

W tym miesiącu:

Temat miesiąca	
Co w handlu piszczy?	2
Gospodarka Polski	8
Pod lupą: Bank centralny	11
Pod lupą: Rząd i polityka	13
Monitor rynku	15
Przegląd międzynarodowy	17
Kalendarz makroekonomiczny	18
Dane i prognozy ekonomiczne	19

Maciej Reluga
Główny Ekonomista
022 586 8363

Piotr Bielski
022 586 8333

Piotr Bujak
022 586 8341

Cezary Chrapek
022 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

Koniec wakacji

▪ **Wakacyjna skala umocnienia złotego zaskoczyła nas i średni kurs złotego do euro w trzecim kwartale będzie prawdopodobnie niższy niż prognozowany przez nas (nieco powyżej 4,0). Jednocześnie utrzymujemy prognozę kursu EURPLN na koniec roku na poziomie 3,90.** Głównym powodem spadku kursu poniżej 3,90 były oczekiwania rynku odnośnie przerwy w podwyżkach stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, co spowodowało znaczny napływ kapitału na tzw. rynki wschodzące. Choć wydaje się, że rzeczywiście Fed może utrzymać stopy procentowe na poziomie 5,25% do końca roku, nie jest to w żadnym razie przesądzone (komunikat Fed pozostawia możliwość podwyżki), a rynki mogą nerwowo reagować na kolejne amerykańskie dane, szczególnie dotyczące presji inflacyjnej. W związku z tym i biorąc pod uwagę znaczną skalę ostatniego umocnienia, naszym zdaniem wzrosło ryzyko korekty na polskim rynku walutowym, tym bardziej, że kończy się powoli sezon wakacyjny o mniejszej aktywności inwestorów. Trudno jest ocenić, czy jest szansa na ponowne przekroczenie poziomu 4,0 dla kursu EURPLN, gdyż negatywne informacje ze strony polityki fiskalnej (choćby ryzyko wzrostu wydatków budżetowych czy bardzo prawdopodobne wydłużenie ścieżki konwergencji) wydają się być póki co ignorowane. Jeśli jednak korekta zostałaby pogłębiona powyżej tego poziomu pod wpływem czynników politycznych, postrzegalibyśmy to jako szansę na stosunkowo tanie kupienie polskiej waluty (szansę na zabezpieczenie kursu dla eksporterów).

▪ **Rynek obligacji z kolei wydaje się już wyceniać (przynajmniej w pewnym stopniu) ryzyko fiskalne, gdyż wraz z umocnieniem złotego nie nastąpił znaczny spadek rentowności, co jest zgodne z zakładanym przez nas scenariuszem.** Choć krótki koniec krzywej rentowności (FRA) nie wycenia już podwyżek stóp procentowych w tym roku, wciąż stawki w segmencie 1-2 lata wydają się atrakcyjne biorąc pod uwagę, że podwyżki nie nastąpią być może nawet w roku przyszłym. Jednocześnie, krzywa rentowności może się wystromić, gdyż długi koniec krzywej pozostanie pod wpływem ryzyka wzrostu rentowności na rynkach bazowych (ewentualna zmiana oczekiwań co do kolejnych decyzji Fed oraz podwyżki stóp w strefie euro).

▪ **Szybkemu wzrostowi gospodarczemu wciąż towarzyszy niska inflacja i wydaje się, że RPP ma problemy z wyjaśnieniem tego zjawiska i jego konsekwencji na przyszłość.** Podczas gdy nowa lipcowa projekcja wskazała na wzrost inflacji, szczególnie w 2008 roku, w komunikacie po posiedzeniu Rada odniosła się tylko do projekcji kwietniowej. Naszym zdaniem, o ile według Rady ścieżka inflacji może być wyższa niż prezentowana w kwietniowym raporcie, to odnosi się to tylko do roku 2007 (nie do 2008), co wynika z faktu, że część założeń jest zbyt pesymistyczna. Oznaczałoby to, że większość Rady uważa, że inflacja osiągnie cel wcześniej niż sądzono poprzednio, ale niekoniecznie przekroczy cel na trwałe. Taki scenariusz nie wymaga zacieśnienia polityki pieniężnej, co jest zgodne z naszą prognozą.

Na rynku finansowym 31 lipca 2006 r.:					
Stopa depozytowa NBP	2,50	WIBOR 3M	4,18	USDPLN	3,0831
Stopa referencyjna NBP	4,00	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	4,25	EURPLN	3,9321
Stopa lombardowa NBP	5,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,40	EURUSD	1,2754

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 09.08.2006 r.

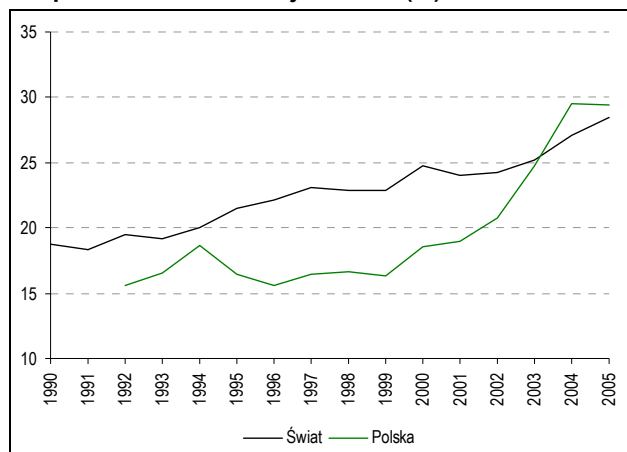
Temat miesiąca

Co w handlu piszczy?

Dobrze, coraz lepiej...

Ostatnie lata to bardzo korzystny okres dla polskiego handlu zagranicznego. Od początku obecnej dekady niemal nieprzerwanie utrzymuje się wysoka, ponad dwucyfrowa dynamika obrotów eksportu i szybko zwiększa się rola wymiany międzynarodowej w polskiej gospodarce. Wzrost znaczenia handlu zagranicznego jest globalną tendencją obserwowaną od kilku dekad na całym świecie, jednak dynamika przemian, jakie dokonują się w tym zakresie na przestrzeni ostatnich lat w Polsce kształtuje się bardzo wyraźnie powyżej średniej w innych krajach. Polska, z kraju o stosunkowo niskim stopniu otwartości na wymianę z zagranicą, zmienia się stopniowo w coraz bardziej otwartą gospodarkę, i to w tempie należącym do najszybszych na naszym kontynencie. Dobrze ilustruje to zmiana relacji eksportu w stosunku do PKB, która na przestrzeni ostatniej dekady wzrosła w Polsce niemal dwukrotnie – z ok. 15% w połowie lat 90. do ok. 30% obecnie, przy czym najszybszy wzrost dokonał się w ciągu trzech-czterech ostatnich lat.

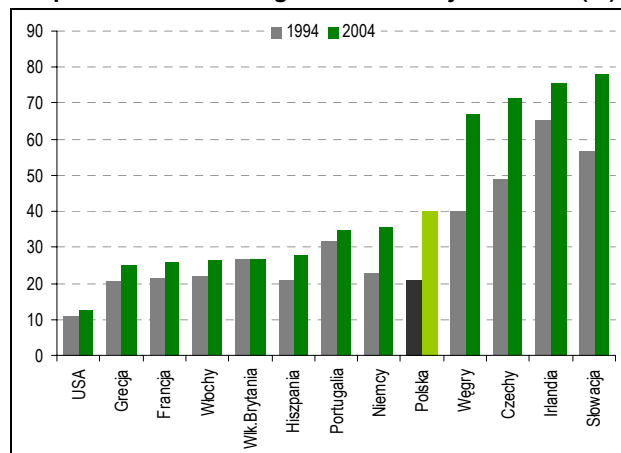
Eksport towarów w relacji do PKB (%)



Źródło: MFW, GUS, szacunki własne

Chociaż udział eksportu w PKB jest w Polsce nadal wyraźnie niższy od analogicznej relacji w krajach naszego regionu o podobnym poziomie rozwoju (Czechy, Słowacja, Węgry), to należy jednak przy takim porównaniu brać pod uwagę różnicę w wielkości gospodarek i obserwowaną na świecie prawidłowość, zgodnie z którą stopień otwartości na handel zagraniczny jest zwykle odwrotnie proporcjonalny do rozmiarów rynku wewnętrznego. Z kolei, Polska bardzo korzystnie wypada w ostatnich latach pod tym względem na tle większości krajów rozwiniętych o sporym rynku wewnętrznym.

Eksport towarów i usług do PKB w krajach OECD (%)



Źródło: OECD

Co ciekawe, obserwowane w ostatnich latach ożywienie w polskim handlu zagranicznym było znacznie bardziej dynamiczne po stronie eksportu niż importu, w wyniku czego wraz z mocnym wzrostem obrotów towarowych nastąpiła pokaźna redukcja deficytu w wymianie handlowej. W przeciwieństwie do sytuacji w pierwszych dziesięciu latach transformacji, dynamiczny wzrost obrotów w ostatnich latach nie tylko nie pociągnął za sobą równoczesnego wzrostu deficytu wymiany, ale wręcz przeciwnie, zaowocował równoczesną znaczącą redukcją tego deficytu.

Ostatnie tendencje w polskim handlu zagranicznym skłaniają więc do zastanowienia co takiego wydarzyło się w polskiej gospodarce, że możliwe były tak wyraźnie pozytywne zmiany w obrocie z zagranicą. Dodatkowo, istotne jest pytanie czy były to zmiany o charakterze trwałym i strukturalnym, czy też wynikały jedynie z korzystnego splotu okoliczności, i czy w związku z tym można liczyć na kontynuację obecnych tendencji w przyszłości.

W poszukiwaniu źródeł sukcesu

Czytelnicy naszego MAKROskopu być może przypominają sobie, że analizą sytuacji w polskim handlu zagranicznym zajmowaliśmy się szerzej trzy lata temu. Oszacowaliśmy wówczas ekonometryczny model polskiego eksportu, próbując za jego pomocą zidentyfikować czynniki odpowiedzialne za rozkręcający się właśnie wtedy boom na rynku eksportowym. Wyniki obliczeń wskazywały na bardzo wysoką elastyczność dochodową i małą elastyczność cenową polskiego eksportu, tj. dużą wrażliwość na zmiany tempa wzrostu gospodarczego u głównych partnerów handlowych Polski i raczej umiarkowaną reakcją na zmiany realnego kursu walutowego. Dodatkowo, model sugerował istotną statystycznie odwrotną zależność pomiędzy eksportem a popytem krajowym (efekt „wypychania” produkcji krajowej na rynki zagraniczne w okresie dekonunktury na rynku

wewnętrzny). Wówczas wyniki te wydawały się nie całkiem satysfakcjonujące, ponieważ – jak sądziliśmy – nie wyjaśniały w pełni występującej w tamtym okresie wysokiej dynamiki obrotów eksportu w sytuacji poważnej dekonunktury gospodarczej w krajach UE i stopniowo rosnącego popytu wewnętrznego w Polsce. Ponieważ od czasu przeprowadzenia tego badania minęło już sporo czasu, a polski eksport nie przestaje zadziwiać trwałością tendencji wzrostowych, uznaliśmy, że warto ponowić szacunki z wykorzystaniem najświeższych dostępnych danych, aby przetestować, czy na przestrzeni ostatnich lat, w których dynamika handlu zagranicznego była szczególnie wysoka, zaszły jakieś istotne zmiany w mechanizmach sterujących polskim handlem zagranicznym. Opracowanie uzupełniamy też o model zachowania importu, który być może ułatwi odpowiedź na pytanie o przyczyny systematycznego spadku nierównowagi handlowej Polski w ostatnich latach.

Model ekonometryczny

Analizując zachowanie eksportu, posłużyliśmy się – podobnie jak poprzednim razem – jednorównaniowym modelem regresji liniowej, w którym wolumen eksportu objaśniany jest przez: popyt zagraniczny (w tej roli wystąpił wolumen PKB w Unii Europejskiej), zmiany cen względnych (realny efektywny kurs walutowy), jak również popyt krajowy. Wprowadzenie tej ostatniej zmiennej uzasadnione było stosunkowo dużym rozmiarem rynku wewnętrznego, który może stanowić dla producentów alternatywę wobec popytu zagranicznego. Dodatkową zmienną objaśniającą jest miara „natężenia” globalnego handlu (udział światowego eksportu w globalnym PKB), mająca za zadanie częściowo wyłapać efekt zmian w zachowaniu eksportu wynikających ze zmian po stronie podażowej, nie modelowanych bezpośrednio w przyjętym ujęciu.

Oszacowany analogiczną metodą model importu objaśnia jego zachowanie przy pomocy następujących zmiennych: popyt krajowy (mierzący efekt dochodowy), realny efektywny kurs walutowy (odzwierciedlający zmianę relacji cenowych), oraz wolumen polskiego eksportu (w związku z wysoką importochłonnością eksportu obserwowaną w Polsce).

Bardziej szczegółowe informacje nt. szacunków ekonometrycznych zamieszczone zostały w *Aneksie technicznym* na stronie 7.

W związku ze zmianami jeśli chodzi o źródła wykorzystywanych danych i nieznaczące różnice w metodologii, wyniki oszacowanych modeli nie są w stu procentach porównywalne z tymi uzyskanymi przed trzema laty. Dlatego przeprowadzone obecnie szacunki

wykonaliliśmy ponownie również na odpowiednio krótszej próbie statystycznej (odpowiadającej naszemu badaniu przeprowadzonemu trzy lata temu), w warunkach porównywalnych.

