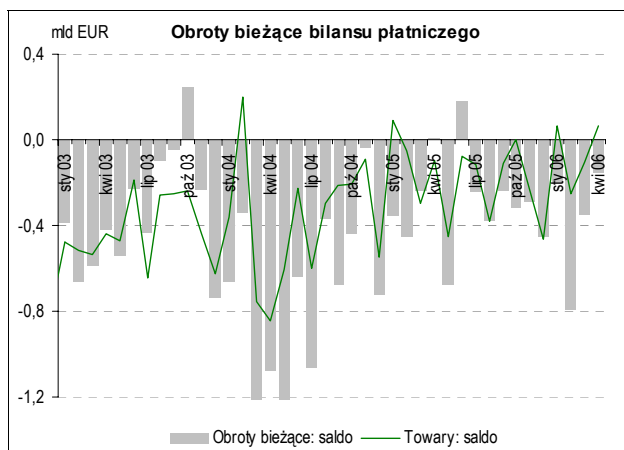
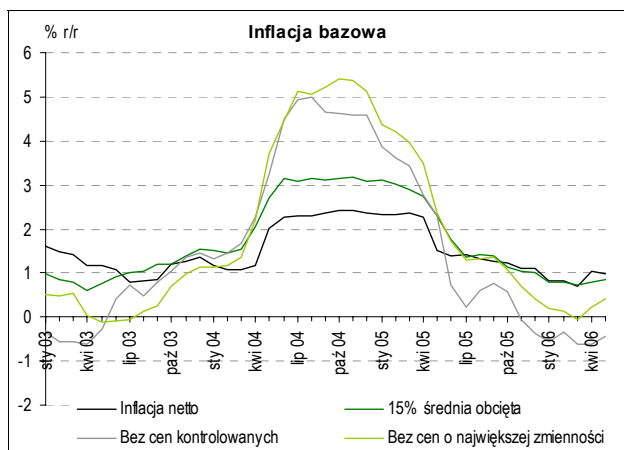
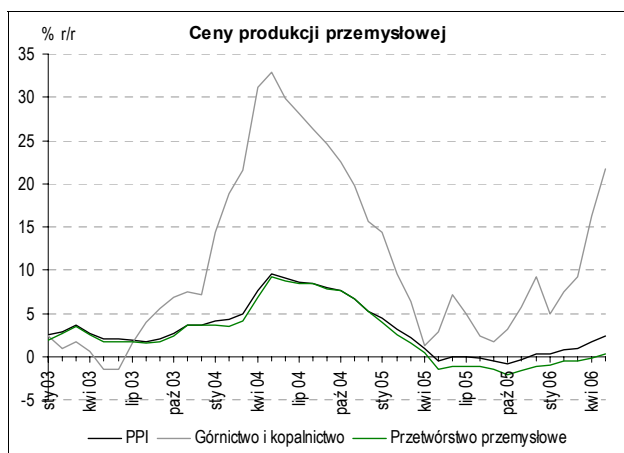
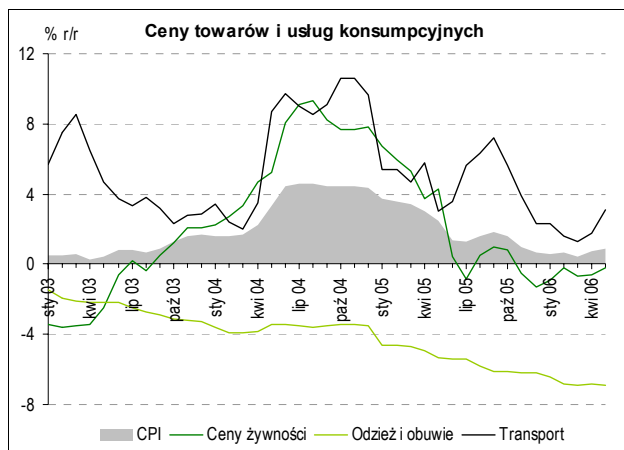
- Dane o przeciętnym zatrudnieniu i płacach w sektorze przedsiębiorstw za maj okazały się pozytywną niespodzianką. Podczas gdy rynek oczekiwał silnego wzrostu zatrudnienia o 2,9% r/r, w rzeczywistości popyt na pracę w firmach zwiększył się aż o 3,1% r/r, co jest najlepszym wynikiem w historii.
- O ile przeciętne płace miały według oczekiwań rynku (i naszych wzrosnąć) o ok. 4,5% r/r, faktycznie zwiększyły się o 5,2% r/r (wobec średniego wzrostu o 4,4% r/r w okresie styczeń-kwiecień).
- W rezultacie rekordowo szybkiego wzrostu zatrudnienia oraz solidnego wzrostu przeciętnego wynagrodzenia fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw wzrósł w maju nominalnie o 8,4% r/r i realnie o 7,6% r/r.
- Imponująco prezentują się dane o bezrobociu. Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w maju do 16,5% z 17,2% w kwietniu i 18,2% rok wcześniej. Był to najsilniejszy spadek bezrobocia od 1998 roku, czyli okresu kulminacji poprzedniego boomu w gospodarce. Badanie Aktywności Ekonomicznej Ludności za I kw. br. również pokazało znaczny spadek stopy bezrobocia do 16%, czyli najniższego poziomu od przełomu 1999/2000. Dane pokazują wyraźnie, że warunki na rynku pracy mocno się poprawiają i trend ten szybko się nie zakończy. Będzie to ważny czynnik stymulujący dalszy wzrost konsumpcji prywatnej.
- Powstaje jednak pytanie, czy skala poprawa sytuacji na rynku pracy nie spowoduje wzrostu presji inflacyjnej. Niepokojącym sygnałem jest spadek aktywności zawodowej w I kw. br. Jeśli tendencja ta okaże się trwała, to w połączeniu z szybkim wzrostem zatrudnienia, na rynku pracy może zacząć dochodzić do napięć o charakterze proinflacyjnym. Szczególnie jeśli weźmiemy pod uwagę stosunkowo wysoki poziom NAIRU (stopy bezrobocia nie powodującej przyspieszenia inflacji) w Polsce.

Solidny wzrost podaży pieniądza

- Statystyki pieniężne za maj pokazały, że podaż pieniądza M3 zwiększyła się o 2,3% m/m i 10,1% r/r, (rynek oczekiwał wzrostu o 8,8% r/r). Nastąpił bardzo silny przyrost depozytów firm (6,6% m/m i 23,7% r/r) do poziomu prawie 104 mld zł. Tymczasem depozyty gospodarstw domowych prawie nie uległy zmianie w ciągu miesiąca i wzrosły o zaledwie 3% w ujęciu rocznym.
- Kredyty ogółem zwiększyły się o 2,2% m/m i 12,4% r/r wobec wzrostu o 12,2% r/r w kwietniu. Popyt na kredyty jest nadal napędzany przez gospodarstwa domowe (wzrost o 20,5% r/r), a dynamika kredytów dla firm pokazuje bardzo nieśmiałe oznaki poprawy (wzrost o 4,3% r/r po wzroście o 3,6% r/r w kwietniu).
- Dane potwierdziły wcześniejsze tendencje i są spójne z kontynuacją silnej ekspansji gospodarczej z jednej strony oraz brakiem obaw o silną presję inflacyjną z drugiej strony.

Źródło: GUS, Ipsos, NBP, szacunki własne

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

CPI i PPI nieco w górę, ale nadal bez oznak presji popytowej

▪ Ceny konsumpcyjne w maju zwiększyły się o 0,5% m/m i 0,9% r/r. Przyczyną przyspieszenia inflacji z 0,7% r/r w kwietniu były dwa czynniki: ceny żywności, które wzrosły o 1,3% m/m (co spowodowało zmianę rocznej dynamiki z -0,6% do -0,2%) oraz ceny transportu, które zwiększyły się o 1,5% m/m (roczna dynamika podskoczyła do 3,1% r/r z 1,8% r/r w poprzednim miesiącu).

▪ Ceny innych kategorii dóbr i usług były zasadniczo stabilne, nie pokazując żadnych oznak presji inflacyjnej. Były one nawet nieco niższe niż przewidywaliśmy i inflacja netto (CPI po wyłączeniu cen żywności i paliw) w maju delikatnie spadła (patrz niżej).

▪ W sumie dane potwierdziły, że średnioterminowe perspektywy inflacji pozostają korzystne. Przewidujemy, że w czerwcu inflacja CPI nieznacznie wzrośnie do 1% r/r. Później powinna nieco spaść i w okresie lipiec-październik roczne tempo wzrostu cen nie powinno przekraczać 1%, po czym ponownie zwiększy się pod koniec roku, osiągając w grudniu nieco ponad 1,5% r/r.

▪ Dynamika PPI w maju wzrosła do 2,3% r/r z 1,7% w kwietniu, jednak było to spowodowane głównie wyższymi cenami w górnictwie (wzrost o 21,7% r/r) i w sektorze energetycznym (7,6% r/r), podczas gdy ceny w przetwórstwie przemysłowym pozostały w stagnacji (wzrost zaledwie 0,2% r/r).

▪ Jeśli połączymy to z faktem, że fundamentalna presja na ceny widoczna w innych wskaźnikach inflacji jest niewielka (CPI rośnie tylko za sprawą podwyżek cen żywności i paliw, a inflacja netto jest stabilna na poziomie ok. 1%), to wygląda na to, że nawet przyspieszająca gospodarka nie powoduje znaczącego zagrożenia dla celu inflacyjnego na poziomie 2,5%. Choć inflacja będzie rosła w kolejnych miesiącach i kwartałach, to powinien to być wzrost stopniowy i umiarkowany.

Inflacja bazowa nisko i stabilnie

▪ Cztery z pięciu miar inflacji bazowej zanotowały w maju nieznaczny wzrost, a jedna delikatnie spadła. Tą ostatnią jest inflacja netto, która obniżyła się z 1,04% r/r do 0,99% r/r.