Na zachodzie bez zmian?

Otrzymane wyniki oszacowania modelu eksportu sugerują, że na przestrzeni trzech ostatnich lat, kiedy polski eksport przechodził okres szczególnie szybkiego wzrostu (sugerującego, że w gospodarce być może dokonuje się jakaś istotna zmiana natury strukturalnej) tak naprawdę... niewiele się zmieniło, przynajmniej jeśli chodzi o mechanizmy reakcji handlu zagranicznego na ujęte w modelu impulsy. Oszacowane w warunkach porównywalnych parametry relacji długookresowej dla całej dostępnej obecnie próby (1996q1-2006q1) oraz dla okresu kończącego się trzy lata wcześniej (1996q1-2003q1) są bardzo zbliżone. Również w równaniach krótkookresowej dynamiki różnice parametrów dla obydwu prób nie wydają się znaczące.

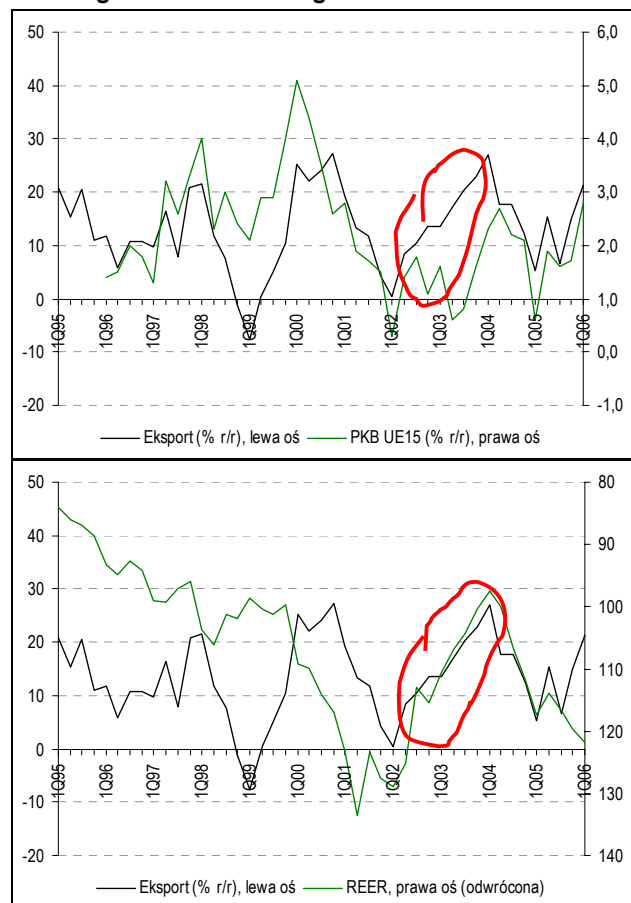
Zgodnie z wynikami modelu, polski eksport jest wysoce wrażliwy na zmiany popytu zewnętrznego (wzrost PKB u głównych partnerów handlowych), natomiast umiarkowanie elastycznie reaguje na zmiany konkurencyjności cenowej (realnego kursu walutowego) oraz na zmiany popytu krajowego. Znaki oszacowanych parametrów są zgodne z teorią ekonomiczną i intuicją oraz istotne statystycznie, a otrzymane równania zachowują poprawne właściwości ekonometryczne.

Zastanawiająca jest silna zależność eksportu od zmiennej skali, reprezentującej globalne natężenie handlu zagranicznego. Sugeruje to istotny wpływ innych czynników o charakterze podażowym, nie uwzględnionych bezpośrednio w modelu, których jednak nie udało się bardziej precyzyjnie zidentyfikować na bazie szacunków ekonometrycznych. Czynniki takimi mogłyby być np. efekty napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych, czy zmian struktury przedmiotowej polskiego eksportu, odzwierciedlające m.in. jego unowocześnienie. Jednak oddziaływanie tych czynników nie udało się potwierdzić na gruncie statystycznym.

Stabilność w czasie oszacowanych parametrów równania eksportu i poprawność statystyczna modelu sugeruje, że wysoka dynamika obrotów eksportu obserwowana w ostatnich latach daje się dobrze wyjaśnić przy pomocy mechanizmów uwzględnionych w modelu. A zatem nie jest to efekt zmiany strukturalnej w zachowaniu polskiego handlu, ale wynik korzystnego układu czynników, kształtujących głównie stronę popytową. Potwierdzeniem tej tezy wydaje się być analiza zachowania dynamiki eksportu w zestawieniu z

dynamiką PKB w Unii Europejskiej oraz zmianami realnego kursu walutowego w ostatnich latach. Wykresy poniżej potwierdzają, że okresy szybkiej ekspansji polskiego eksportu nakładają się w większości przypadków na okresy przyspieszenia wzrostu gospodarczego w UE. Natomiast w tych kwartałach, w których się nie nakładają, z reguły miała miejsce silna realna deprecjacja kursu złotego, jak np. w okresie 2003q3-2004q1 (odstępstwo od reguły w latach 1998-99 wynika z wpływu kryzysu rosyjskiego).

Dynamika eksportu, popytu zewnętrznego i realnego kursu walutowego



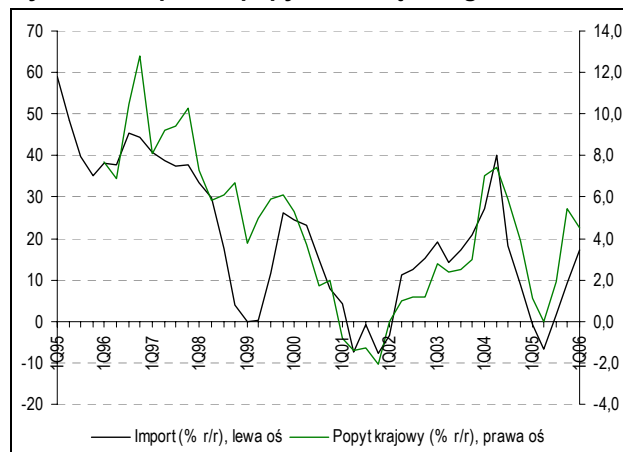
Źródło: GUS, Eurostat, szacunki własne

Import obojętny na zmiany kursu

Ciekawe wnioski płyną również z oszacowanego równania importu. Również w tym przypadku parametry modelu oszacowanego na całym dostępnym zbiorze danych nie różnią się zbyt wiele od szacunków dla próby kończącej się trzy lata wcześniej (w obu przypadkach zachowując statystyczną istotność przy poprawnych właściwościach modelu). Wbrew naszej intuicji, analiza ekonometryczna nie potwierdziła istotnej zależności pomiędzy importem a kursem walutowym. Niezależnie od przyjętej miary kursu (realny kurs efektywny deflowany CPI lub ULC, czy też nominalny kurs efektywny), oszacowany parametr odpowiadający zmiennej kursowej w modelu przyjmował wartości bliskie zera i był nieistotny statystycznie. Model wskazuje

natomiast na wysoką, istotną statystycznie elastyczność popytową importu względem zmian popytu krajowego, oraz umiarkowaną dodatnią zależność w reakcji na zmiany wolumenu eksportu (wynikającą, jak się wydaje, z importochłonności produkcji eksportowej).

Dynamika importu i popytu wewnętrznego



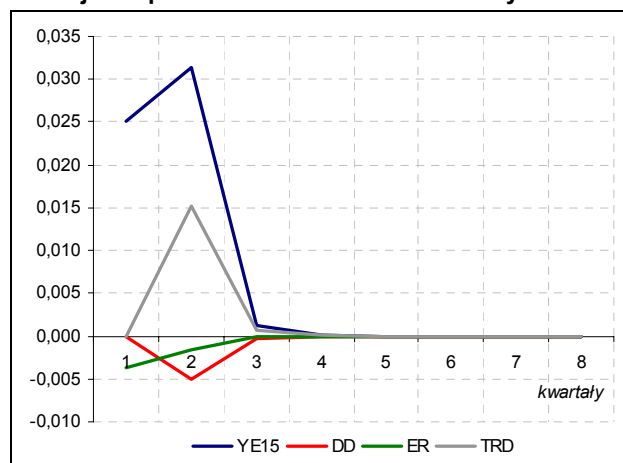
Źródło: GUS, szacunki własne

Wnioski dla perspektyw handlu zagranicznego

Na podstawie oszacowanych modeli możliwa jest dokładna analiza wpływu zmian poszczególnych czynników na zachowanie eksportu i importu. Reakcje te prześledziliśmy na podstawie symulacji, zakładającej wystąpienie impulsu w postaci trwałej zmiany poszczególnych zmiennych objaśniających w modelu o 1%, przy pozostałych warunkach nie zmienionych.

Oszacowane w ten sposób profile reakcji obrotów eksportu na impulsy w postaci trwałego zaburzenia poszczególnych zmiennych w modelu przedstawia w formie graficznej wykres poniżej.

Reakcja eksportu na 1% zaburzenie zmiennych



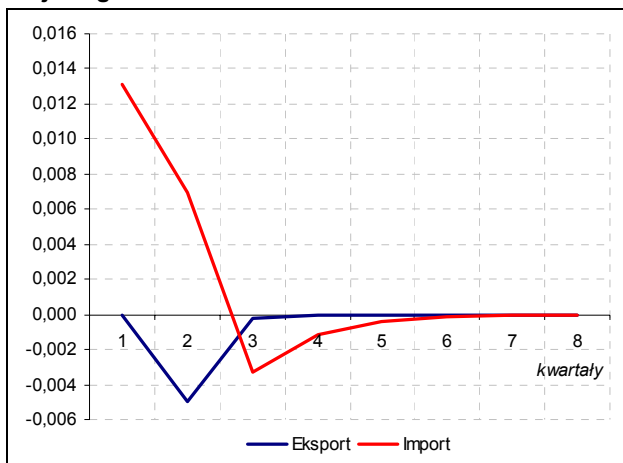
Źródło: szacunki własne; Uwaga: wykres przedstawia zmiany obrotów eksportu (dX) w kolejnych kwartałach od wystąpienia impulsu w postaci 1% trwałego zaburzenia danej zmiennej objaśniającej.

Wnioski z tych symulacji pokazują, że zmiany kursu walutowego mają w Polsce stosunkowo mały bezpośredni wpływ na saldo wymiany handlowej – jest to pochodna zerowej elastyczności kursowej importu w

modelu¹ i dość niskiej elastyczności cenowej eksportu. W reakcji na trwałe umocnienie realnego efektywnego kursu złotego o 1%, realna wartość polskiego eksportu obniży się w ciągu kolejnych czterech kwartałów w sumie o ok. 0,5%, natomiast import (poprzez sprzężenie zwrotne) obniży się o niespełna 0,2%.

Z kolei wahania popytu krajowego powinny być odczuwalne przez bilans handlowy stosunkowo silnie, ponieważ wartości oszacowanych współczynników wskazują, że jego zmiany będą równocześnie oddziaływały pozytywnie na wolumen importu i negatywnie na eksport – przy czym ta pierwsza zależność jest znacznie silniejsza. Trwały wzrost popytu krajowego o 1% skutkuje spadkiem eksportu w sumie o ok. 0,5% w ciągu roku i wzrost importu o ponad 1,5% w podobnym horyzoncie czasowym.

Reakcja eksportu i importu na 1% zmianę popytu krajowego



Źródło: szacunki własne; Uwaga: wykres przedstawia zmiany obrotów eksportu (dX) i importu (dI) w kolejnych kwartałach od wystąpienia impulsu w postaci 1% trwałego wzrostu popytu krajowego.

Jeszcze większy wpływ na wyniki handlu zagranicznego mają zmiany popytu zagranicznego, ze względu na jego silne oddziaływanie na zmiany eksportu. Wzrost PKB Unii Europejskiej o 1% będzie skutkował zwiększeniem eksportu o 5,7% i wzrostem importu o 1,9% w ciągu czterech kolejnych kwartałów.

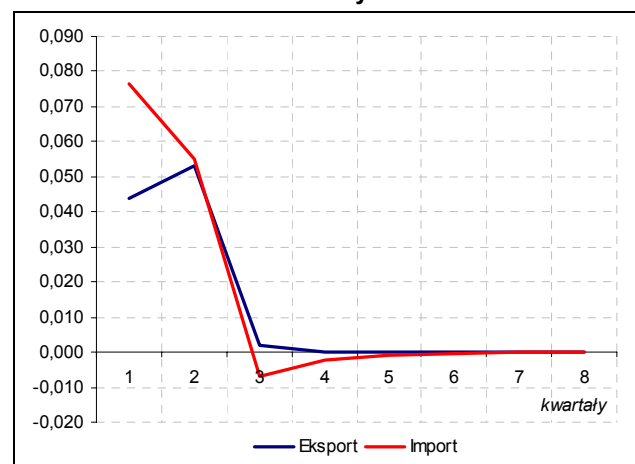
Wynikałoby stąd, że perspektywy polskiego bilansu handlowego w kolejnych okresach będą zależały w dużym stopniu od tendencji w zakresie popytu, zarówno w kraju jak i za granicą, a w mniejszej skali od zachowania kursu walutowego.