▪ Spadek inflacji netto potwierdza, że wzrost inflacji CPI był spowodowany wzrostem cen żywności i paliw, czyli czynników egzogenicznych. Choć inne miary inflacji bazowej nieco wzrosły, to pozostały one na bardzo niskim poziomie – wszystkie wynoszą poniżej 1% r/r, a jedna jest w dalszym ciągu ujemna.

▪ Zachowanie inflacji bazowej pokazuje, że pomimo trwającego od kilku kwartałów wzmocnienia popytu nadal trudno mówić o jakichkolwiek oznakach nasilenia presji inflacyjnej. To jeden z ważnych czynników wspierających nasz pogląd, że wbrew oczekiwaniom rynku (odzwierciedlonym np. w notowaniach FRA) RPP nie zdecyduje się prędko na podwyżki stóp procentowych.

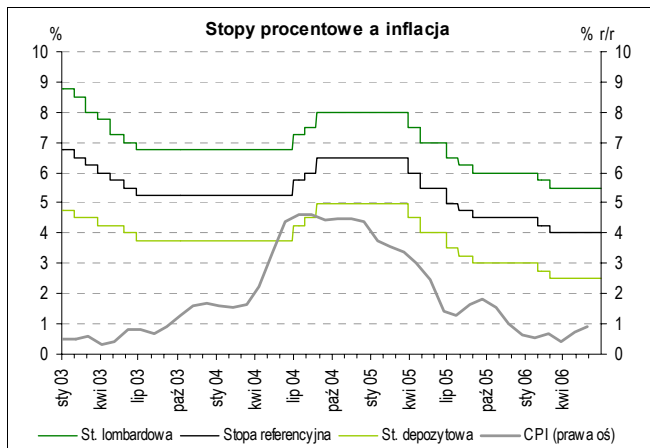
Nadwyżka handlowa, mały deficyt obrotów bieżących

▪ Deficyt obrotów bieżących wyniósł w kwietniu 154 mln € wobec 459 mln deficytu w marcu. Według naszych szacunków, 12-miesięczny skumulowany deficyt obrotów bieżących w relacji do PKB pozostał na poziomie 1,5% zanotowanym po marcu.

▪ Dynamika obrotów handlowych spowolniła, lecz zarówno wzrost eksportu, jak i importu pozostały solidne. Licząc w euro, eksport zwiększył się o 13% r/r, a import o 10,4% r/r, co przełożyło się na osiągnięcie w kwietniu nadwyżki handlowej na poziomie 62 mln €.

▪ W sumie, dane potwierdziły dobrą sytuację polskiej gospodarki w zakresie relacji zewnętrznych, w tym wzrostowy trend eksportu. Trwale dobra sytuacja w bilansie płatniczym jest czynnikiem wspierającym złotego i chroniącym go przed silniejszym osłabieniem obserwowanym ostatnio w przypadku walut krajów o słabych fundamentach makroekonomicznych.

Pod lupą: Bank centralny

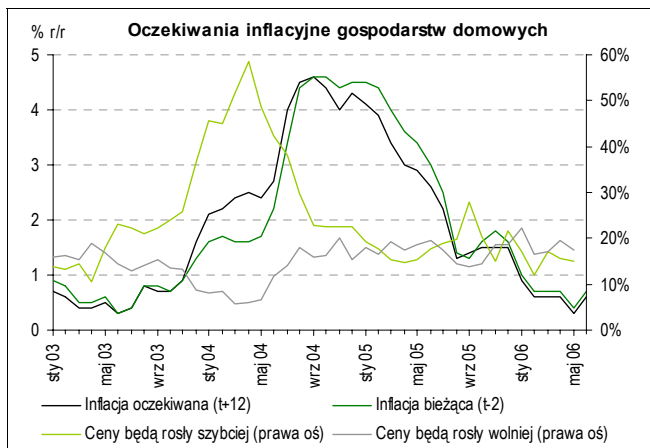


Fragmety komunikatu Rady Polityki Pieniężnej z 28 czerwca 2006

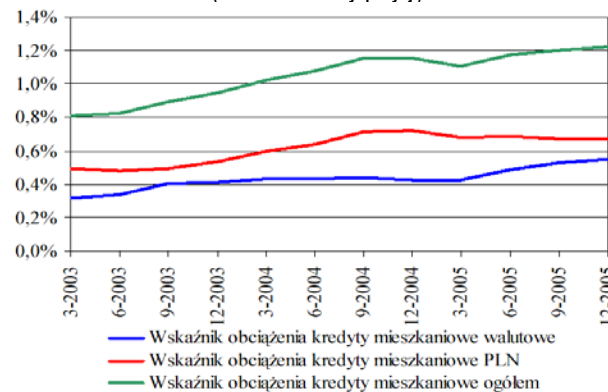
W ocenie Rady, bilans czynników ryzyka dla przyszłej inflacji może wskazywać na wzrost prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej na poziomie wyższym niż oceniano w kwietniowej projekcji oraz na majowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej. Pełniejsza ocena perspektywy inflacji będzie możliwa w lipcu 2006 r. po opublikowaniu projekcji inflacji.

Niski poziom wszystkich wskaźników inflacji bazowej wskazuje na utrzymywanie się niskiej presji inflacyjnej.

Od posiedzenia Rady w maju: rząd przyjął projekt ustawy o przekazaniu środków finansowych publicznym zakładom opieki zdrowotnej na 30-procentowy wzrost wynagrodzeń osób zatrudnionych w tych zakładach, osiągnięto porozumienie w sprawie wypłat nagród dla górników z zysków kopalń, pojawiły się kolejne sygnały narastania presji płacowej w części sektora publicznego. Może to prowadzić do dalszego zwiększania nacisków na wzrost płac. Niezbędnym warunkiem trwałego przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego, niestwarzającego ryzyka dla realizacji celu inflacyjnego jest to, aby płace nie rosły szybciej niż wydajność pracy.



Obciążenie spłatą kredytów mieszkaniowych w sektorze gospodarstw domowych (% dochodów do dyspozycji)



Źródło: NBP, GUS, Reuters

Więcej czynników ryzyka, ale podwyżki nie tak szybko

■ Czerwiec nie przyniósł dużych niespodzianek w polityce pieniężnej. Główne stopy procentowe pozostały bez zmian, na najniższym w historii poziomie (stopa referencyjna 4,0%).

■ W komunikacie wydanym po posiedzeniu RPP stwierdziła, że „bilans czynników ryzyka dla przyszłej inflacji może wskazywać na wzrost prawdopodobieństwa ukształtowania się inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej na poziomie wyższym niż oceniano w kwietniowej projekcji oraz na majowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej”.

■ Jest to zmiana w porównaniu z poprzednim miesiącem, kiedy to w ocenie RPP bilans ryzyk dla przyszłej inflacji nie zmienił się znacząco. Wpłynęły na to zapewne publikowane ostatnio dane makroekonomiczne, ponieważ zdaniem Rady większość wskaźników była „znacznie wyższa od oczekiwań zarówno NBP jak i ośrodków zewnętrznych”.

■ Jednak równocześnie, w ocenie RPP „niski poziom wszystkich wskaźników inflacji bazowej wskazuje na utrzymywanie się niskiej presji inflacyjnej”.

■ W sumie wydaje się więc, że silniejsza niż oczekiwano ekspansja gospodarcza będzie powodem zwiększonej czujności banku centralnego w najbliższej przyszłości, chociaż pierwsze podwyżki stóp procentowych wciąż wydają się dość odległe. Trudno na razie wyobrazić sobie decyzję o zaostrzeniu polityki pieniężnej już w tym roku, w sytuacji gdy bieżąca inflacja CPI oraz – co nawet ważniejsze – inflacja netto pozostaje na bardzo niskim poziomie w okolicy 1% r/r.

■ Niewątpliwie kluczowe dla decyzji RPP będą wyniki projekcji inflacji (kolejne aktualizacje w lipcu i październiku), które wskażą możliwą reakcję CPI w średnim okresie na zmiany w otoczeniu makroekonomicznym.

Niskie oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych

■ Oprócz niskiej inflacji bazowej, obawy przed wzrostem presji inflacyjnej łagodzą też nadal niskie oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych. W czerwcu były one minimalnie wyższe niż miesiąc wcześniej, ale wciąż wyraźnie poniżej 1%.

■ Warto pamiętać, że metodologia badań oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych sprawia, że miara ta ściśle podąża za wskaźnikiem obserwowanej inflacji (patrz wykres), jednak biorąc pod uwagę strukturę odpowiedzi ankietowych również nie widać niepokojących tendencji.

■ Równocześnie, bank centralny zwrócił uwagę na nieco inną sytuację w przypadku oczekiwań przedsiębiorców – wg badań koniunktury GUS od początku 2006 r. następuje stopniowy wzrost przewidywanych cen produkcji. Może to sugerować, że firmy mogą być z czasem bardziej skłonne do podwyżek.

Wzrost kredytów nie budzi obaw banku centralnego

■ Opublikowany pod koniec czerwca przez NBP coroczny *Raport o stabilności systemu finansowego* potwierdził główne wnioski z analizy sytuacji na rynku kredytów przeprowadzonej przez nas miesiąc temu.

■ Wg raportu „obecnie obserwowane w Polsce tempo wzrostu kredytów samo w sobie nie stanowi bezpośredniego zagrożenia dla stabilności systemu finansowego”, na co wskazują doświadczenia innych krajów UE, w których występowało w przeszłości wysokie tempo wzrostu kredytów, jak też fakt, że wydatki na obsługę zadłużenia w relacji do dochodów gospodarstw domowych w Polsce są nadal znacznie niższe niż w UE-15.

■ Zaostrzenie kryteriów udzielania kredytów walutowych od 1 lipca dodatkowo zmniejszy ryzyko związane z gwałtownym wzrostem tego rodzaju zadłużenia gospodarstw domowych.

Pod lupą: Bank centralny

Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

Leszek Balcerowicz, prezes NBP

konferencja prasowa RPP, 28 czerwca

Zdaniem ekspertów NBP w założeniach makroekonomicznych do przyszłorocznego budżetu następuje wzrost fiskalizmu już przy jego wysokim poziomie, a należy go zmniejszać, a nie korzystać z bardzo dobrej koniunktury prowadząc do jego wzrostu. Proponowany kształt założeń makroekonomicznych jest niekorzystny.

Krzysztof Rybiński, wiceprezes NBP

PAP, 6 lipca

W najbliższych dwóch latach uzyskanie poprawy w finansach publicznych będzie trudniejsze, niż to jest obecnie. Obecnie gospodarka rośnie w dobrym tempie, struktura wzrostu sprzyja dochodom budżetowym. Sytuacja dochodowa jest zatem bardzo dobra, ale na horyzoncie rysują się ryzyka dla globalnego wzrostu w perspektywie 2-3 lat. [...] Więc jeżeli my nie wykorzystujemy obecnego szybkiego wzrostu i wysokich dochodów do obniżenia deficytu, to jak przyjdzie spowolnienie globalnego wzrostu, to wtedy będzie jeszcze trudniej.

Ostatnie dane BAEL są optymistyczne z punktu widzenia zatrudnienia, ale pesymistyczne dla aktywności zawodowej. Aktywność rośnie powoli i jeżeli będzie to potęgowane, będzie wpływało na presję inflacyjną. Do końca roku inflacja powinna utrzymać się zgodnie z projekcją, w czwartym kwartale będzie w okolicach dolnego przedziału pasma celu. Istnieją zagrożenia ze strony rynku pracy, choć nie wiadomo czy pojawiają się w tym roku w takim stopniu, który może podwyższyć tę ścieżkę. Nawet jeżeli negatywne tendencje się utrzymają, to nie będzie tu eksplozji inflacji. Oczywiście jest wiele innych znaków zapytania dotyczących inflacji, jak kurs walutowy, zbiory czy zmiany regulacyjne mające wpływ na wskaźnik CPI.

Dariusz Filar, członek RPP

PAP, 30 czerwca

Obecny poziom głównej stopy NBP wydaje się zbliżony do stopy gwarantującej stabilizację inflacji i można oczekiwać, że ewentualna perspektywa ucieczki inflacji ponad cel nie będzie bardzo znaczna. Dlatego raczej byłyby to kroki 25 punktowe. W tym procesie odnajdywania stopy naturalnej dla Polski jesteśmy w ostatnich kilku kwartałach gdzieś blisko jej odpowiedniego poziomu.

Przyszła ścieżka inflacji nie musi podnieść się w całym horyzoncie projekcji. Może zmienić się kształt ścieżki, a to będziemy wiedzieli w lipcu. Jeżeli projekcja lipcowa lub listopadowa pokaże, że istnieje niebezpieczeństwo dla ustabilizowania inflacji na poziomie zbliżonym do 2,5 proc. w perspektywie oddziaływania polityki monetarnej, to jej dostosowanie będzie konieczne. Chcielibyśmy, żeby po zakończeniu procesu dojścia do poziomu 2,5 proc., inflacja utrzymała się jak najbliższej tego celu, czyli na poziomie 2,4-2,6 proc., ale nie więcej.

Halina Wasilewska-Trenkner, członkini RPP

Radio PiN, 29 czerwca

Ciągle jeszcze to, co w gospodarce się dzieje jest nadzwyczaj pozytywne, ale nie niesie ze sobą bezpośredniego zagrożenia tym, że inflacja wzrośnie, bo wzrośnie, ale wzrośnie w granicach który przewidyuje nasz cel, czyli przypuszczamy, że dojdzie do poziomu 2,5% może trochę wcześniej niż zakładaliśmy, jeszcze w kwietniu. Podejrzewamy, że to może być kwartał, dwa kwartały wcześniej. To nie jest zagrożenie, ciągle jeszcze jest ten margines, ta poduszka możliwości wzrostu inflacji w ramach celu, a gospodarka dobrze się rozwija i nie chcielibyśmy jej w tym przeszkadzać. My jesteśmy w bardzo dobrej sytuacji [...]. Nie musimy jeszcze dokonywać, tych zacieśnień, co do których inni są zmuszani robić. Prawdopodobnie będziemy musieli podejmować takie decyzje na przestrzeni najbliższych kilku kwartałów. [...] chcielibyśmy uniknąć za wszelką cenę tego, aby podniesienie stóp było gwałtowne.

[Pyt.:] Jeżeli wysunę taką tezę, że od 2007 roku małymi krokami, czyli po 25 punktów bazowych, to będę się bardzo mylił?

[Odp.:] Nie, to będzie pan optymistyczny w patrzeniu na rzeczywistość.

[Pyt.:] Pesymistyczny to jest 2006 rok, i o 50 punktów bazowych?

[Odp.:] To nazwałabym skrajnym pesymizmem.

Komentarz

Opinia Rady Polityki Pieniężnej nt. projektu budżetu na przyszły rok zostanie opracowana na jesieni, dopiero po złożeniu przez rząd gotowego dokumentu w parlamencie. Już teraz pojawiają się jednak wstępne komentarze przedstawicieli banku centralnego na temat przygotowywanych założeń budżetowych. Z wypowiedzi tych wynika, że bank centralny niezbyt przychylnym okiem patrzy w szczególności na wysoki wzrost wydatków założony wstępnie przez rząd i Ministerstwo Finansów, zwracając – całkiem słusznie zresztą – uwagę, że utrzymanie nominalnego poziomu deficytu budżetowego w okresie niezwykłej sprzyjającej koniunktury gospodarczej i szybkiego wzrostu dochodów budżetowych nie jest szczególnie ambitnym osiągnięciem ekipy rządzącej. Oznacza to bowiem zmarnowanie wyjątkowo korzystnych okoliczności, które można by było wykorzystać do ograniczenia nierównowagi fiskalnej nawet niekoniecznie decydując się na niepopularne cięcia wydatków, ale po prostu poprzez ograniczenie ich tempa wzrostu o kilka punktów procentowych poniżej wzrostu dochodów. Sytuacja ta powoduje, że polskie finanse publiczne pozostaną w najbliższych latach bardzo wrażliwe na ryzyko spowolnienia gospodarczego.

Według wiceprezesa NBP chociaż ostatnie tendencje na rynku pracy stwarzają pewne ryzyko dla inflacji w średnim okresie, to jednak nie ma znaczącego zagrożenia mocnym przyspieszeniem inflacji. Jest to zgodne z naszym punktem widzenia, w związku z czym podtrzymujemy nasz scenariusz stóp procentowych bez zmian przynajmniej do końca tego roku. Nadal otwartym pytaniem pozostaje czy taką opinię podziela większość członków RPP. Z tego punktu widzenia najbardziej interesujące dla rynku finansowego byłyby obecnie nowe wypowiedzi Andrzeja Sławińskiego czy Andrzeja Wojtyny.

Po ostatnim posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej wypowiedzi jej członków w mediach były jak do tej pory wyjątkowo skąpe. W zasadzie mieliśmy okazję zapoznać się jak dotąd wyłącznie z punktem widzenia członków reprezentujących „jastrzębią” grupę poglądów. Dwoje przedstawicieli Rady zasygnalizowało, że ewentualnie może pojawić się potrzeba podwyżki stóp procentowych w przyszłości, jednak – co ważne – ich przekonanie co do nieuchronności takich decyzji nie było w naszej ocenie szczególnie silne. O ile Halina Wasilewska-Trenkner oczekuje, że nowa projekcja inflacji pokaże szybszy powrót inflacji do celu (prawdopodobnie o jeden-dwa kwartały), co może jej zdaniem uzasadniać konieczność zaostrzenia polityki pieniężnej, to Dariusz Filar wyraźnie uzależnił potrzebę podwyżek od zagrożenia dla stabilizacji inflacji na poziomie 2,5%. Oznacza to, że warunkiem koniecznym dla podwyżki stóp byłyby nie tyle powrót prognozowanej inflacji do celu, co poważne zagrożenie, że po osiągnięciu 2,5% inflacja będzie dalej rosła. Na razie Filar nie uważa, aby zagrożenie to było istotne, ponieważ w jego opinii przyszła ścieżka inflacji nie musi podnieść się w całym horyzoncie projekcji, ale może zmienić się jej kształt. Zdaniem Filara stabilizacja inflacji na poziomie celu powinna oznaczać utrzymywanie jej możliwie blisko poziomu 2,5%, czyli w przedziale 2,4-2,6%, nie więcej. Oznaczałoby to mniejszą tolerancję dla wybiecia inflacji powyżej niż poniżej celu, tym bardziej, że poniżej nie tylko celu, ale i dopuszczalnych odchyłeń wokół celu inflacja znajduje się od dłuższego czasu. Nie wiadomo jednak, czy ten pogląd Filara jest podzielany przez większość członków Rady.

Warto zauważyć, że nawet w wypowiedziach Haliny Wasilewskiej-Trenkner pojawia się opinia, że jak na razie presja inflacyjna nie jest szczególnie silna, a RPP nie chciałaby swoją polityką „przeszkadzać” w szybkim tempie rozwoju gospodarki, dopóki zagrożenie mocnym wzrostem inflacji nie stanie się naprawdę realne. Przedstawicielka RPP jest również zdania, że ewentualne podwyżki stóp będą raczej dokonywane stopniowo, małymi krokami, a mocna podwyżka o 50 pb pod koniec tego roku, która de facto jest wyceniana przez rynek stóp procentowych, mogłaby mieć miejsce jedynie w skrajnie pesymistycznym scenariuszu.