Biorąc pod uwagę specyfikę gospodarki nadganiającej lukę rozwojową, w najbliższych latach będziemy mieli raczej do czynienia z postępującą realną aprecjacją polskiej waluty (efekt Harroda-Balassy-Samuelsona), co

– jak wskazują powyższe szacunki – będzie miało efekt umiarkowanie negatywny dla salda wymiany handlowej. Jeśli chodzi o perspektywy popytu krajowego na kolejne kwartały, to jak na razie wyglądają one bardzo optymistycznie (przewidujemy wzrost w granicach 5% r/r). Wpływ tego czynnika na bilans handlowy będzie więc również ujemny. W tej sytuacji, nadziei na utrzymanie wysokiego tempa wzrostu eksportu należy upatrywać w szybkim tempie rozwoju partnerów handlowych Polski. Jak na razie, prognozy wzrostu PKB w krajach Unii Europejskiej na najbliższe kwartały są stosunkowo korzystne (prognozy wzrostu PKB w UE wskazują na ponad 2% w 2007 r.). Pytanie, czy będzie to czynnik wystarczająco silny i jak długo tak dobra koniunktura za granicą się utrzyma...

Mając do dyspozycji oszacowane funkcje reakcji eksportu i importu na poszczególne impulsy, możemy pokusić się o wyliczenie jaki powinien być łączny efekt netto zmian w sytuacji gospodarczej w przyszłym roku na polski bilans handlowy, biorąc pod uwagę aktualne prognozy makroekonomiczne. Analizowany przez nas scenariusz zakłada: wzrost popytu krajowego w Polsce o 5,2%, wzrost PKB w Unii Europejskiej o 2,2%, realną aprecjację złotego o 3%, oraz wzrost udziału eksportu w globalnym PKB o 1%. Według szacunków dokonanych na podstawie wskazań modelu przy ww. założeniach, w ciągu czterech kolejnych kwartałów obroty eksportu (w cenach stałych) powinny wzrosnąć w sumie o 9,9%, a obroty importu zwiększyłyby się 12,2%. Oznaczałoby to wzrost deficytu handlowego w 2007 roku o ok. 10 mld zł (2,5 mld €), czyli ok. 0,8% PKB. Skala pogorszenia salda obrotów bieżących bilansu płatniczego powinna być nieco mniejsza, biorąc pod uwagę m.in. spodziewaną kontynuację wzrostów jeśli chodzi o nadwyżki na rachunku transferów bieżących i usług.

Reakcja eksportu i importu na prognozowany scenariusz makroekonomiczny



Źródło: szacunki własne; Uwaga: wykres przedstawia zmiany obrotów eksportu (dX) i importu (dI) w kolejnych kwartałach w scenariuszu wystąpienia następujących impulsów: wzrost DD o 5,2%, wzrost YE15 o 2,2%, wzrost ER o 3%, wzrost TRD o 1%.

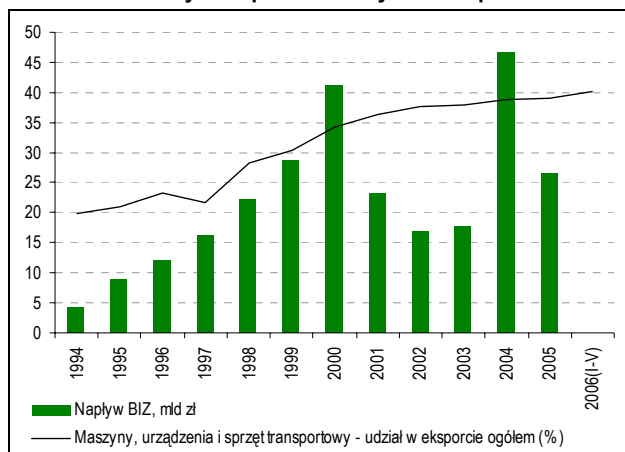
¹ Nie oznacza to, że zmiana kursu walutowego nie wpływa w ogóle na wartość importu, w modelu wpływ ten jednak realizuje się pośrednio poprzez zmianę wartości eksportu, który z kolei oddziałuje na import. Niskie wartości odpowiednich parametrów powodują, że skala tej reakcji jest niewielka.

Czy należy wierzyć modelom?

Przeprowadzone przez nasz szacunki ekonometryczne nie zdołały potwierdzić zmian w mechanizmach funkcjonowania polskiego handlu zagranicznego. Niemniej jednak, obserwując zjawiska zachodzące na przestrzeni ostatnich lat trudno oprzeć się wrażeniu, że w polskim handlu dokonuje się jednak stopniowa przemiana strukturalna, która przyczynia się do odwrócenia wcześniejszych niezbyt pozytywnych tendencji. Intuicja podpowiada, że jedną z głównych przyczyn stojących u źródeł tej przemiany mogła być modernizacja polskiej gospodarki, jaka dokonała się m.in. za sprawą napływu inwestycji zagranicznych (BIZ) oraz wewnętrznej restrukturyzacji polskich firm w odpowiedzi na głęboką dekoniunkturę lat 2001-2002.

Wprawdzie analiza ekonometryczna nie potwierdziła istotnego wpływu takich czynników jak np. wartość napływających BIZ czy struktura przedmiotowa handlu zagranicznego na zachowanie eksportu czy importu. Zresztą nawet pobieżna analiza zagregowanych danych wskazuje, że w ostatnim okresie nastąpiła raczej stabilizacja, a nie nasilenie obserwowanych wcześniej wzrostowych tendencji zarówno jeśli chodzi o napływ inwestycji bezpośrednich, jak i udział towarów zaawansowanych technologicznie w eksporcie ogółem. Jednak być może kluczowe znaczenie mają nie tyle ostatnie zmiany w wartości inwestowanych w Polsce środków, co ich charakter.

Bezpośrednie inwestycje zagraniczne oraz udział towarów wysoko przetworzonych w eksporcie



Źródło: GUS, NBP, szacunki własne

W pierwszym etapie transformacji gospodarczej w Polsce, modernizacji przemysłu, która ułatwiłaby dostosowanie struktury eksportu do zapotrzebowania ze strony odbiorców nie sprzyjała struktura nakładów inwestycyjnych, z których dużą część stanowiły nakłady na bierne czynniki produkcji (budynki i budowle) oraz fakt, że bezpośrednie inwestycje zagraniczne ukierunkowane były głównie poza branżę wysokiego przetwórstwa, w dodatku nie generujące raczej silnych dodatnich efektów dla wzrostu eksportu, a nakierowane na eksplorację rynku wewnętrznego. Większość inwestycji zagranicznych trafiała do pośrednictwa finansowego, handlu, transportu i przemysłu spożywczego. Sytuacja ta uległa jednak zmianie w ostatnich latach, do czego impulsem stała się m.in. zapaść popytu krajowego na początku obecnej dekady. I chociaż strumień napływających inwestycji nie jest już tak intensywny jak kiedyś, stopniowo zaczął się zmieniać charakter nowych inwestycji zagranicznych dokonywanych w Polsce – ostatnio coraz częściej są to zakłady produkujące towary nie tylko na potrzeby rynku wewnętrznego, ale też (a może przede wszystkim) na inne rynki europejskie. Wzrosła liczba powstających w Polsce fabryk produkujących komponenty na rzecz międzynarodowych koncernów przemysłowych, co oprócz bezpośredniego wpływu na wzrost obrotów eksportu miało jeszcze ten pozytywny efekt, że w dużym stopniu uodporniło część rynku na wpływ wahań kursowych. Są to zmiany, które trudno wychwycić na poziomie zagregowanych danych statystycznych, którymi posługiwaliśmy się w naszych obliczeniach i być może to właśnie było przyczyną tego, że nie udało się na bazie przeprowadzonych szacunków potwierdzić zmian w funkcji zachowania polskiego eksportu.

Aneks techniczny

W analizie ekonometrycznej wykorzystano następujące dane statystyczne o częstotliwości kwartalnej:

- X logarytm polskiego eksportu towarów w cenach stałych z roku 1995, wyr. sezonowo
- Y logarytm polskiego importu towarów w cenach stałych z roku 1995, wyr. sezonowo
- YE15 logarytm PKB 15 „starych” krajów Unii Europejskiej w cenach stałych z roku 1995, wyr. sezonowo
- DD logarytm popytu krajowego w Polsce w cenach stałych z roku 1995, wyr. sezonowo
- ER logarytm indeksu realnego efektywnego kursu walutowego dla Polski (1999=100) deflowanego CPI, z uwzględnieniem 25 największych partnerów handlowych
- TRD logarytm indeksu mierzącego udział światowego eksportu w światowym PKB (w cenach bieżących), dane kwartalne interpolowane na podstawie danych rocznych
- D98 zmienna zero-jedynkowa „wyłapująca” wpływ kryzysu rosyjskiego, przyjmująca wartość 1 poczynając od III kw. 1998 i zero wcześniej

Wykorzystane szeregi czasowe są niestacjonarne. Długookresowe relacje równowagi w modelach oszacowano przy pomocy zmodyfikowanej metody najmniejszych kwadratów (Phillip-Hansen's Fully Modified estimator). Równania dynamiki krótkookresowej oszacowano zwykłą metodą najmniejszych kwadratów. Równania oszacowano na próbie obejmującej okres 1996q1:2006q1 oraz dodatkowo dla krótszego okresu 1996q1:2003q1. Wyniki oszacowanych parametrów wraz z odpowiednimi statystykami podane są w poniższych tabelach.

Równanie długookresowe eksportu X

$$X_t = \alpha_1 YE15_t + \alpha_2 DD_t + \alpha_3 ER_t + \alpha_4 TRD_t + \alpha_5 D98_t + \alpha_6 + \varepsilon_{1,t}$$

	1996Q1-2006Q1	1996Q1-2003Q1
YE15	5.7676 (0.000)	5.5529 (0.000)
DD	-0.52017 (0.000)	-0.50283 (0.000)
ER	-0.54359 (0.000)	-0.43047 (0.000)
TRD	1.5706 (0.000)	1.4778 (0.000)
D98	-0.14187 (0.000)	-0.13800 (0.000)
C	-69.6079 (0.000)	-66.9482 (0.000)

Równanie krótkookresowe eksportu dX

$$dX_t = \beta_1 dYE15_t + \beta_2 dDD_t + \beta_3 dER_t + \beta_4 dTRD_t + \beta_5 dD98_t + \dots + \beta_6 + \beta_7 ECM_{t-1} + \varepsilon_{2,t}$$

	1996Q1-2006Q1	1996Q1-2003Q1
dYE15	2.5096 (0.046)	2.7539 (0.027)
dER	-0.37624 (0.001)	-0.22936 (0.026)
dD98	-0.083262 (0.002)	-0.076130 (0.002)
C	0.021404 (0.008)	0.015002 (.069)
ECM(-1)	-0.96124 (0.000)	-0.98064 (0.000)
	R ² =0.63788 DW=2.2543	R ² =0.73248 DW=2.5017

Równanie długookresowe importu I

$$I_t = \delta_1 DD_t + \delta_2 X_t + \delta_3 D98_t + \delta_4 + \xi_{1,t}$$

	1996Q1-2006Q1	1996Q1-2003Q1
DD	1.6818 (0.000)	1.7410 (0.000)
X	0.33764 (0.000)	0.36026 (0.000)
D98	-0.047909 (0.000)	-0.061684 (0.000)
C	-12.3762 (0.002)	-13.2744 (0.003)