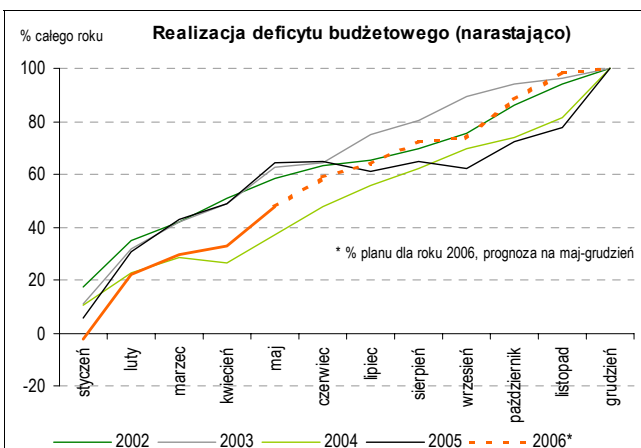
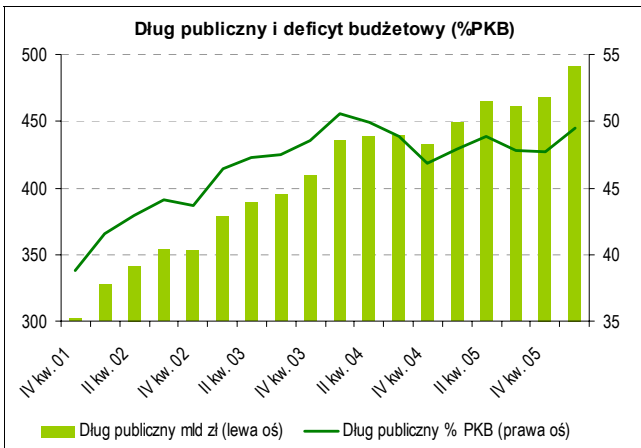
Pod lupą: Rząd i polityka

Założenia makroekonomiczne do budżetu 2007

	2006	2007
PKB (% r/r)	4,6	4,6
Popyt krajowy, %	4,7	4,9
Spożycie ogółem, %	3,8	3,7
- spożycie indywidualne, %	4,1	3,7
Akumulacja brutto, %	8,1	9,6
- nakłady na środki trwałe, %	8,5	10,0
Stopa bezrobocia (% , koniec roku)	15,9	14,4
Inflacja (% , średnioroczna)	0,8	1,9
Stopa referencyjna (% , koniec roku)	4,0	4,0
EURPLN	3,90	3,90
USDPLN	3,14	3,10

Parametry budżetowe

	2006	2007
Dochody ogółem (mld zł)	195,282	213,140
- dochody podatkowe (mld zł)	172,199	192,628
w tym dochody z PIT (mld zł)	27,300	30,380
- dochody niepodatkowe (mld zł)	20,800	20,413
Wydatki (mld zł)	225,829	243,140
Deficyt (mld zł)	30,547	30,000
Deficyt (% PKB)	3,0	2,7



Źródło: GUS, Ministerstwo Finansów

Założenia makro bez większych zastrzeżeń

- Założenia makroekonomiczne do budżetu na 2007 rok wydają się dość konserwatywne jeśli chodzi o prognozę tempa wzrostu gospodarczego.
- Naszym zdaniem jest szansa na nieco szybsze tempo wzrostu popytu krajowego i mniejszą negatywną kontrybucję eksportu netto zarówno w 2006 jak i w 2007 roku.
- Prognozy inflacji i stóp procentowych, jak również kursu złotego wobec euro są zgodne z naszymi oczekiwaniami. Prognozujemy niższy kurs złotego do dolara ze względu na założenie wyższego kursu EURUSD.
- Również jeśli chodzi o założenia dotyczące oficjalnych stóp procentowych za granicą (5,5% w USA i 3,5% w strefie euro), Ministerstwo Finansów jest mniej więcej zgodne z naszymi prognozami.

Wysoki wzrost dochodów i wydatków

- Choć należałoby wykorzystać szybki wzrost gospodarczy do obniżenia deficytu fiskalnego, rząd ustalił deficyt na 30 mld zł.
- Planowany poziom dochodów budżetowych należy odebrać jako dość ambitny, ponieważ ministerstwo liczy na wzrost dochodów ogółem o ponad 9% i o prawie 12% jeśli chodzi o wpływy podatkowe. Co prawda w tym roku dochody mogą przekroczyć zakładany poziom, ale różnica nie będzie zbyt duża i nie będzie dotyczyć to dochodów podatkowych.
- Wydaje się, że wyższe dochody były potrzebne rządowi, aby więcej wydać, ponieważ zaplanowany wzrost wydatków wynosi niemal 8% (prawie 6% realnie). I nie wiadomo do końca, czy uwzględni to dodatkowe wydatki w służbie zdrowia. Pozostaje też pytanie co się stanie z projektem budżetu po zmianie premiera. Pierwsze wypowiedzi sugerują, że nic.

W pierwszym kwartale dług publiczny w górę

- Okres dobrej koniunktury powinien zostać wykorzystany przez rząd jako okazja do redukcji długu publicznego. Tymczasem, mamy do czynienia z sytuacją odwrotną.
- W I kw. br. dług publiczny Polski wzrósł o 5,1% do 491,8 mld. Chociaż pierwszy kwartał jest typowym okresem wzrostu długu, to tym razem ten wzrost był silniejszy niż zazwyczaj.
- Pomimo wysokiego wzrostu gospodarczego relacja długu do PKB wzrosła w I kw. do 49,5% z 47,7% w grudniu 2005 r., osiągając najwyższy poziom od II kwartału 2004 r.
- Pomimo wzrostu długu publicznego w ujęciu nominalnym, wydaje się, że jego relacja do PKB powinna utrzymywać się w okolicach 50%, przynajmniej do momentu spowolnienia gospodarczego, na które projekt budżetu na 2007 rok nie przygotowuje finansów publicznych.

W połowie roku tylko 60% deficytu

- Dane o realizacji budżetu po pierwszych pięciu miesiącach tego roku wskazały, że deficyt budżetowy osiągnął 47,8% planu rocznego. Dobre dane budżetowe w maju podobnie jak w poprzednich miesiącach były efektem wyższego wzrostu przychodów wynikającego z silniejszego od oczekiwań wzrostu gospodarczego. Jednocześnie wydatki budżetowe pozostają pod kontrolą.
- W rezultacie, wydaje się że tegoroczny budżet nie jest zagrożony (jest nawet szansa na mniejszy niż planowano deficyt) pomimo ambitnych założeń odnośnie przychodów. Potwierdzone to zostało w wypowiedziach na temat czerwcowej realizacji deficytu rządu 60% (szczegóły na następnej stronie). Bezproblemowe wykonanie budżetu jest w pewnym stopniu wsparciem dla krajowego rynku finansowego.

Pod lupą: Rząd i polityka

Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

Kazimierz Marcinkiewicz, premier

PAP, 3 lipca

Minister finansów musi być poza wszelkimi podejrzeniami. Musi zajmować się wyłącznie finansami państwa w tym rynkami finansowymi. Nie wyobrażam sobie, żeby osoba, wobec której toczy się jakikolwiek proces, w tym lustracyjny mogła zajmować stanowisko ministra finansów.

Jarosław Kaczyński, kandydat na premiera

PAP, 9 lipca

Stanisław Kluza będzie znakomitym kontynuatorem polityki pani Zyty Gilowskiej. Kierunek na głęboką reformę, naprawę finansów publicznych będzie podtrzymany i w sposób energiczny i kompetentny wprowadzany w życie. Zdecydowanie będzie to linia kontynuacji w najważniejszych obszarach, które naszkicowała pani premier Zyta Gilowska. Otóż dotyczy to w szczególności reformy finansów publicznych, następnie reformy podatkowej. Także nie bez znaczenia są kwestie związane funkcjonowaniem rynków finansowych. Niemniej te wszystkie elementy składają się w pewną całość, która ma za zadanie gwarantować stabilność, bezpieczeństwo rynków finansowych, jak i z drugiej strony ma to w szczególności sprzyjać koniunkturze gospodarczej w Polsce, wzrostowi gospodarczemu, a co za tym idzie polityce rządu w zmniejszaniu bezrobocia, która jest obecnie realizowana.

Sprawa wicepremiera jest otwarta, można powiedzieć na dwa sposoby. Ja ciągle czekam na rozwiązanie problemu pani profesor Gilowskiej. Jeśli ten problem, w co głęboko wierzę, zostanie rozwiązany, to pani premier do rządu powróci, jeśli będzie chciała.

Stanisław Kluza, kandydat na ministra finansów

PAP, 9 lipca

Nigdy w historii sytuacja polityczna nie była głównym determinantem dla zachowania rynków finansowych. Oczekuję, że sytuacja na rynkach finansowych będzie bardzo stabilna, zarówno jeśli chodzi o rynek kapitałowy, jak i pieniężny. Dzisiaj nie ma żadnego zagrożenia jeśli chodzi o sytuację na rynkach finansowych. Po pierwsze zwrócimy uwagę na bardzo dobrą sytuację makroekonomiczną, po drugie pamiętajmy, że nigdy scenariusz polityczny w dłuższym okresie nie przeważa nad kalkulacją tego, co w jest gospodarce

Stanisław Kluza, wiceminister finansów

PAP, 3 lipca

Efekty statystyczne pozwalałyby prognozować inflację na poziomie 1-1,1 proc., natomiast nasze szacunki sugerują, że może to być 0,9% r/r (-0,2% m/m) proc. i mielibyśmy do czynienia z lepszym przebiegiem procesów cenowych niż wynikałoby z koniunktury gospodarczej. W szczególności zauważamy, że spadły od 4 do 5 proc. ceny warzyw. Również tańsze jest mięso wieprzowe i wołowe. Drób nieco wzrósł, ale jest to efekt odreagowania. Spodziewamy się również lekkich spadków cen nabiału oraz wzrostu cen produktów mączno-zbożowych. W konsekwencji szacujemy, że w czerwcu ceny w grupie żywność i napoje bezalkoholowe mogą być ok. 1 proc. niższe w maju. Z kolei ceny alkoholu i tytoniu mogą wzrosnąć o około 0,5 pkt proc.

Spodziewamy się, w lipcu i w sierpniu, utrzymania inflacji na poziomie około 1 proc. We wrześniu powinna ona spaść do około 0,7 proc. W IV kwartale inflacja będzie lekko rosła, ale nie stwarza to zagrożenia, jeśli chodzi o realizację celu inflacyjnego. (...) W grudniu może być zbliżona do 1,4 proc. według naszych obecnych szacunków.

Elżbieta Suchocka-Roguska, wiceminister finansów

PAP, 29 czerwca

Liczymy na to, że deficyt po czerwcu wyniesie 59-60 proc. rocznego planu. Prognoza jest sporządzona przy założeniu, że w czerwcu nie nastąpi wpłata zysku NBP za 2005 rok. Wydatki są mniejsze, niż prognozowaliśmy. Wystąpiło tu pewne przesunięcie. Spodziewamy się wzrostu wydatków w kolejnych miesiącach. (...) Dochody są realizowane zgodnie z planem. Nie ma jeszcze pełnych danych na ten temat po czerwcu tego roku. Zakładaliśmy (w harmonogramie), że wyniosą one po czerwcu 93,7 mld zł. Z naszych niepełnych danych wynika, że będzie to około 92,5 mld zł. Przy takiej skali ta różnica mieści się w granicach błędu statystycznego.

Komentarz

Po koniec czerwca Zyta Gilowska została zdymisjonowana przez Kazimierza Marcinkiewicza w wyniku zarzutów o nieprawdziwym oświadczeniu lustracyjnym. Co prawda premier kilka dni później zapraszał Gilowską z powrotem do rządu, jednak nie wchodzi się dwa razy do tej samej rzeki. Po chwilowej wyprzedaży nastąpiło umocnienie na polskim rynku. W zaistniałej sytuacji gwarantem „rozsądnej polityki gospodarczej” pozostawał dla rynku premier. Przynajmniej do czasu jego dymisji.

Okazało się jednak, że nawet zmiana na stanowisku premiera nie wywołuje przesadnie gwałtownych reakcji na rynkach finansowych. Co prawda złoty zbliżył się w stosunku do euro do poziomu 4,10 (w piątek przed dymisją było 4,02), jednak osłabienie to zostało wykorzystane do zakupów polskiej waluty po tym jak zarówno kandydaci na nowego premiera i nowego ministra finansów zapewнили o kontynuacji polityki makroekonomicznej. Z punktu widzenia rynku najważniejsze było, że kandydatura na stanowisko ministra finansów pojawiła się szybko (w trakcie weekendu), a nowy minister obiecał trzymać się rządowej „kotwicy budżetowej” (deficyt na poziomie 30 mld zł) przy poparciu w tym względzie Jarosława Kaczyńskiego. W krótkim terminie daje to powód do stabilizacji na rynkach finansowych, ale oczywiście dalszy rozwój wypadków będzie zależał raczej od czynów a nie od słów.

Przed objęciem stanowiska wiceministra finansów, Kluza był głównym ekonomistą w Banku Gospodarki Żywnościowej oraz wykładowcą na SGH, specjalistą w zakresie statystyki, demografii i makroekonomii. Kluza jako wiceminister brał czynny udział w pracach nad planowaniem budżetu 2007 i nie widzi on potrzeby zmian przyszłorocznych założeń budżetowych, więc wygląda na to, że będziemy mieli do czynienia z kontynuacją linii polityki przyjętej przez Gilowską. Istnieją pewne obawy, że nowy minister nie dysponuje zapleczem politycznym i może być dla niego trudne odparcie presji politycznej ze strony partnerów koalicyjnych rządzącej partii, którzy mogą domagać się wzrostu wydatków socjalnych. Jednak trudno uznać, aby Gilowska miała znacznie silniejsze poparcie wśród polityków PiS i ich koalicjantów (nie mówiąc już o Wojciechowskim).

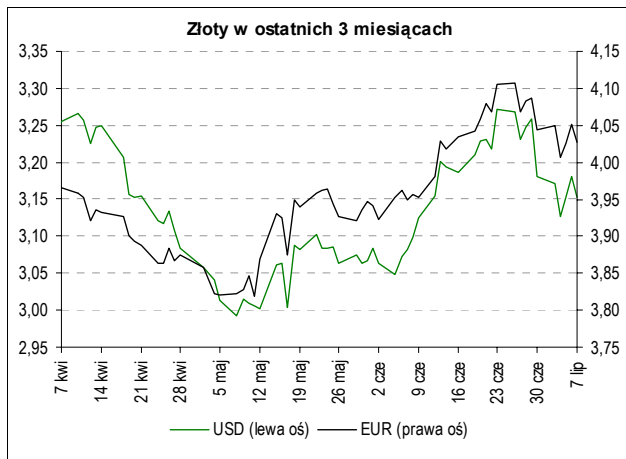
Pozostaje pytanie o przyszłość zmiany ustawy o finansach publicznych, która była proponowana przez Gilowską, a miała przynieść ok. 8-9 mld zł oszczędności w ciągu 2-3 lat. Według doniesień prasowych będzie ona prawdopodobnie opóźniona, choć rząd będzie nadal starał się przyjąć ją do końca lipca.

Rewizja prognozy inflacji w dół (wcześniej ministerstwo przewidywało, że inflacja w czerwcu może wzrosnąć do 1,0-1,1% r/r) wpłynęła pozytywnie na rynek papierów skarbowych. Nie jest to zaskakujące biorąc pod uwagę wysoką trafność prognoz resortu finansów w ostatnich miesiącach. Biorąc pod uwagę informacje (m.in. te z ministerstwa) dotyczące korzystnych perspektyw cen na rynku żywności przewidujemy, że wzrost CPI w czerwcu wyniósł 1,0% r/r. Nasza prognoza inflacji na kolejny miesiąc jest mniej więcej zgodna z założeniami ministerstwa. Szacujemy, że inflacja spadnie ponownie poniżej 1% r/r w okresie lipiec-październik, po czym wzrośnie do ok. 1,5% na koniec roku.

Warto również zauważyć, że resort finansów podwyższył prognozę wzrostu PKB na ten rok do 4,7-4,8% z wcześniejszego poziomu 4,6%. Wciąż wydaje nam się, że może to być jeszcze więcej. Na drugi kwartał ministerstwo przewiduje, podobnie jak my, wzrost PKB o ok. 5%. Zdaniem Kluzy główną siłą napędową wzrostu będzie silny popyt krajowy i wysoki wzrost produkcji przemysłowej, który wg jego prognozy powinien w kolejnych miesiącach wynosić ok. 10% r/r.

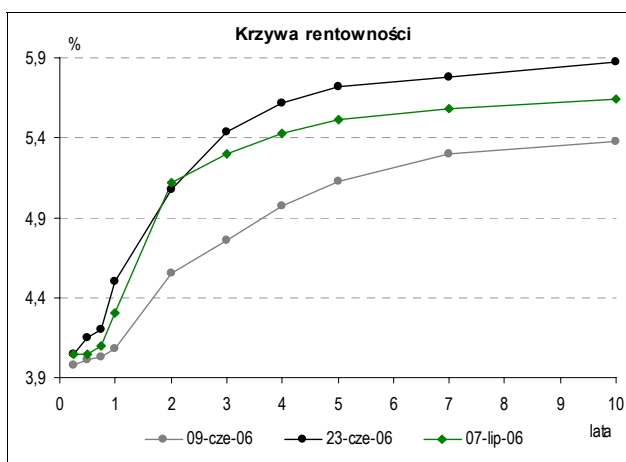
Wypowiedź wiceminister sugeruje, że wynik będzie znacznie lepszy niż wcześniejsze przewidywania resortu finansów, które wskazywały na wykonanie prawie 67% planu po czerwcu. Co więcej, szacunek został zrobiony przy założeniu, że płatność zysku NBP zostanie dokonana dopiero w lipcu, więc wyniki czerwcowe nie są zaniżone przez ten duży transfer. Z drugiej strony, będzie to wynik przesunięcia na później części wydatków. Tymczasem dochody budżetu rosą zgodnie z założeniami, chociaż ich struktura może być nieco inna niż pierwotnie zakładano - według raportu analitycznego Ministerstwa Finansów niższe niż zaplanowano dochody podatkowe z VAT i CIT zostaną w tym roku zrekompensowane m.in. wyższymi wpływami z PIT, wyższymi dywidendami i lepszymi wynikami jednostek budżetowych.

Monitor rynku



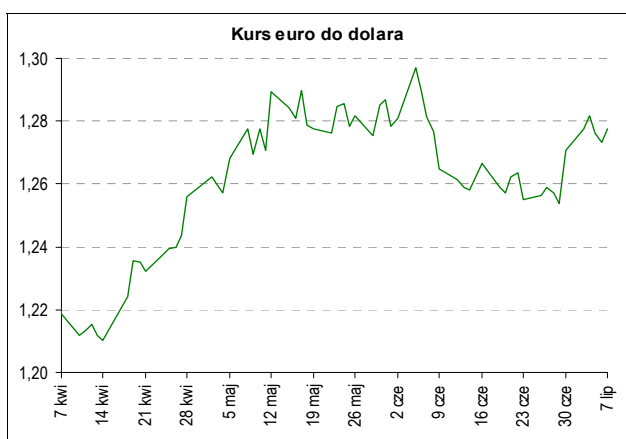
Korekta po czerwcowej wyprzedaży

- W czerwcu inwestorzy kontynuowali wyprzedaż na rynkach wschodzących, na co wpływ miały oczekiwania odnośnie stóp w USA oraz negatywne sygnały z gospodarek wschodzących i regionu (rozczarowujący pakiet reform na Węgrzech, wynik wyborów na Słowacji). Dodatkowym powodem osłabienia złota była też dymisja Zyty Gilowskiej. Wsparciem okazały się interwencje banków centralnych Turcji i Słowacji oraz poprawa nastawienia do rynków wschodzących po komunikacie Fed.
- Po dymisji premiera Marcinkiewicza, która wywołała w sumie niewielką reakcję rynku, ważniejszy niż personalia będzie kształt polityki gospodarczej z ryzykiem zwiększenia deficytu budżetowego w obliczu wyborów samorządowych. Z drugiej strony, czynniki fundamentalne powinny wspierać złota i przy braku znaczących zmian w nastrojach wobec rynków wschodzących oczekujemy stabilizacji kursu złota.