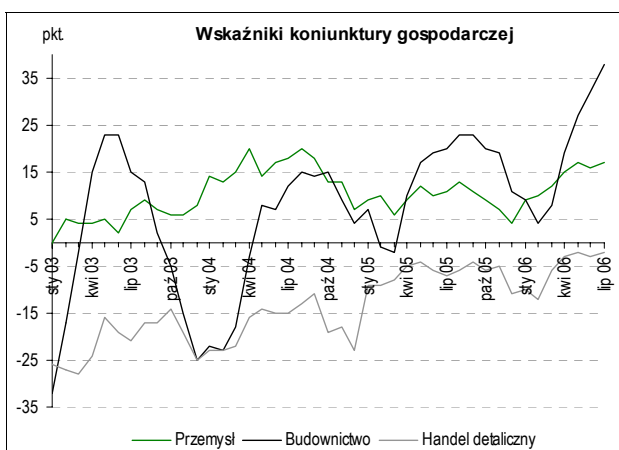
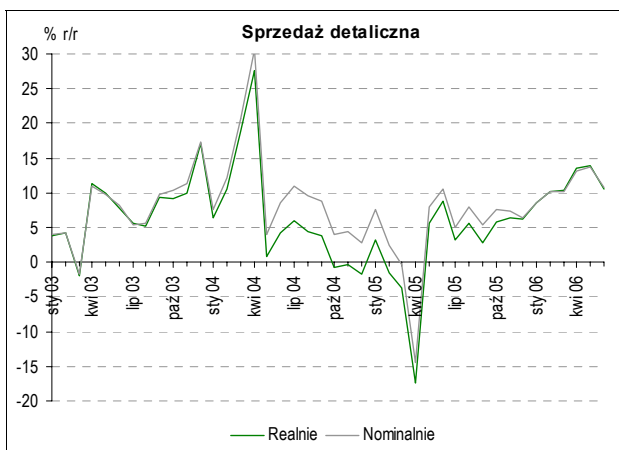
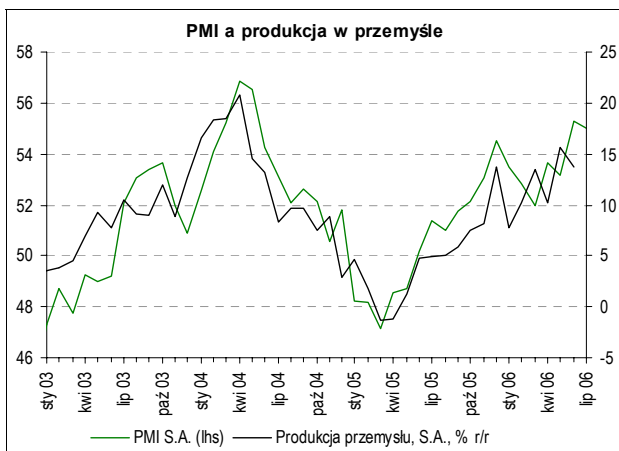
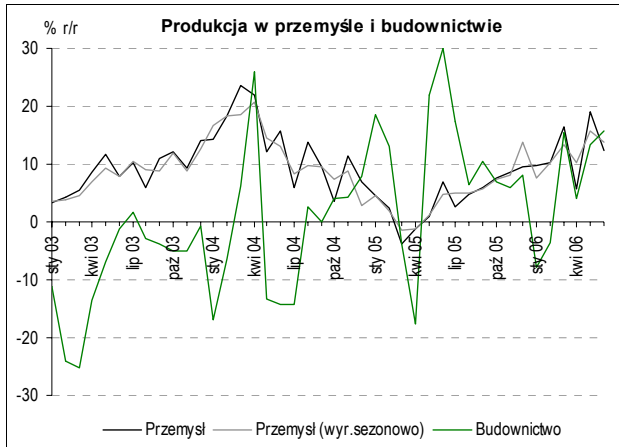
Równanie krótkookresowe importu dI

$$dI_t = \lambda_1 dDD_t + \lambda_2 dDD_{t-1} + \lambda_3 dX_t + \lambda_4 + \lambda_5 ECM_{t-1} + \xi_{2,t}$$

	1996Q1-2006Q1	1996Q1-2003Q1
dDD	1.3100 (0.046)	1.5406 (0.000)
dDD(-1)	0.54256 (0.001)	---
dX	0.18580 (0.002)	0.19538 (0.057)
C	0.0019056 (0.008)	0.005133 (0.289)
ECM(-1)	-0.65894 (0.000)	-0.58096 (0.001)
	R ² =0.70941 DW=1.7723	R ² =0.64649 DW=1.6265

gdzie: symbol *d* oznacza pierwszą różnicę odpowiednich zmiennych; *ECM_t* oznacza mechanizm korekty błędem, czyli reszty z modelu długookresowego, *C* oznacza wyraz wolny. W nawiasach podano tzw. *p-values*, tj. prawdopodobieństwo błędu przy odrzuceniu hipotezy zerowej o statystycznej nieistotności parametru.

Gospodarka Polski



Wzrost produkcji znowu powyżej oczekiwań

Podobnie jak miesiąc wcześniej, czerwcowe dane o produkcji okazały się wyższe od oczekiwań. Produkcja przemysłowa zwiększyła się aż o 12,4% r/r wobec konsensusu rynkowego na poziomie ok. 10% r/r i naszej prognozy, zakładającej wzrost o nieco ponad 8% r/r. Sezonowo dostosowany wzrost produkcji przemysłowej wyniósł w czerwcu 13,8% r/r w porównaniu z 15,6% r/r w maju, a średni wzrost w I połowie roku wyniósł 11,8% r/r. Najsłabszy wzrost produkcji (o 13,9% r/r) nastąpił w przetwórstwie przemysłowym.

Chociaż czerwcowe dane sugerują spowolnienie ekspansji przemysłu wobec wzrostu o 19,1% r/r w maju, należy pamiętać, że o ile w maju mieliśmy do czynienia z pozytywnym efektem różnicy w licznie dni roboczych (1 dzień więcej r/r), to w czerwcu było odwrotnie. Biorąc to pod uwagę czerwcowe dane były nie mniej imponujące niż wzrost o blisko 20% miesiąc wcześniej.

Niedostosowane sezonowo dane za czerwiec implikują przyspieszenie dynamiki produkcji w II kwartale do 12,4% r/r z 12,1% r/r w I kwartale, pomimo negatywnego efektu mniejszej liczby dni roboczych. Wspiera to nasze szacunki wskazujące, że w II kwartale br. wzrost PKB był podobnie wysoki jak w pierwszych trzech miesiącach roku, gdy wyniósł 5,2%. W rzeczywistości wygląda na to, że wzrost PKB w II kwartale będzie przynajmniej tak wysoki jak w poprzednim kwartale.

Pozytywnym sygnałem jest również znaczny wzrost produkcji budowlano-montażowej (15,7% r/r), najszybszy w tym roku. W całym II kwartale produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się o 11,1% r/r wobec wzrostu o zaledwie 1,4% r/r w I kwartale.

Wskaźnik menedżerów logistyki PMI spadł w lipcu o 0,3 pkt proc. do 55 pkt, ale utrzymując się wyraźnie powyżej 50 pkt. sugeruje, że sektor przemysłowy nadal szybko się rozwija.

Nadal dwucyfrowy wzrost sprzedaży detalicznej

Sprzedaż detaliczna wzrosła w czerwcu o 1,8% m/m i 10,7% r/r. Wzrost był silniejszy niż zakładała nasza prognoza 9,2% r/r, ale poniżej mediany oczekiwań rynkowych na poziomie 11,5%.

Roczny wzrost wystąpił w prawie wszystkich działach sprzedaży, z wyjątkiem sprzedaży samochodów (spadek o 0,9% r/r), co wskazuje na szeroko zakrojoną ekspansję popytu konsumpcyjnego.

Równocześnie, wciąż niski deflator sprzedaży (realny wzrost był zaledwie 0,2 pp niższy od nominalnego i wyniósł 10,5%) sugeruje, że presja inflacyjna w przypadku dóbr konsumpcyjnych pozostaje stłumiona.

Prognozujemy, że roczna dynamika sprzedaży detalicznej w kolejnych miesiącach utrzyma się na dwucyfrowym poziomie, m.in. za sprawą ciągłej poprawy sytuacji na rynku pracy.

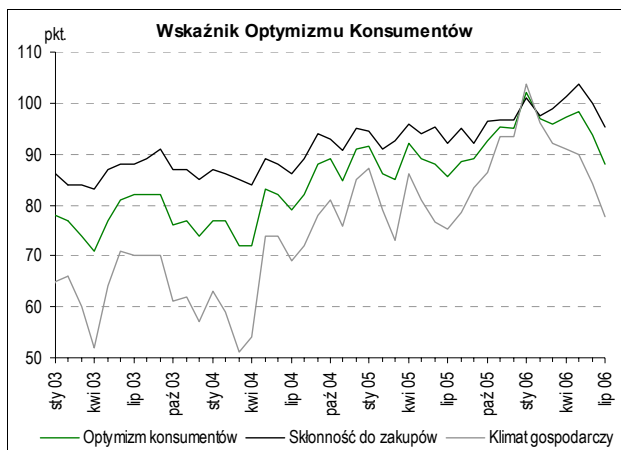
Dobre oceny koniunktury, szczególnie w budownictwie

Wyniki badania koniunktury za lipiec pokazały kontynuację pozytywnej tendencji w zakresie nastrojów przedsiębiorstw.

Wzrost wskaźników koniunktury w lipcu był częściowo zjawiskiem sezonowym, ale nastąpił on również w ujęciu rocznym (eliminującym efekt wahań sezonowych). W dwóch przypadkach, szczególnie w budownictwie, zanotowano nawet wyraźne przyspieszenie rocznej dynamiki.

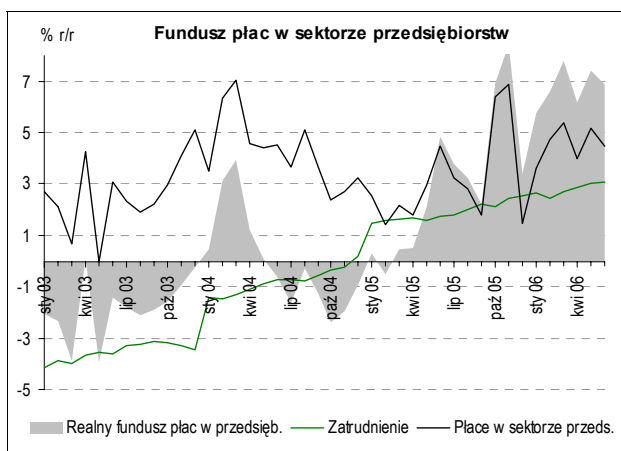
Przedsiębiorstwa ze wszystkich sektorów miały zbliżoną ocenę sytuacji w większości badanych obszarów - dominował wzrost optymizmu. Potwierdziło to bardzo dobrą sytuację gospodarczą i jeśli będzie to widoczne również we wskaźnikach aktywności gospodarczej za lipiec, to będą podstawy, aby w III kw. oczekiwać wzrostu PKB powyżej 5%.

Gospodarka Polski



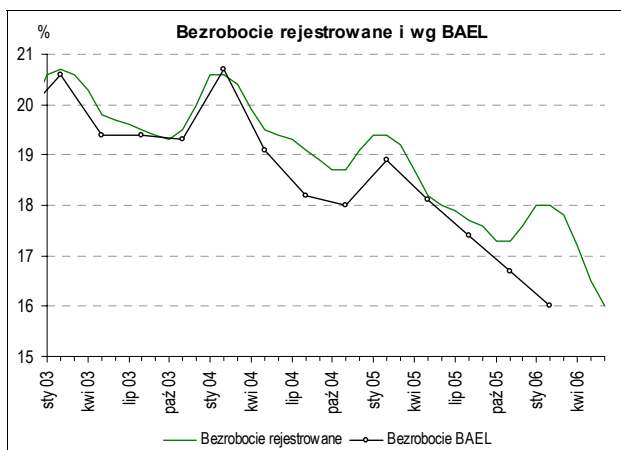
Nieczo przygaszone nastroje konsumentów

- Wyniki badania optymizmu konsumentów za lipiec, przeprowadzonego przez Ipsos, pokazały kolejne pogorszenie. O ile pogorszenie w czerwcu było raczej sezonowe, w lipcu nastąpił nie tylko spadek indeksów w ujęciu miesięcznym, ale również znaczne osłabienie ich dynamiki rocznej. O ile przeciętnie w I połowie br. ogólny wskaźnik optymizmu konsumentów rósł w tempie dwucyfrowym wobec I połowy ub.r., to w lipcu zwiększył się w ujęciu rocznym o zaledwie 3 pkt.
- Optymizm konsumentów zmniejszył się w mijającym miesiącu głównie w wyniku pogorszenia oceny sytuacji gospodarczej, co autorzy badania przypisują zmianie na stanowisku premiera. Sądzymy, że było to raczej przejściowe zjawisko i nadal oczekujemy szybkiego wzrostu konsumpcji indywidualnej w II połowie br. (choć nieco słabszej niż w I połowie).



Coraz silniejsza poprawa sytuacji na rynku pracy

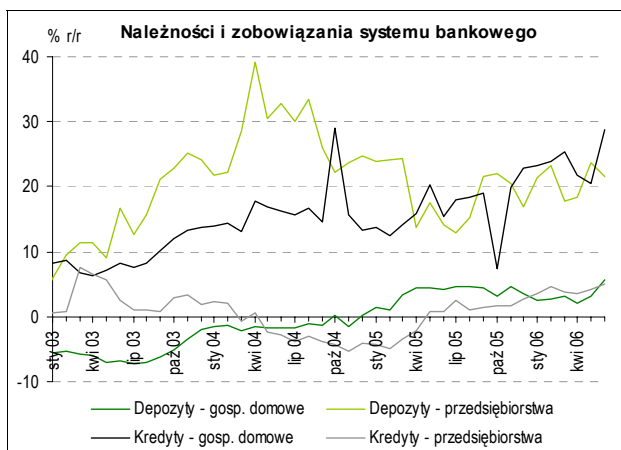
- Za utrzymaniem mocnego wzrostu popytu konsumpcyjnego przemawia rozwój sytuacji na rynku pracy. Dane za czerwiec pokazały, że przeciętne zatrudnienie wzrosło o 3,1% r/r, a przeciętne wynagrodzenie o 4,5% r/r.
- Wyniki te potwierdziły, że poprawa na rynku pracy jest procesem trwałym i ciągle nabiera siły. Warto zauważyć, że wzrost zatrudnienia był w czerwcu najszybszy od początku zbierania danych (można powiedzieć, że ponownie bo kolejne rekordy były bite już w poprzednich kilku miesiącach). Sugeruje to kontynuację bardzo pozytywnych tendencji w gospodarce, czyli silnej aktywności gospodarczej połączonej z gwałtownym wzrostem popytu na pracę.