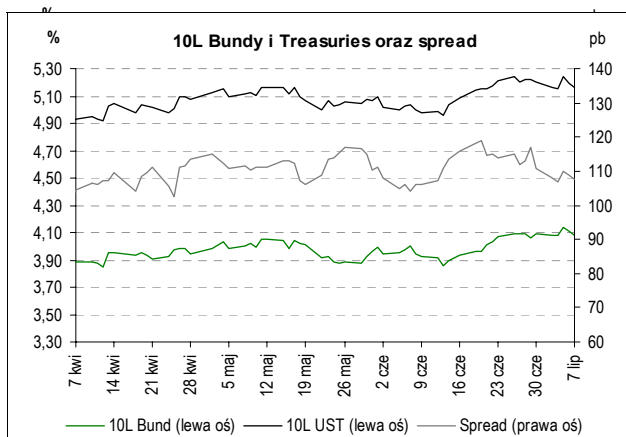
Rentowności nadal wysokie

- Na fali kontynuacji odwrotu od rynków wschodzących, w obliczu bardzo dobrych danych makro (produkcja, sprzedaż, rynek pracy) oraz przy osłabieniu na rynkach bazowych rentowności polskich papierów skarbowych poszybowały w górę i osiągnęły szczytowe wartości po dymisji Zyty Gilowskiej. Później rynek obligacji zaczął się umacniać przy poprawie nastawienia do rynków wschodzących, a także dzięki bardziej „gołębiemu” komunikatowi Fed. RPP nie zmieniła stóp, a w reakcji na komunikat nastąpił lekki wzrost stawek FRA i spadek rentowności.
- Sądzymy, że RPP pozostawi stopy procentowe bez zmian, co najmniej do końca tego roku, gdyż dobre dane makroekonomiczne będą równoważone przez niską inflację i umocnienie złota pod koniec roku. Polski rynek obligacji może się umocnić przy założeniu spadku oczekiwań na podwyżki stóp w USA oraz poprawie nastawienia do rynków wschodzących.



Deprecjacja dolara po komunikacie Fed

- Pomimo jastrzębich komentarzy EBC dolar umacniał się przez większość minionego miesiąca spadając poniżej 1,26 przy spekulacji na szybsze tempo podwyżek stóp w USA. Fed podwyższył Fed Funds rate o 25 pb, a komunikat okazał się mniej jastrzębi niż oczekiwano, co spowodowało korektę kursu EURUSD do ponad 1,28. Komunikat EBC był dosyć jastrzębi, co wsparło euro, a dolar osłabił się także po danych z rynku pracy.
- Malejące oczekiwania, co do dalszych podwyżek stóp w USA będą działały na niekorzyść dolara, a wzrost aktywności w strefie euro oraz oczekiwania na szybsze tempo zacieśniania polityki pieniężnej przez EBC mogą wspierać wspólną walutę. Relację euro do dolara może cechować duża zmienność w związku z publikacją kolejnych danych za granicą, a kurs EURUSD zbiegać będzie wg nas do poziomu 1,3 pod koniec roku.

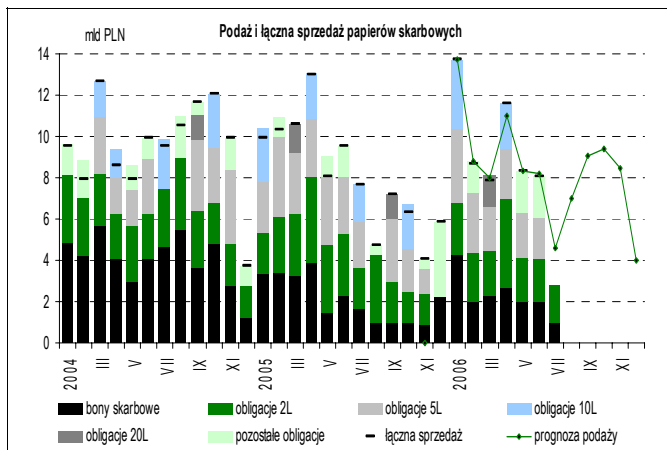
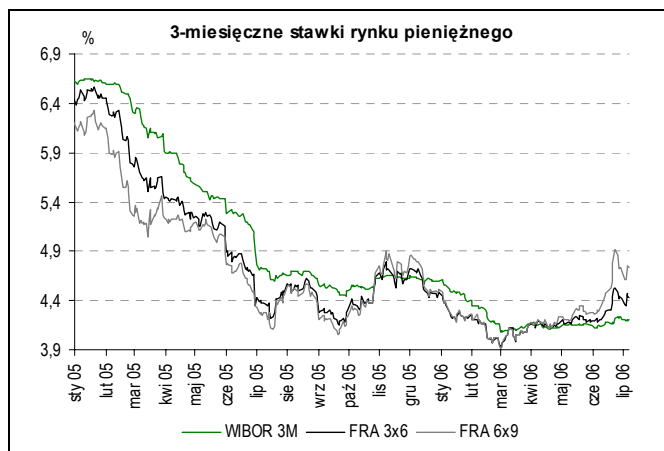
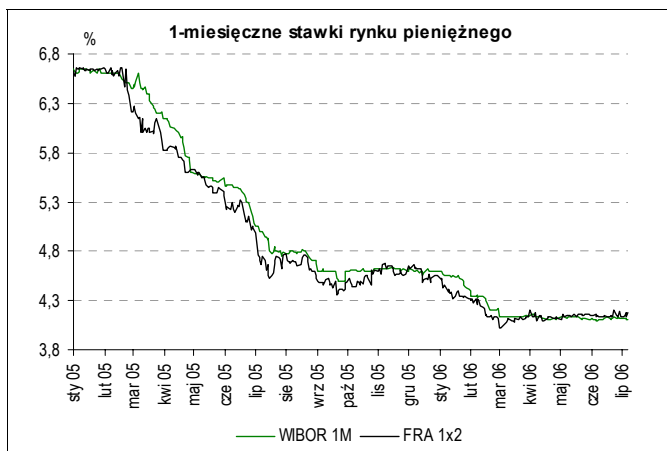
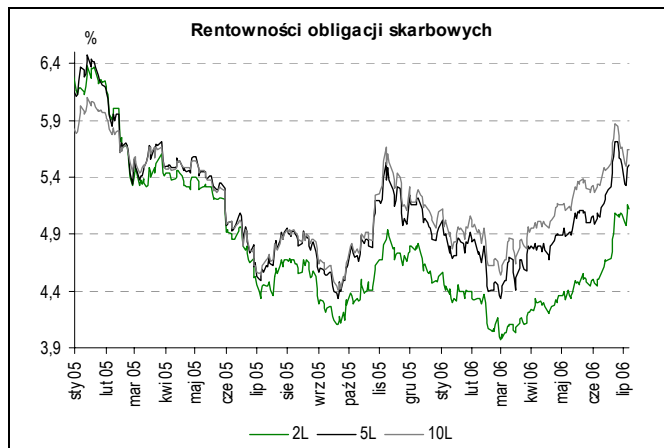
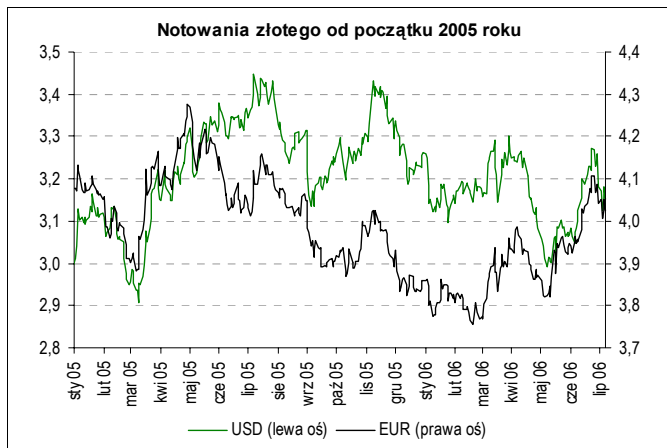


Oslabienie na rynkach bazowych

- W czerwcu nastąpił powrót do trendu spadkowego cen Treasuries za sprawą zwiększonych oczekiwań odnośnie tempa zacieśniania polityki pieniężnej Fed (wysoki CPI), a także zmniejszonych obaw o wzrost gospodarczy. W strefie euro obligacje osłabiały się m.in. w reakcji na dobre dane makro (PMI). Po mniej jastrzębim komunikacie Fed oraz gorszych danych z rynku pracy nastąpiło lekkie umocnienie.
- Sądzymy, że Fed pozostawi stopy procentowe na obecnym poziomie do końca roku, natomiast EBC podwyższył stopy do 3% do końca III kw., do 3,5% do końca roku oraz do 3,75% do końca I kw. 2007. Treasuries mogą być wspierane przez publikowane dane w USA jeśli zasygnalizują spowolnienie gospodarcze, natomiast ryzykiem dla wyższych stóp będą głównie dane inflacyjne w USA oraz dane gospodarcze w strefie euro.

Źródło: Reuters, BZ WBK

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	OFERTA / SPRZEDAŻ		
	26-tyg.	52-tyg.	Suma
08.05.2006	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
22.05.2006	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
razem maj	-	2 000 / 2 000	2 000 / 2 000
05.06.2006	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
19.06.2006	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
razem czerwiec	-	2 000 / 2 000	2 000 / 2 000
10.07.2006	-	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
24.07.2006	-	1 000 - 1 200	1 000 - 1 200
razem lipiec*	-	2 000 - 2 200	2 000 - 2 200

* na podstawie informacji Ministerstwa Finansów

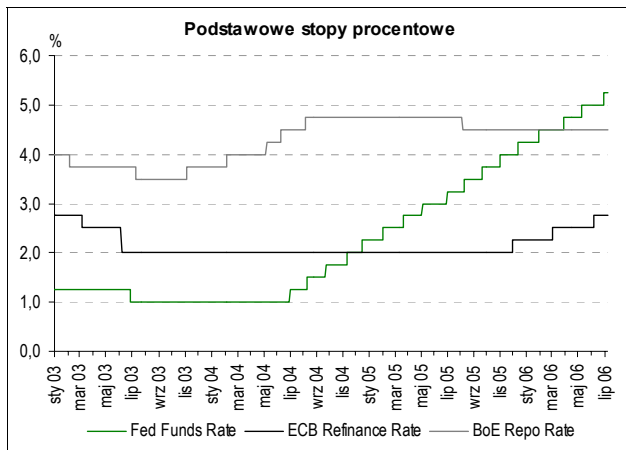
Przetargi obligacji skarbowych w 2006 r. (mln zł)

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
lut	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	2 160	1 880
kwiecień	05.04*	OK0408	4 320	4 320	12.04*	DS1015	2 160	2 160	19.04*	PS0511	2 400	2 400
maj	04.05*	OK0808	2 160	2 160	10.05	WZ0911 IZ0816	500 1 500	500 1 500	17.05	PS0511	2 000	2 000
czerwiec	07.06	OK0808	2 100	2 100	14.06	WZ0911 IZ0816	1 800 500	1 800 500	21.06	PS0511	2 000	2 000
lipiec	05.07	OK0808	1 800	1 800	12.07	10L	800	-	-	-	-	-
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	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

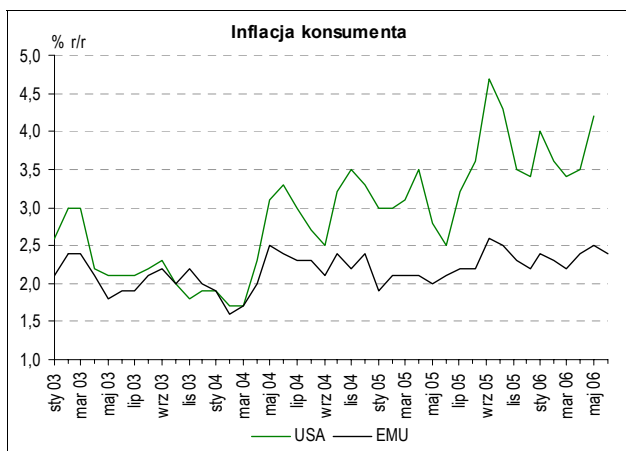
* razem z przetargiem uzupełniającym

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

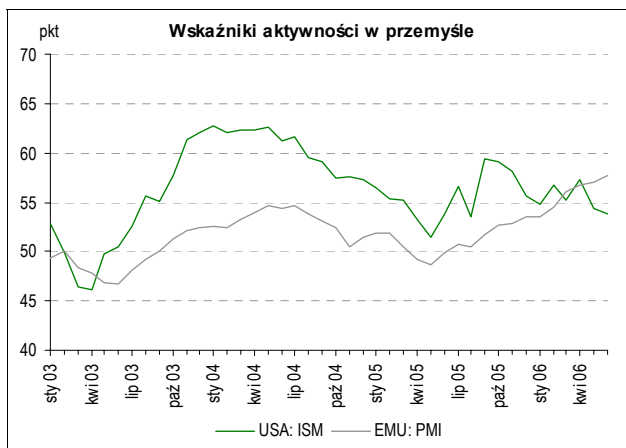
Przegląd międzynarodowy

**Mniej jastrzębi Fed, a bardziej EBC**

- Zgodnie z rynkowymi prognozami Zarząd Rezerwy Federalnej podwyższył główną stopę w USA po raz 17 z rzędu o 25 pb do 5,25%. Komunikat Fed po posiedzeniu zawierał stwierdzenia o spowolnieniu wzrostu gospodarczego oraz utrzymywaniu oczekiwań inflacyjnych pod kontrolą, przy występowaniu pewnych ryzyk dla inflacji i był w sumie mniej jastrzębi od oczekiwań. Zgodnie z jego treścią dalsze ruchy w polityce pieniężnej będą wciąż zależeć od napływających danych.
- W lipcu Europejski Bank Centralny zdecydował się pozostawić główną stopę refinansową w strefie euro na poziomie 2,75%. W komunikacie EBC podkreślił, że stopy są nadal na niskim poziomie i że bank zamierza wykazać się wzmoczoną czujnością, aby ryzyka dla stabilności cenowej nie zmaterializowały się, co wzmocniło oczekiwania na kolejne podwyżki.

**Wysoki CPI w USA, bazowe CPI i PPI powyżej prognoz**

- Inflacja CPI w USA wyniosła w maju 0,4% m/m i 4,2% r/r. Bazowy wskaźnik inflacji wykluczający ceny żywności oraz energii wzrósł o 0,3% m/m oraz 2,4% r/r, choć analitycy prognozowali wzrost o 0,2% m/m. Amerykański wskaźnik cen producentów PPI wzrósł w maju o 0,2% w porównaniu do wzrostu o 0,9% w kwietniu i był poniżej prognoz rynkowych na poziomie 0,4%. Jednak istotniejszy z punktu widzenia Fed wskaźnik bazowy wzrósł o 0,3% i był wyższy od prognoz analityków na poziomie 0,2% i powyżej 0,1% w kwietniu.
- Zgodnie z danymi Eurostatu finalny wskaźnik inflacji HICP dla strefy euro wyniósł w maju 2,5% i był zgodny z prognozami analityków. Wstępne dane nt. indeksu HICP dla strefy euro pokazały wzrost w czerwcu o 2,4%, czyli poniżej oczekiwań na poziomie 2,5%.

**Wysokie PMI w strefie euro, słabsza aktywność w USA**

- Wskaźnik ISM dla sektora przetwórczego w Stanach Zjednoczonych spadł z 54,4 w maju do 53,8 w czerwcu. Komponent zatrudnienia spadł z 52,9 do 48,7, najniższego poziomu od października 2003. ISM dla sektora usług spadł w czerwcu do 57 z 60,1. Indeks zatrudnienia zmniejszył się do 52 z 58. Indeks cen obniżył się do 77,5 z 73,9, ale wciąż pozostawał na wysokim poziomie
- Wskaźnik PMI dla strefy euro wzrósł z 57 w maju do 57,7 w czerwcu (najwyższy poziom w ciągu sześciu lat). PMI w sektorze usług wzrósł z 58,7 do 60,7 i pokazał najsilniejszy wzrost aktywności ekonomicznej od czerwca 2000 i narastającą presję cenową. Indeks cen płaconych podskoczył z 54,5 do 54,7 (najwyżej od listopada 2000). Wskaźnik zatrudnienia zwiększył się z 55,0 do 56,6
- Finalne dane o PKB w USA za pierwszy kwartał pokazały wzrost o 5,6% w porównaniu do poprzednich szacunków na poziomie 5,3%. Deflator PKB został zrewidowany w dół z 3,3% do 3,1%. Wskaźnik cen PCE wzrósł o 2% w I kw. i o 3% r/r, natomiast wskaźnik bazowy wzrósł odpowiednio o 2% i 1,9% r/r.

Dane z rynku pracy potwierdzają spadkowy trend

- W Stanach Zjednoczonych zatrudnienie poza rolnictwem wzrosło w czerwcu o 121 tys. w porównaniu do rynkowego konsensusu na poziomie 185 tys. ze zrewidowanych w górę 92 tys. (75 tys. przed rewizją) w poprzednim miesiącu. Średnie godzinowe wynagrodzenie w USA wzrosło o 0,5% m/m, co było powyżej prognoz analityków na poziomie 0,3%. Stopa bezrobocia pozostała na poziomie 4,6%.
- Liczba nowych bezrobotnych wzrosła w poprzednim tygodniu z 309 tys. do 313 tys., a 4-tygodniowa średnia spadła z 311,5 tys. do 305,5 tys.

Źródło: Reuters, ECB, Federal Reserve

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
10 lipca POL: Przetarg bonów skarbowych USA: Zapasy hurtowe (V)	11	12 POL: Aukcja obligacji 10-letnich EMU: Zrewidowany PKB (I kw.) USA: Deficyt handlowy (V)	13 POL: Bilans płatniczy (V) USA: Budżet Fed (VI)	14 POL: Ceny konsumenta (VI) POL: Podaż pieniądza (VI) JP: Spotkanie Banku Japonii - decyzja USA: Ceny w handlu zagranicznym (VI) USA: Sprzedaż detaliczna (VI) USA: Wstępny Michigan (VII)
17 POL: Płace i zatrudnienie (VI) EMU: Finalny HICP (VI) EMU: Produkcja przemysłu (VI) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (VI) USA: Produkcja przemysłu (VI)	18 GER: Indeks ZEW (VII) USA: PPI (VI) USA: Napływ kapitału netto (V)	19 POL: Ceny produkcji (VI) POL: Produkcja przemysłowa i budowlana (VI) USA: CPI (VI) USA: Liczba wydanych pozwoleń na budowę (VI) USA: Liczba nowych budów (VI)	20 USA: Philadelphia Fed index (VI)	21
24 POL: Przetarg bonów skarbowych POL: Wskaźniki koniunktury (VII) POL: Inflacja bazowa (VI)	25 POL: Sprzedaż detaliczna (VI) POL: Bezrobocie (VI) POL: Spotkanie RPP USA: Zaufanie konsumentów (VII) USA: Sprzedaż domów (VI)	26 POL: Spotkanie RPP – decyzja GER: Indeks IFO (VII)	27 POL: Aukcja zamiany USA: Zamówienia na dobra trwałe (VI) USA: Sprzedaż nowych domów (VI)	28 EMU: Podaż pieniądza M3 (VI) USA: Bazowy wskaźnik PCE (II kw.) USA: Przedwstępny PKB (II kw.) USA: Przedwstępny deflator PKB (II kw.) USA: Finalny Michigan (VII)
31 EMU: Wstępny HICP (VII) EMU: Wskaźnik nastrojów (VII) USA: Chicago PMI (VII)	1 sierpnia EMU: PMI sektor wytwórczy (VII) EMU: Bezrobocie (VI) USA: Bazowy wskaźnik PCE (VI) USA: ISM sektor wytwórczy (VII)	2 POL: Aukcja obligacji 2-letnich EMU: PPI (VI)	3 GB: Spotkanie BoE - EMU: PMI sektor usług (VII) EMU: Sprzedaż detaliczna (VI) USA: Zamówienia w przemyśle (VI) USA: ISM sektor usług (VII)	4 USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (VII) USA: Bezrobocie (VII)
7 POL: Przetarg bonów skarbowych	8 USA: Produktowność pracy (II kw.) USA: Jednostkowe koszty pracy (II kw.) USA: Spotkanie Fed – decyzja (VI)	9 POL: Aukcja obligacji 7-letnich zmiennokuponowych i 12-letnich indeksowanych CPI USA: Zapasy hurtowe (VI)	10 USA: Bilans handlowy (VI) USA: Budżet Fed (VII)	11 JP: Spotkanie Banku Japonii - decyzja USA: Ceny w handlu zagranicznym (VII) USA: Sprzedaż detaliczna (VII)