- Jeśli chodzi o wzrost płac, nastąpiło pewne spowolnienie w stosunku do maja (5,2%), jednak średni wzrost płac w II kw. był taki sam jak w I kw. (4,6% r/r). Ponieważ tempo wzrostu zatrudnienia przyspieszyło w II kw. do 3% r/r z 2,6% w I kw., to nastąpiła dynamiki funduszu płac, choć większa w ujęciu nominalnym niż realnym ze względu na wzrost inflacji.

- Dane na temat rejestrowanego bezrobocia na koniec czerwca okazały się zgodne z wcześniejszymi szacunkami Ministerstwa Pracy - stopa bezrobocia spadła do 16%, co oznacza spadek liczby bezrobotnych o 12% r/r (blisko 400 tysięcy osób), najsilniejszy od połowy 1998). Liczba bezrobotnych osiągnęła poziom poniżej 2,5 mln, czyli najniższy od lipca 2000. Wyraźny spadek bezrobocia powinien się przełożyć na wzrost zaufania konsumentów i silniejszy popyt konsumpcyjny.

- Tym samym stopa bezrobocia zbliża się do NAIRU (czyli stopy bezrobocia nie powodująca przyspieszenia inflacji), które według różnych szacunków wynosi w Polsce przynajmniej 10%. Obecny poziom bezrobocia wydaje się jednak ciągle zbyt wysoki, aby jego dalszy spadek mógł istotnie wzmocnić presję inflacyjną.

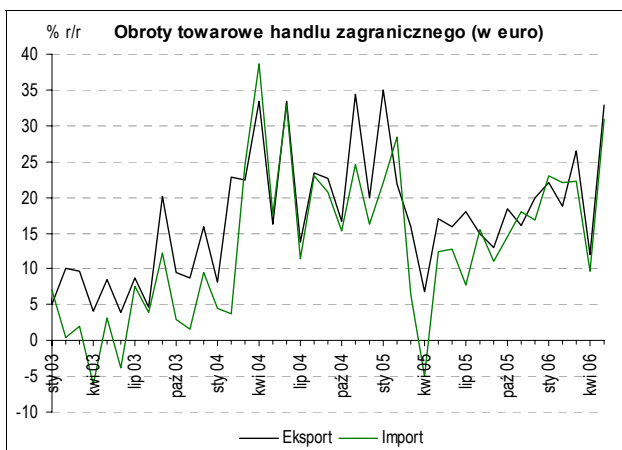
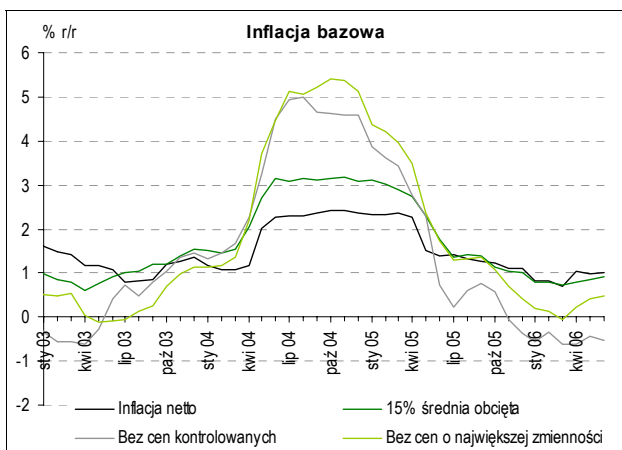
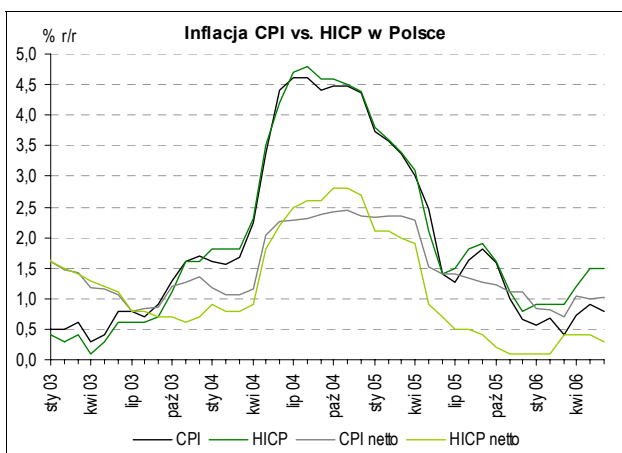
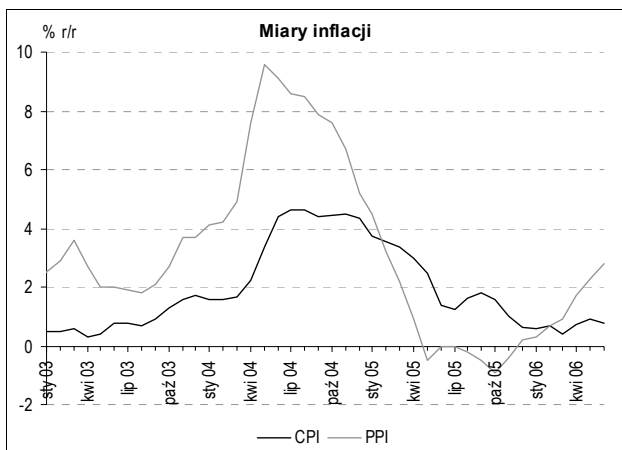


Większa aktywność kredytowa, przyspieszenie wzrostu M3

- Wzrost podaży pieniądza M3 wyniósł w czerwcu 11,8% r/r. Kredyty ogółem wzrosły o 16% r/r (12,4% r/r w maju), co było związane z szybkim wzrostem w przypadku gospodarstw domowych (28,8% r/r w porównaniu z 20,5% miesiąc wcześniej).
- Wynika to w znacznej mierze z wyższego popytu w segmencie kredytów mieszkaniowych. Popyt ten mógł być wzmocniony w ostatnich miesiącach przez oczekiwaną zmianę regulacji wprowadzających od 1 lipca większe restrykcje w przyznawaniu kredytów mieszkaniowych w walutach obcych.
- Wzrost kredytów dla firm przyspieszył w czerwcu do 5,1% z 4,3% w maju. Oczekujemy, że proces ten będzie kontynuowany.
- Na rynku depozytów również widoczne było ożywienie zarówno w przypadku firm, jak i osób prywatnych – nastąpiły wzrosty o odpowiednio 21,7% r/r i 5,6% r/r.

Źródło: GUS, Ipsos, NBP, obliczenia własne

Gospodarka Polski



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

▪ Czerwcowe dane o inflacji były niższe od oczekiwań. Konsensus rynkowy wskazywał na delikatny wzrost inflacji do 1,0% r/r, a w rzeczywistości roczne tempo wzrostu cen spowolniło do 0,8%. Przyczyną pozytywnej niespodzianki było obniżenie się dynamiki cen żywności oraz dość nieoczekiwane spowolnienie wzrostu cen paliw. Jednocześnie zachowanie cen innych składników koszyka konsumpcyjnego nie pokazało żadnych oznak nasilenia fundamentalnej presji inflacyjnej. Oczekujemy, że do października inflacja pozostanie poniżej 1% r/r, a na koniec roku może wzrosnąć do ok. 1,5% r/r.

▪ W czerwcu po raz kolejny zwiększyła się różnica pomiędzy roczną dynamiką CPI a HICP (miarą inflacji obliczaną przez Eurostat). Różnica ta wynika m.in. z tego, że w przeciwieństwie do CPI w przypadku HICP dla wskaźników z poprzedniego roku wykorzystywany jest system wag obowiązujący w roku poprzednim, a nie bieżącym (jak w CPI). W przypadku Polski największe różnice w wagach stosowanych do obliczania wskaźników CPI i HICP dotyczą żywności i napojów bezalkoholowych, pozostałych towarów i usług oraz transportu i łączności. Nasz komentarz dotyczący rozbieżności między CPI a HICP przedstawiony jest w sekcji *Pod lupą: Bank centralny*.

▪ Dynamika PPI w czerwcu była wyższa od oczekiwań (2,3-2,4%), sięgając 2,8% r/r. Wynikało to głównie z przyspieszenia dynamiki cen w przetwórstwie przemysłowym (do 1,1% r/r z 0,2% r/r w maju). Na razie trudno jednak ocenić, na ile trwała jest ta tendencja i czy wzrost cen produkcji może silniej niż dotychczas przełożyć się na ceny detaliczne. Dlatego nie zmieniamy naszej oceny, że w przewidywalnym okresie czasu nie ma zagrożeń dla celu inflacyjnego NBP. Szczególnie, że nieco silniejszy niż w naszych założeniach jest kurs złotego, co może ograniczać ewentualną presję na wzrost cen.

Inflacja bazowa bez zmian: ciągle niska

▪ Zgodnie z oczekiwaniami, dwie najważniejszej obserwowane miary inflacji bazowej, tj. 15% średnia obciążenia oraz inflacja netto (CPI po wyłączeniu cen paliw i żywności) pozostały stabilne odpowiednio na poziomach 0,9% i 1,0% r/r.

▪ Z pozostałych trzech miar obliczanych przez bank centralny, dwie nieznacznie wzrosły (CPI po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych z 0,4% do 0,5% r/r, a CPI po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych i cen paliw z 0,1% do 0,2% r/r), natomiast jedna spadła z -0,4% do -0,5% r/r.

▪ W sumie, biorąc pod uwagę niski i stabilny poziom wskaźników inflacji bazowej, trudno obecnie mówić o istnieniu silnej presji inflacyjnej. Ponieważ przewidujemy utrzymanie inflacji bazowej na niskim poziomie w ciągu najbliższych 12 miesięcy, to trudno oczekiwać w tym czasie podwyżek stóp procentowych.

Dynamiczny wzrost obrotów handlu zagranicznego

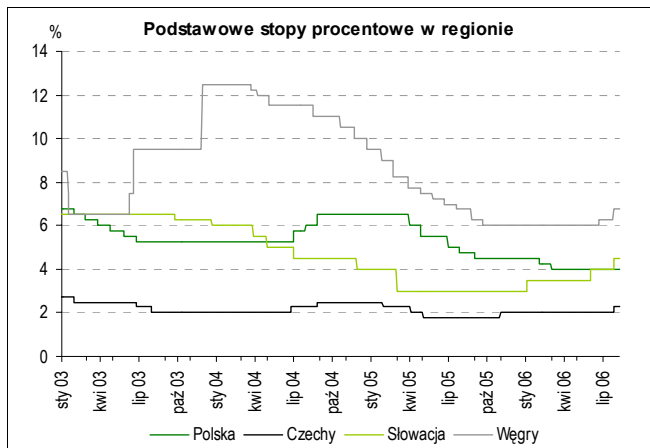
▪ Deficyt obrotów bieżących w maju wyniósł 209 mln €. 12-miesięczny skumulowany deficyt obniżył się do 1,4% PKB (z 1,6% w kwietniu), m.in. dzięki znacznej nadwyżce w transferach (866 mln €) - napływu środków z UE.

▪ W obrotach handlowych zanotowano największy deficyt (483 mln €) od półtora roku. Stało się to przy bardzo szybkim wzroście eksportu i importu, odpowiednio o 33% i 31% r/r (o ponad 20% w ujęciu złotowym), co dowodzi wysokiej aktywności gospodarczej.

▪ Saldo usług było dodatnie (225 mln €), a dochodów silnie ujemne (817 mln €) z powodu wypłat dywidend (566 mln €).

▪ Na rachunku kapitałowym odnotowano znaczny odpływ kapitału zarówno z rynku akcji (511 mln €), jak i obligacji (483 mln €). Związane to było ze zwiększoną awersją do ryzyka na globalnych rynkach finansowych.

Pod lupą: Bank centralny



Fragmenty komunikatu Rady Polityki Pieniężnej z 26 lipca 2006

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

Jedną z przesłanek decyzji w polityce pieniężnej są projekcje inflacji i PKB przedstawiane w Raportach o inflacji.

Po zapoznaniu się z najnowszymi danymi i lipcową projekcją inflacji Rada potwierdza opinię wyrażoną na czerwcowym posiedzeniu, że wzrosło prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej na poziomie wyższym niż oceniano w **kwietniowej projekcji**.

Należy podkreślić, że w **ocenie autorów projekcji** przedstawiona w *Raporcie* projekcja inflacji nie uwzględnia wszystkich źródeł niepewności. Dotyczy to przede wszystkim skali przyszłego wpływu czynników globalizacyjnych na inflację, wpływu nierównowagi globalnej na tempo wzrostu gospodarki światowej, tempa wzrostu siły roboczej, wpływu suszy w Polsce na ceny żywności, kształtu polityki gospodarczej w najbliższych latach, w szczególności wpływu podwyższonych żądań płacowych na finanse publiczne w Polsce, kształtowania się kursu walutowego.