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*	-	-	2	-	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	26	24	23	25	-	-	-	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	16	15	15	18	17	19	17	16	15	16	16	15
Bezrobocie	24	23	23	26	24	23	25	-	-	-	-	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31	-	-	30	-	-	-	2	-	-
Bilans płatniczy	13 ^c	13	14	12	17	14	13	11	12	13	-	-
Podaż pieniądza	13	14	14	14	12	14	14	14	14	13	-	-
Bilans NBP	6	7	7	7	5	7	7	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

		cze 05	lip 05	sie 05	wrz 05	paź 05	lis 05	gru 05	sty 06	lut 06	mar 06	kwi 06	maj 06	cze 06	lip 06
Produkcja przemysłowa	% r/r	6,9	2,6	4,8	5,9	7,6	8,5	9,6	9,8	10,2	16,4	5,7	19,1	8,2	8,2
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	10,5	5,0	7,9	5,4	7,5	7,3	6,3	8,6	10,2	10,1	13,2	13,7	9,2	12,6
Stopa bezrobocia	%	18,0	17,9	17,7	17,6	17,3	17,3	17,6	18,0	18,0	17,8	17,2	16,5	16,0	16,0
Place brutto ^{b c}	% r/r	4,5	3,2	2,8	1,8	6,4	6,9	1,5	3,6	4,8	5,4	4,0	5,2	4,5	5,8
Zatrudnienie ^b	% r/r	1,7	1,8	2,0	2,2	2,1	2,5	2,6	2,6	2,4	2,7	2,8	3,0	3,0	3,0
Eksport (w euro) ^d	% r/r	15,9	18,0	14,9	12,9	18,4	16,1	20,0	22,1	18,8	26,4	13,0	24,2	19,7	17,8
Import (w euro) ^d	% r/r	12,8	7,8	15,5	11,0	14,6	18,1	16,8	23,0	22,1	22,2	10,4	24,0	21,2	22,0
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-80	-113	-378	-107	3	-232	-467	64	-253	-106	62	-550	-200	-400
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	181	-247	-381	-237	-317	-291	-451	-197	-794	-351	-154	-740	-300	-620
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-2,1	-1,8	-1,7	-1,5	-1,5	-1,5	-1,4	-1,3	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6	-1,7	0,0
Deficyt budżetowy (narastająco)	mlrd PLN	-18,5	-17,5	-18,5	-17,8	-20,6	-22,2	-28,6	0,7	-6,7	-9,0	-10,0	-14,6	-18,0	-19,5
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu ^e	64,8	61,1	64,7	62,3	72,1	77,7	100,0	-2,3	21,9	29,4	32,8	47,8	58,9	63,8
Inflacja (CPI)	% r/r	1,4	1,3	1,6	1,8	1,6	1,0	0,7	0,6	0,7	0,4	0,7	0,9	1,0	0,9
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	0,0	0,0	-0,2	-0,5	-0,9	-0,4	0,2	0,3	0,7	0,9	1,7	2,3	2,2	2,2
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	10,8	10,4	11,1	12,7	8,7	12,6	10,4	10,4	11,7	9,8	9,6	10,1	11,7	12,3
Depozyty	% r/r	9,2	9,4	10,1	11,6	6,3	11,1	9,4	10,2	10,8	9,1	8,6	8,8	11,0	11,3
Kredyty	% r/r	7,4	8,8	9,0	9,6	4,4	10,2	11,8	12,3	13,5	13,6	12,2	12,4	14,4	14,9
USD/PLN	PLN	3,34	3,40	3,29	3,20	3,26	3,37	3,25	3,16	3,18	3,23	3,20	3,05	3,17	3,17
EUR/PLN	PLN	4,06	4,10	4,05	3,92	3,92	3,97	3,85	3,82	3,79	3,88	3,92	3,90	4,02	4,06
Stopa interwencyjna ^a	%	5,00	4,75	4,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Stopa lombardowa ^a	%	6,50	6,25	6,25	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	5,75	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
WIBOR 3M	%	5,22	4,66	4,67	4,57	4,50	4,64	4,62	4,49	4,26	4,12	4,14	4,15	4,17	4,15
Rentowność bonów 52-tyg.	%	5,09	4,30	4,33	4,15	4,19	4,35	4,38	4,22	3,97	3,87	3,95	4,02	4,20	4,30
Rentowność obligacji 2L	%	5,14	4,50	4,60	4,22	4,42	4,75	4,64	4,40	4,20	4,10	4,28	4,44	4,75	5,00
Rentowność obligacji 5L	%	5,25	4,70	4,84	4,51	4,85	5,23	5,04	4,82	4,60	4,59	4,80	5,00	5,33	5,50
Rentowność obligacji 10L	%	5,24	4,72	4,87	4,57	4,90	5,36	5,14	4,94	4,78	4,78	5,02	5,26	5,54	5,70

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	923,2	980,9	1 037,2	228,7	238,2	241,0	273,0	240,3	252,8	254,5	289,6
PKB	% r/r	3,8	5,3	3,4	5,1	2,2	2,9	3,9	4,3	5,2	5,2	4,8	5,1
Popyt krajowy	% r/r	2,7	5,9	2,2	5,2	1,1	0,0	1,9	5,4	4,5	5,6	5,2	5,4
Spożycie indywidualne	% r/r	1,9	4,0	2,0	4,6	1,4	1,4	2,3	2,8	5,1	4,8	4,5	4,1
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-0,1	6,3	6,6	9,4	1,4	4,0	6,5	10,1	7,4	9,0	10,0	10,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	8,4	12,3	4,0	10,6	0,7	2,3	4,5	8,3	12,1	11,0	9,6	9,8
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	3,6	7,1	1,5	11,1	-0,4	-3,2	4,1	5,4	9,4	12,3	11,9	11,0
Stopa bezrobocia ^a	%	20,0	19,1	17,6	15,9	19,2	18,0	17,6	17,6	17,8	16,0	15,7	15,9
Place realne brutto ^c	% r/r	2,0	0,8	1,2	4,3	-1,3	0,8	1,1	3,8	4,0	3,7	5,6	4,0
Zatrudnienie ^c	% r/r	-3,5	-0,8	1,9	2,9	1,5	1,7	2,0	2,4	2,6	2,9	3,1	3,0
Eksport (w euro) ^b	% r/r	9,1	22,3	17,1	18,6	23,2	12,9	15,0	18,0	22,6	18,9	18,8	14,7
Import (w euro) ^b	% r/r	3,3	19,5	12,6	19,7	17,6	6,0	11,2	16,5	22,5	18,6	21,0	17,0
Bilans handlowy ^b	mln EUR	-5 077	-4 552	-2 182	-3 432	-259	-633	-599	-691	-294	-688	-1 150	-1 300
Rachunek bieżący ^b	mln EUR	-4 108	-8 542	-3 457	-5 612	-1 043	-500	-861	-1 053	-1 338	-1 194	-1 530	-1 550
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-2,1	-4,2	-1,4	-2,1	-3,4	-2,1	-1,5	-1,4	-1,5	-1,7	-2,0	-2,1
Deficyt budżetowy ^a	mld PLN	-37,0	-41,5	-28,6	-30,5	-12,3	-18,5	-17,8	-28,6	-9,0	-18,0	-22,5	-30,5
Deficyt budżetowy	% PKB	-4,4	-4,5	-2,9	-2,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	0,8	3,5	2,1	0,8	3,6	2,3	1,6	1,1	0,6	0,9	0,8	1,0
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	1,7	4,4	0,7	1,5	3,4	1,4	1,8	0,7	0,4	1,0	0,6	1,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,6	7,0	0,7	2,3	3,3	0,1	-0,2	-0,4	0,9	2,2	2,6	3,4
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	5,6	8,7	10,4	11,2	11,0	10,8	12,7	10,4	9,8	11,7	11,0	11,2
Zobowiązania ^a	% r/r	3,7	8,1	9,4	9,5	10,4	9,2	11,6	9,4	9,1	11,0	9,7	9,5
Należności ^a	% r/r	8,1	2,9	11,8	15,0	4,6	7,4	9,6	11,8	13,6	14,4	16,6	15,0
USD/PLN	PLN	3,89	3,65	3,23	3,12	3,07	3,28	3,30	3,29	3,19	3,14	3,12	3,03
EUR/PLN	PLN	4,40	4,53	4,02	3,94	4,03	4,13	4,02	3,91	3,83	3,95	4,03	3,97
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	4,21	6,44	5,49	4,63	4,59	4,29	4,15	4,18	4,20
Rentowność bonów 52-tyg.	%	5,33	6,50	4,92	4,18	5,91	5,21	4,26	4,31	4,02	4,06	4,30	4,30
Rentowność obligacji 2L	%	5,38	6,89	5,04	4,69	5,83	5,27	4,44	4,60	4,23	4,49	5,00	5,00
Rentowność obligacji 5L	%	5,61	7,02	5,25	5,18	5,89	5,38	4,68	5,04	4,67	5,04	5,50	5,50
Rentowność obligacji 10L	%	5,77	6,84	5,24	5,38	5,76	5,37	4,72	5,13	4,83	5,27	5,70	5,70

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 10.07.2006 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.