Projekcje inflacji NBP (% r/r)

	Styczeń 2006	Kwiecień 2006	Lipiec 2006
IV kw. 2006	0,5-2,3	0,5-2,0	1,0-1,9
IV kw. 2007	1,1-3,6	1,3-3,4	1,5-3,5
IV kw. 2008	0,8-3,9	1,2-3,9	1,7-4,3

Projekcje wzrostu PKB (%)

	Styczeń 2006	Kwiecień 2006	Lipiec 2006
2006	3,8-5,1	3,9-5,0	4,7-5,3
2007	3,4-5,2	3,4-5,8	3,6-5,9
2008	3,6-5,5	3,5-6,2	4,0-6,6

Źródło: NBP, Raport o inflacji – lipiec 2006

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

Założenia fiskalne (jako % PKB) w projekcji inflacji

	2006	2007	2008
Deficyt strukturalny (projekcja kwietniowa)	2,6	2,6	2,6
Deficyt strukturalny (projekcja lipcowa)	2,6	2,4	1,5
Deficyt budżetu centralnego (projekcja kwietniowa)	3,8	2,8	1,5
Deficyt budżetu centralnego (projekcja lipcowa)	3,5	2,9	2,5

Źródło: konferencja prasowa NBP

Stopy w górę, ale póki co nie u nas

■ Nie było zaskoczeniem, że Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła w lipcu parametrów polityki pieniężnej, nawet jeśli weźmiemy pod uwagę, że w ubiegłym miesiącu stopy procentowe podniosły banki centralne Czech, Węgier i Słowacji. Podstawowa różnica to odmienna sytuacja gospodarcza, w szczególności odnośnie perspektyw inflacji.

■ Przy oczywistej decyzji Rady, uwaga skupiła się na komunikacie opublikowanym po posiedzeniu. Niestety, NBP ponownie dał przykład kiepskiej komunikacji z rynkiem.

■ Kluczowy akapit, zawierający ocenę Rady nt. perspektyw inflacji wydaje się... nieaktualny, gdyż Rada odniosła się do projekcji kwietniowej, a nie lipcowej.

■ Rada utrzymała opinię, że ścieżka inflacji może być wyższa niż prezentowana w kwietniowym raporcie, ale może się to odnosić tylko do roku 2007, a nie do 2008 kiedy to następuje najbardziej widoczne pogorszenie projekcji.

■ Oznaczałoby to, że większość Rady uważa, że inflacja osiągnie cel wcześniej niż sądzono poprzednio, ale niekoniecznie przekroczy cel na trwałe w średnim horyzoncie. Taki scenariusz nie wymagałby zacieśnienia polityki pieniężnej w najbliższym czasie, co jest zgodne z naszą prognozą.

■ Tak więc, biorąc pod uwagę, że większość członków Rady wydaje się postrzegać perspektywę inflacji nieco lepiej niż autorzy projekcji (może to być powodem dla którego nie odniosła się do projekcji w komunikacie po posiedzeniu), podwyżka stóp procentowych nie jest ich zdaniem konieczna aby utrzymać inflację blisko celu w średnim terminie.

■ Najważniejszą częścią komunikatu pozostaje podkreślenie utrzymywania się na niskim poziomie inflacji bazowej, podczas gdy projekcja jest tylko jedną z przesłanek decyzji.

Rada raczej nie akceptuje pesymistycznej projekcji

■ Projekcja wskazuje, że w całym horyzoncie projekcji wzrost inflacji będzie większy niż przewidywano w kwietniu.

■ Niektóre założenia przyjęte przez autorów projekcji powodują, że projekcja staje się scenariuszem raczej pesymistycznym, a nie najbardziej prawdopodobnym, na który to powinna reagować polityka pieniężna ewentualną zmianą stóp procentowych.

■ W *Raporcie* Rada wymieniła szereg argumentów, które mogą działać na rzecz niższej inflacji np. wzrost elastyczności rynku pracy w Polsce, czynniki sprzyjające aprecjacji złotego (sytuacja w bilansie płatniczym), utrzymanie dotychczas obserwowanej skali spadku cen niektórych towarów importowanych. Najwyraźniej nie zostały one całkowicie uwzględnione w projekcji, ani nawet wspomniane w pozamodelowych czynnikach ryzyka.

Znaczący wpływ zmiany założeń co do polityki fiskalnej

■ Istotnym czynnikiem powodującym różnice pomiędzy projekcją lipcową i kwietniową jest zmiana założeń nt. perspektyw fiskalnych, która podwyższa inflację o 0,3 pkt proc.

■ Kontrowersyjna jest nie tyle sama zmiana ścieżki fiskalnej (biorąc pod uwagę niepewność polityczną można właściwie założyć wszystko co nam się podoba), ale pośrednie efekty jakie to za sobą niesie dla inflacji.

■ Po pierwsze, przyjęte jest że wzrost funduszu płac w sektorze publicznym o 1 mld prowadzi do wzrostu funduszu płac w sektorze prywatnym o 300 mln, co jest jednym z argumentów na rzecz znaczącego wzrostu płac w całej gospodarce (6,8% w 2008 r. w porównaniu z 5,9% w poprzedniej projekcji). Po drugie, według projekcji złoty w najbliższych kwartałach będzie deprecjonował m.in. na skutek sytuacji w finansach publicznych.

Pod lupą: Bank centralny

Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

Leszek Balcerowicz, prezes NBP

konferencja prasowa RPP, 26 lipca; Parkiet, 27 lipca

Pyt: Czy Radzie nie udało się uzgodnić wspólnego poglądu na temat nowej projekcji?

Odp: Odniesienie do kwietniowej projekcji to największy wspólny mianownik jaki udało się znaleźć Radzie.

Jan Czekaj, członek RPP

PAP, 27 lipca

Obecny poziom stóp powinien zapewnić powrót inflacji do 2,5% w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej i nie wydaje się, żeby potem inflacja znacząco odchyliła się od tego poziomu. Dodatkowo ten poziom stóp nie jest przeszkodą dla wzrostu gospodarczego i nie rodzi nadmiernej presji inflacyjnej. Zgodnie z tym co wiemy dziś, prawdopodobnie bez żadnych ruchów uda nam się dojść do celu, a potem delikatnymi ruchami czy też słowną interwencją uda się utrzymać inflację blisko 2,5%.

Rada swoimi działaniami dowiodła, że jeśli pojawi się niebezpieczeństwo trwałego wzrostu inflacji powyżej celu, to nie zawaha się i podniesie stopy. Sądzę, że rynek nie powinien mieć co do tego wątpliwości. Nie oznacza to jednak, że w przypadku gdyby rzeczywistość czy prognozowana inflacja przekraczała poziom 2,5%, to od razu będziemy podnosić stopy. Przeciwnie przedział wahań wynosi 1,5-3,5%. Jeśli inflacja czasowo, głównie z powodu szoków podaźowych, przekroczyłaby 2,5 proc. to nie jest to powód do zmiany stóp.

Dariusz Filar, członek RPP

Reuters, 28 lipca

Gdyby te różnice [pomiędzy CPI i HICP] się pogłębiły lub okazały trwałe, to trzeba by się zastanowić nad przejściem na HICP. Trzeba to zjawisko obserwować, gdyż mogłoby ono nas zmusić w przyszłości do zmiany wskaźnika dla definiowania celu inflacyjnego. (...) Z punktu widzenia kolejnych podejmowanych kroków przez RPP, nie ma tu rozbieżność aż tak dużego znaczenia, ponieważ cel inflacyjny jest na bazie CPI, zapewniając pewną ciągłość oddziaływania i umożliwiając odzwierciedlenie konsekwencji naszych kroków. Warto jednak powoli oswajać się z tym drugim wskaźnikiem (czyli HICP). Powinniśmy uświadamiać możliwie szerokiej grupie odbiorców, że inflację można mierzyć też na inny sposób. Być może gdyby udało się upowszechnić wiedzę o HICP, to logiczną konsekwencją byłoby przejście.

Reuters, 27 lipca

Inflacja bazowa w najbliższych 4-6 miesiącach będzie kluczowa dla przyszłych decyzji w polityce pieniężnej. Jeśli będzie w tym okresie rosła, co jest bardzo prawdopodobne, to Rada może rozważyć zacieśnienie polityki. Natomiast jeśli pozostanie jednak stabilna, będzie większa szansa na pozostawienie stóp na niezmiennym poziomie. Pod koniec roku sądzę, że Radzie będzie łatwiej wypracować stanowisko, znajdując dlań fundament w inflacji bazowej. To jest teraz najważniejszy obszar naszych obserwacji.

Mirosław Pietrewicz, członek RPP

PAP, 28 lipca

Nowa projekcja inflacji nie przyniosła dużej zmiany perspektywy inflacyjnych. Nadal z optymizmem można patrzeć w przyszłość, bo projekcja nie zakłada przekroczenia celu inflacyjnego w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej. Projekcja inflacji jest robiona przy założeniu niezmiennych stóp i na dziś można być optymistą jeśli chodzi o poziom stóp procentowych. Wciąż nie rysuje się potrzeba podwyżek. Projekcja jest dość realistyczna, gdy mówi o osiągnięciu przez inflację poziomu 2,9-3,0% w końcu 2008 roku. To nie jest żadne zagrożenie dla gospodarki i nie wymagałoby nadzwyczajnych działań. Jeśli nie wydarzą się żadne nadzwyczajne sytuacje, takie jak szoki podaźowe, to można oczekiwać, że nie będzie potrzeby zmiany poziomu stóp przynajmniej do końca 2007 roku, bo obecny poziom dobrze odpowiada potrzebom wzrostu gospodarczego. Projekcja pokazuje, że inflacja może osiągnąć na koniec roku 1,5% i to jest dość prawdopodobne, ale nieznanym jest wpływ suszy na poziom cen.

Komentarz

Wszystko wskazuje na to, że rzeczywiście Radzie nie udało się uzgodnić wspólnego stanowiska. Bo jaki może być inny powód braku odniesienia do lipcowej projekcji w komunikacie? Odnosząc się tylko do poprzedniej projekcji, Rada wniosła nowy ciekawy element do komunikacji. Zobaczymy do czego odniesie się za miesiąc. Mamy nadzieję, że znajdzie lepszy „wspólny mianownik”. Wystarczy przecież napisać, że według Rady bilans czynników ryzyka dla inflacji w roku 2008 jest korzystniejszy niż wskazuje lipcowa projekcja.

Dla oczekiwaniń odnośnie poziomu stóp procentowych kluczowe są wypowiedzi tych członków Rady, którzy tworzą w niej większość. Z tego względu, wypowiedzi Jana Czekaja po lipcowym posiedzeniu są bardzo istotne gdyż wskazują na oczekiwanie powrotu inflacji do celu i brak konieczności podwyżek stóp procentowych w przewidywanej przyszłości. W podobnym tonie wypowiadali się prof. Andrzej Sławiński i Andrzej Wojtyna jeszcze przed posiedzeniem Rady. Ten pierwszy stwierdził, że inflacja będzie wprawdzie rosła, bo mamy ożywienie w gospodarce, ale będzie to następowało stopniowo, a droga do celu na razie jest dość długa. Z kolei według prof. Wojtyny mówienie o podwyżkach stóp jest przedwczesne, a nawet wspominał on, że „ewentualne spowolnienie w gospodarce światowej tworzyłoby miejsce na jakąś minimalną obniżkę”. Nie sądzimy aby nowa projekcja zmieniła zasadniczo ich poglądy na perspektywę inflacji. Według prof. Czekaja, zmiany w perspektywie dojścia inflacji do celu nie są na tyle istotne, aby dziś trzeba mówić o potrzebie rozpoczęcia wkrótce jakichś ruchów w polityce pieniężnej. Co więcej, według niego, jest mało prawdopodobne aby coś istotnego wniosła następna projekcja, gdyż dynamika i struktura wzrostu PKB nie stwarza większych zagrożeń wzrostu inflacji.

Rozbieżność pomiędzy inflacją mierzoną za pomocą wskaźników HICP i CPI (o której piszemy w sekcji Gospodarka Polski) stała się w ostatnich tygodniach popularnym tematem rozważań ekonomistów, i jak widać również niektórych członków Rady. W lipcowym *Raporcie o inflacji* znalazła się nawet specjalna ramka wyjaśniająca tę różnicę. Jednocześnie pojawiły się głosy, że o ile na podstawie wskaźnika CPI polityka pieniężna w Polsce nie wymaga zaostrzenia, to już obserwując inflację HICP, można by argumentować, że bank centralny powinien się przygotowywać do zaostrzenia polityki monetarnej. Warto jednak przypomnieć, że prof. Filar wspominał również ostatnio o kluczowej roli inflacji bazowej. Jeśli weźmiemy pod uwagę inflację bazową opartą na wskaźniku HICP, to rozbieżność pomiędzy tą miarą a inflacją bazową opartą na CPI jest równie duża, jak pomiędzy wskaźnikami inflacji CPI i HICP, z tym że w drugą stronę! Inflacja bazowa HICP (kilka jej miar daje podobne rezultaty) wyniosła w czerwcu 0,3 proc. r./r. Co więcej, o ile rozbieżności pomiędzy wskaźnikami inflacji są zjawiskiem stosunkowo nowym (różnica rzędu 0,5 pkt proc. pojawiła się w marcu), to rozbieżność dla inflacji netto była bliska bądź równa 1 pkt proc. przez całą drugą połowę 2005 roku. I jakoś nikt na to nie zwrócił szczególnej uwagi. W szczególności, w *Raportach o inflacji* nie załączano ramek wyjaśniających, dlaczego na przełomie 2005 i 2006 roku kilka miar inflacji bazowej obliczanych na podstawie wskaźnika HICP było bliskich zera. O ile inflacja bazowa w najbliższych miesiącach wzrośnie, to wciąż poziom 2,5% nie wydaje się zagrożony.

Tak jak profesor Filar prezentuje poglądy, uznawane na rynku za jedne z najbardziej „jastrzębich”, opinie prof. Pietrewicza znajdują się na przeciwnym biegunie. Z tego względu nie powinno dziwić, że uznaje on dzisiejszy poziom stóp procentowych za odpowiedni do osiągnięcia celu inflacyjnego w średnim terminie i nie widzi potrzeby ich zmian do końca przyszłego roku. Oczywiście pozostaje pytanie, czy pogląd ten jest podzielany przez większość członków Rady. Odpowiedź na nie będziemy poznawali zapewne w miarę publikacji kolejnych danych i ukazywania się kolejnych wywiadów z przedstawicielami banku centralnego, gdyż jak zaznaczyliśmy powyżej, trudno znaleźć jakiegokolwiek wskazówki w oficjalnym komunikacie. Wydaje nam się jednak, że większość członków Rady (my również) podpisałaby się pod traktowaniem celu inflacyjnego symetrycznie, jak to zasugerował Pietrewicz. Oznaczałoby to, że nawet ewentualny wzrost inflacji powyżej celu na skutek suszy nie musiałby powodować podwyżki. Jak jednak zauważył Pietrewicz, w ramach UE mamy szansę na łagodzenie skutków cenowych i w związku z tym istotnych zmian cenowości nie powinno być.

Pod lupą: Rząd i polityka

Fragmety expose premiera z 19 lipca 2006

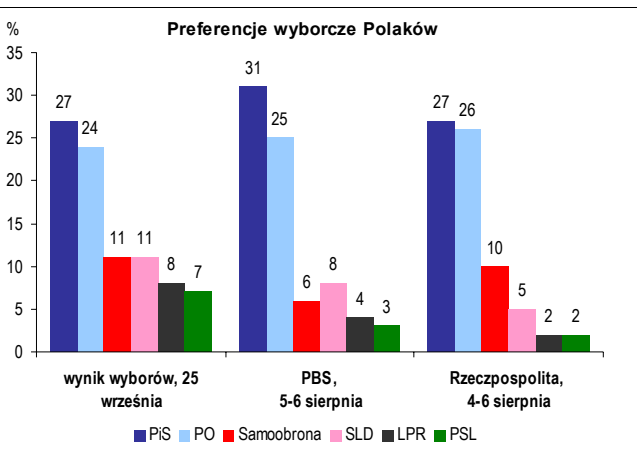
Elementem, który jest konieczny dla odniesienia sukcesu, dla skorzystania z naszych zasobów, jest bezpieczny pieniądź, bezpieczna złotówka. (...) Dziś jak wiemy złotówka jest bardzo mocna. Ze złotówki będziemy, jak wszystko wskazuje, musieli korzystać jeszcze przez wiele lat. Wobec tego ten problem jest szczególnie istotny. (...) To trudne, to być może konfliktowe, ale polska złotówka musi być mocna. To jest warunek naszego sukcesu.

Nie możemy przekroczyć tego, co nazwaliśmy kotwicą budżetową, a więc 30 mld złotych deficytu budżetowego. I chcę zapewnić Wysoką Izbę, że my tych 30 mld nie przekroczymy. Będziemy w tym kierunku podejmować bardzo trudne wysiłki.

Będziemy także czynili wszystko, aby mechanizmy zabezpieczające w najbardziej drastycznych sytuacjach społecznych, tak jak pomoc społeczna, były umacniane. Były umacniane także ze środków Unii Europejskiej. To ważna możliwość odnosząca się oczywiście nie do zasiłków, ale do tych środków, które można wykorzystać na kształcenie, na przygotowywanie do pracy. Nie to fikcyjne, z którym dzisiaj bardzo często mamy do czynienia, a to prawdziwe.

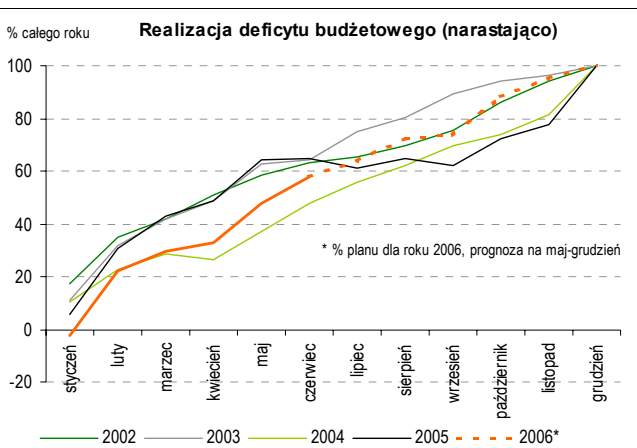
Nic nowego w expose

- W parlamentarnym expose premiera nie było zbyt wielu nowych elementów w stosunku do wcześniejszych deklaracji.
- Stwierdzenie, że złoty pozostanie polską walutą na długi czas nie powinno zaskakiwać biorąc pod uwagę program PiS dotyczący spełnienia kryteriów z Maastricht najwcześniej w 2009 roku i niechęć co do szybkiego wejścia do strefy euro.
- Jednocześnie premier powiedział, że silny złoty jest warunkiem sukcesu. Wydaje nam się, że to raczej utrzymanie szybkiego tempa wzrostu PKB będzie warunkiem utrzymania deficytu w ryżach (dzięki wyższym dochodom budżetowym), podczas gdy zbyt silny złoty mógłby nawet negatywnie wpłynąć na sytuację ekonomiczną. Wydaje nam się jednak, że przez sformułowanie „silny złoty” premier rozumiał raczej dobre fundamenty gospodarcze i stabilność na rynkach finansowych.



Czy wybory samorządowe wpłyną na budżet?

- Od wyborów parlamentarnych sondaże nie wskazują na znaczące zmiany poparcia dla partii politycznych. Jednak poparcie dla mniejszych partii nie jest zbyt wysokie, co nie sprawia aby z komfortem mogły one pójść na wybory.
- Dlatego też wszelkie próby ultimatum ze strony Samoobrony, w rodzaju „znaczące zwiększenie wydatków lub wybory” traktujemy raczej jako próbę zwrócenia uwagi na odmienną program przed wyborami samorządowymi niż realne zagrożenie wcześniejszymi wyborami do parlamentu.
- Wydaje się więc, że zbliżające się wybory samorządowe wpłyną bardziej na retorykę polityków w najbliższych miesiącach niż na kształt przyszłorocznego budżetu. Może wręcz bardziej prawdopodobne byłyby wcześniejsze wybory niż budżet z deficytem znacznie powyżej 30 mld zł.



Niski deficyt w połowie roku

- Realizacja deficytu po czerwcu wyniosła tylko 57,8% całorocznego planu, wobec oczekiwań na poziomie 59-60%.
- Dochody osiągnęły 47,3% planu, a wydatki 48,7%.
- Zysk z NBP był przekazany dopiero w lipcu (w roku 2005 ponad 4 mld już w czerwcu) i wyłączając ten efekt wzrost dochodów w I poł. roku wyniósł 12,2% r/r i 11% r/r w samym czerwcu, co jest powyżej planowanego wzrostu dochodów w całym roku (8,6%).
- Wpływy z podatków pośrednich stanowią najważniejsze źródło dochodów, a ich roczny wzrost wyniósł 9,8% w I poł. roku i 7,6% w czerwcu, wobec założonego wzrostu na poziomie 10,6%. Jednak inne elementy zdołały zapłacić powstałą dziurę, nadwyżka w dochodach z PIT oraz wyższe dochody z dywidend i z jednostek budżetowych.

Założenia Programu Konwergencji (styczeń 2006)

Saldo sektora general government (% PKB)

	2005	2006	2007	2008
Dochody ogółem	42,0	42,1	41,5	40,5
Wydatki ogółem	44,9	44,7	43,7	42,4
Deficyt	-2,9	-2,6	-2,2	-1,9
Wynik OFE	1,7	2,0	2,1	2,2

Założenia makroekonomiczne

	2005	2006	2007	2008
Wzrost PKB (%)	3,3	4,3	4,6	5,0
Średnioroczna inflacja (%)	2,2	1,5	2,2	2,5

Źródło: Ministerstwo Finansów, ośrodki badawcze

Ścieżka obniżenia deficytu wydłuża się

- Minister finansów powiedział w *Parkiecie*, że deficyt fiskalny w 2009 r. wyniesie 3,5% PKB. Oznaczałoby to, że wbrew wcześniejszym zapowiedziom rządu kryterium fiskalne z Maastricht (deficyt poniżej 3%) nie zostanie spełnione w 2009 r.
- Warto przypomnieć, że pierwotnie Polska zobowiązała się wobec Komisji Europejskiej zrobić to w 2007 r. Jak powiedział minister finansów, rząd negocjuje z Brukselą zaniechanie kar dla Polski, używając m.in. argumentu o kosztach reformy emerytalnej.
- Większa ekspansja fiskalna w najbliższych latach nie wywołała reakcji rynku. Najwyraźniej problemy budżetowe schodzą na dalszy plan dopóki polska gospodarka szybko się rozwija. Krytyczne uwagi ze strony Brukseli mogłyby jednak spowodować przecene polskich obligacji.

Pod lupą: Rząd i polityka

Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

Jarosław Kaczyński, premier

PAP, 28 lipca

Jeśli chcemy utrzymać kotwicę budżetową, a chcemy, bo to jest dla mnie decyzja niepodważalna, nie możemy szastać pieniędzmi. My się wyborów nie boimy i w związku z tym nie warto nas straszyć zrywaniem koalicji. Mamy wszelkie podstawy, że możemy te wybory wygrać po raz kolejny.

Andrzej Lepper, wicepremier i minister rolnictwa

PAP (za TVP), 28 lipca

Zdecydowanie, że tak, nikt nas do tego [utrzymanie kotwicy budżetowej] nie zmusza, jeżeli tak będzie miało być, to znaczy, że ten rząd żadnego pomysłu nie ma, a kontynuuje politykę poprzednich rządów. (...) Nikt nas nie zmusza do tego, żeby dług publiczny w stosunku do produktu krajowego brutto był 60%. Oczywiście zmusza nas najwyższy akt prawny konstytucja. Ale chcę powiedzieć państwu, że jedynie Polska sobie to zapisała spośród państw Unii.

PAP (za TVN24), 26 lipca

Koalicja może być zagrożona, jeśli budżet będzie w takim kształcie jak teraz. Jak nie będą uwzględnione potrzeby prospołeczne, prorozwojowe.

Stanisław Kluzza, minister finansów

PAP, 28 lipca

Teraz jak przejrzelśmy dokładnie, na jakim etapie są w Sejmie prace nad ustawami podatkowymi, widzimy, że bardziej realistyczna wydaje się wartość 209 mld złotych. (...) Te [planowane podwyżki płac], które są już przyjęte, są niezagrożone.

Wstępnie, przy spełnieniu niektórych warunków możemy liczyć na pewien obszar zielonego światła w kwestii wydłużenia tej daty [osiągnięcia deficytu poniżej 3 proc.]. Będzie to korzystne dla wszystkich - zarówno dla Polski, jak i Komisji Europejskiej. Dla Polski, bo mamy więcej czasu na dostosowanie się do kryteriów. Dla KE - bo nie będzie karać za to, że ktoś decyduje się na reformę tak ważnego elementu, jakim jest system reformy emerytalnej. Nowa data pojawi się dużo później [niż we wrześniu], ale konkretne deklaracje już na jesieni. To pierwsze spotkanie z Joaquinem Almunia oceniam bardzo pomyślnie.

Stanisław Kluzza, minister finansów

PAP (za Forbes), 27 lipca

Jestem przeciw [likwidacji RPP]. Dyskusja w RPP między jastrzębiami i gołębiami dobrze służy polityce pieniężnej. NBP i bez zapisu ustawowego dbając o bezpieczny pieniądź, dba o wzrost gospodarczy. Choć jak każdy popełnia błędy. Obecnie stopy procentowe są na optymalnym poziomie i nie należy ich ruszać.

Elżbieta Suchocka-Roguska, wiceminister finansów

PAP, 26 lipca

Deficyt budżetowy po lipcu wyniósł 50-53% rocznego planu 30,55 mld zł wobec 67,2% prognozowanych wcześniej. To jest efekt dobrych dochodów, a z drugiej strony nie ma ciągle przyspieszenia wydatków.

Jacek Krzyślak dyrektor departamentu analiz Ministerstwa Finansów,

PAP, 1 sierpnia

Inflacja w lipcu 2006 roku osiągnęła poziom 0,7-0,8% r/r (spadek o 0,3-0,4 m/m). Uważamy, że spadek inflacji w lipcu był spowodowany spadkiem cen żywności o 2,1%. Naszym zdaniem efekty suszy nie powinny zaważyć na przebiegu ścieżki inflacyjnej w tym roku, gdyż możliwy jest import interwencyjny z Unii Europejskiej. Bazując na tym, co mówi ministerstwo rolnictwa oraz GUS nie uważamy, aby ceny żywności stanowiły zagrożenie dla inflacji. Lekki kłopot może być z warzywami i owocami, jednak bazując na tym, co mówił GUS pod koniec lipca spadki zbiorów będą kilkuprocentowe. (...) W sierpniu możliwy jest spadek inflacji do 0,6%, a inflacja powinna pozostać poniżej 1% do października. Na koniec roku szacujemy, że inflacja wyniesie 1,5%.

Komentarz

Następują już pierwsze tarcia w koalicji rządowej odnośnie deficytu budżetowego. Co prawda, Samoobrona mnoży kosztowne żądania i grozi zerwaniem koalicji w przypadku odmowy spełnienia ich postulatów, jednak jak na razie kotwica budżetowa nie wydaje się być zagrożona. Może to być jednak czynnik zwiększający niepewność na rynku w krótkim okresie. Rząd zaaprobował już wzrost wydatków na pomoc dla rolników w związku ze stratami w wyniku tegorocznej suszy i wydaje się, że był to poziom niższy niż warunki Samoobrony. Wydatki z tego tytułu wyniosą w 2006 r. 245 mln zł i podobna kwota jest planowana na 2007 r. Można się zgodzić z premierem, że nie są to kwoty istotne z punktu widzenia całego budżetu, ale powstaje pytanie jak wiele takich „małych” kwot pojawi się zanim prace nad przyszłorocznym budżetem zostaną zakończzone. Póki co, plotki o tym że Stanisław Kluzza zagroził rezygnacją, jeśli Rada Ministrów zaakceptuje inne kosztowne propozycje Samoobrony nie miały większego wpływu na rynek. Właściwie, biorąc pod uwagę, że ultimatum ministra było skuteczne (jeśli w ogóle miało miejsce), to powinien to być dobry znak dla rynku.

Odnośnie pozostałych wypowiedzi wicepremiera Leppera, wypada dodać, że do zatrzymania wzrostu długu publicznego powinien nas zmuszać po prostu zdrowy rozsądek ekonomiczny i niechęć do podwyższania podatków w przyszłości, a wydatki prospołeczne niekoniecznie są prorozwojowe.

Wątpliwości co do perspektyw polityki fiskalnej powróciły na rynku finansowe po tym jak minister finansów Stanisław Kluzza powiedział, że realne możliwości odnośnie dochodów budżetowych w przyszłym roku wynoszą 209 mld zł, czyli 4 mld mniej niż pierwotnie planowano. Co prawda obniżenie szacunku dochodów potwierdza prezentowany przez nas wielokrotnie pogląd, że planowany wcześniej poziom był przeszacowany, jednak nawet jeśli politycy PiS zapewniają o utrzymaniu kotwicy budżetowej (deficyt 30 mld) to nie wskazują jak to będzie osiągnięte (niższe wydatki, wydatki przerzucone poza budżet centralny czy może wyższe podatki pośrednie).

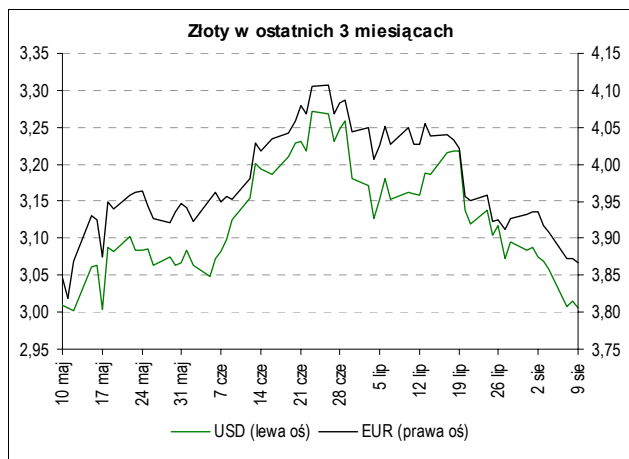
Drugim tematem, oprócz przyszłorocznego budżetu, dotyczącym polityki fiskalnej, będzie planowana na jesień publikacja nowego *Programu konwergencji*. Z wypowiedzi ministra finansów wynika, że ścieżka fiskalna może się niestety ponownie zmienić na mniej ambitną, gdyż nastąpiło wstępne pozwolenie na wydłużenie okresu koniecznego do obniżenia deficytu sektora finansów publicznych poniżej 3% PKB.

Zgadamy się z ministrem Kluzzą zarówno jeśli chodzi o sensowność podejmowania decyzji w polityce pieniężnej przez ciało kolegialne, jak i jeśli chodzi o obecne zapisy w ustawie o NBP oraz poziom stóp procentowych. Pozostaje tylko mieć nadzieję, że Kluzza będzie w stanie przekonać premiera do swych poglądów, bo co prawda likwidacja RPP, będąca jednym z elementów programu PiSu, jest niemożliwa bez zmiany konstytucji, ale pojawiają już się głosy o powrocie po wakacjach do dyskusji nad zmianą ustawy o NBP i zmianie celu NBP.

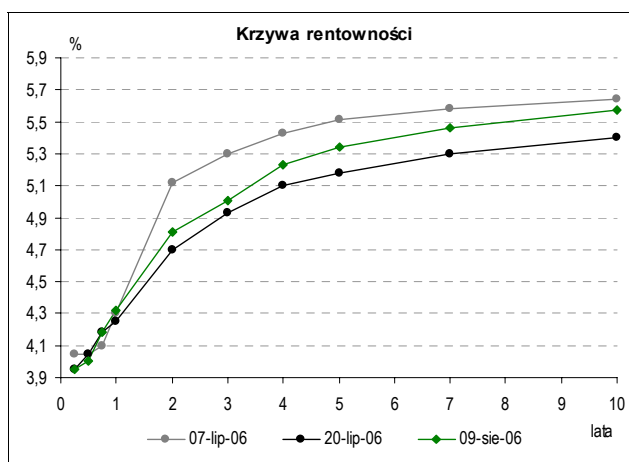
Realizacja budżetu do lipca będzie poniżej wieloletniej średniej. Według Suchockiej-Roguskiej dobry przebieg realizacji budżetu wynika również z opóźnień w niektórych kategoriach wydatków, gdyż dysponenci mogli czekać na nowelizację ustawy o zamówieniach publicznych. Jej zdaniem, ostatni kwartał roku przyniesie kumulację wydatków i deficyt budżetowy w całym roku nie będzie znacząco odbiegał od planu.

Prognozy inflacyjne Ministerstwa Finansów na najbliższe miesiące są dość optymistyczne i zbieżne z naszymi szacunkami. Nasza prognoza zakłada obniżenie cen żywności w lipcu o ok. 1,5%, z czego wynika spadek wskaźnika CPI o 0,2% m/m, co wraz z założeniem ministerstwa o wzroście cen paliw o ok. 3% m/m oznacza, że roczny wskaźnik inflacji pozostałby na poziomie 0,8%. Ponieważ ministerstwo zaprezentowało niższą prognozę cen żywności, wydaje się, że ryzyko dla inflacji jest rzeczywiście w dół. Jeśli chodzi o prognozę na kolejne miesiące, oczekujemy że inflacja CPI spadnie do 0,6% r/r we wrześniu-październiku, po czym powinien nastąpić stopniowy wzrost do ok. 1,5% w grudniu. Taka ścieżka inflacyjna na II połowę roku jest dość pozytywna dla rynku stopy procentowej a wspierana jest dodatkowo przez prawdopodobne opóźnienie podwyższenia akcyzy a benzynę. Pierwotnie miało to nastąpić na początku września, a nowy termin nie został jeszcze wyznaczony.

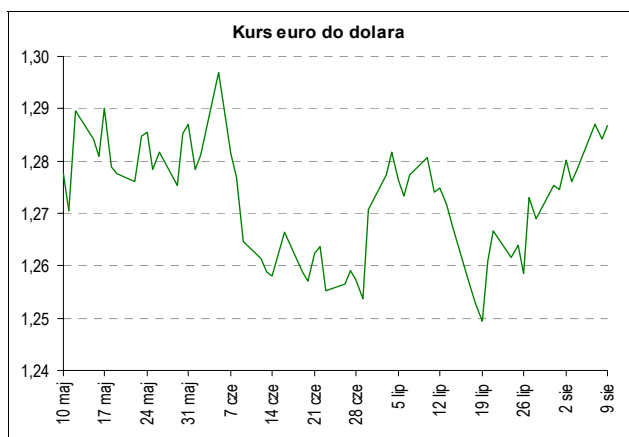
Monitor rynku

**Złoty mocniejszy w oczekiwaniu na Fed**

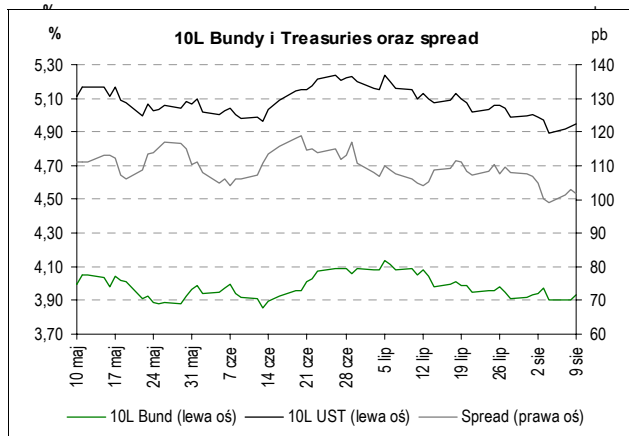
- Na początku lipca złoty oscylował powyżej 4,0 do euro. Zmiana premiera nie miała zbyt większego wpływu na rynek krajowy, a pewną presję na waluty wschodzące wywoływał konflikt na Bliskim Wschodzie. Dzięki mniej jastrzębiemu wystąpieniu szefa Fed przed Kongresem nastąpił wzrost apetytu na ryzyko, a złoty umocnił się do poniżej 4,0 do euro. Dodatkowym wsparciem były podwyżki stóp przez banki centralne w regionie. W pokonaniu poziomu 3,9 złotemu pomogły słabe dane z rynku pracy w USA.
- Pomimo braku podwyżki Fed pozostawił drzwi otwarte do dalszego zacieśniania polityki pieniężnej. Z tego powodu oraz biorąc pod uwagę ostatnie umocnienia złotego w najbliższym czasie spodziewamy się raczej korekty kursu EURPLN powyżej 3,90. Jednak w dłuższej perspektywie na rzecz złotego mogą działać dobre dane gospodarcze, napływ funduszy unijnych i brak ewentualny negatywnych sygnałów z rynków wschodzących.

**Spadek rentowności obligacji**

- Choć wzrost ryzyka geopolitycznego skutkowało wzrostem awersji do rynków wschodzących to niższa od oczekiwań inflacja CPI oraz wypowiedzi członków RPP wspierały polski dług. Później gołębie wystąpienie Fed przed Kongresem wsparło rynki bazowe obligacji oraz rynki wschodzące. Rada nie zmieniła stóp, a komunikat i raport o inflacji miały niewielki wpływ na rynek. W ostatnich kilkunastu dniach rentowności stopniowo, choć nieznacznie rosły, jednak spora korekta nastąpiła po danych o zatrudnieniu w USA.
- Wypowiedzi członków Rady sugerują, że RPP zgodnie z naszym scenariuszem nie podwyższy stóp w kilku kolejnych miesiącach a nawet kwartałach. Na rzecz tego scenariusza będą przemawiać niskie poziomy wskaźników inflacji CPI i bazowej. Nieco negatywny wpływ na obligacje mogą mieć rosnące ceny ropy, wzrost ryzyka geopolitycznego oraz zmiany oczekiwań co do docelowego poziomu stóp w USA i strefie euro.

**Korekta EURUSD i ponowne osłabienie dolara do 1,29**

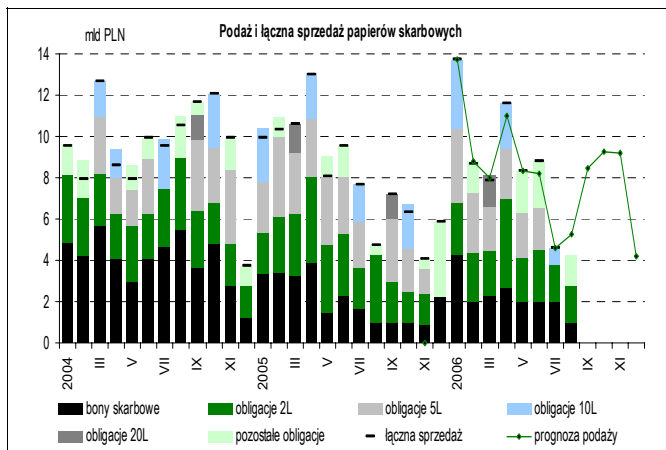
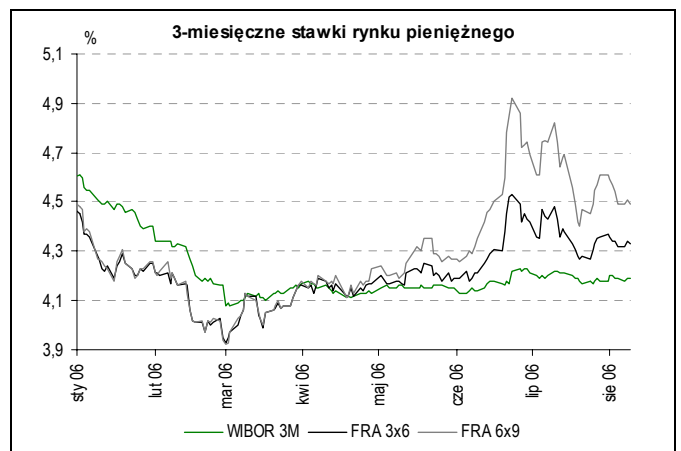
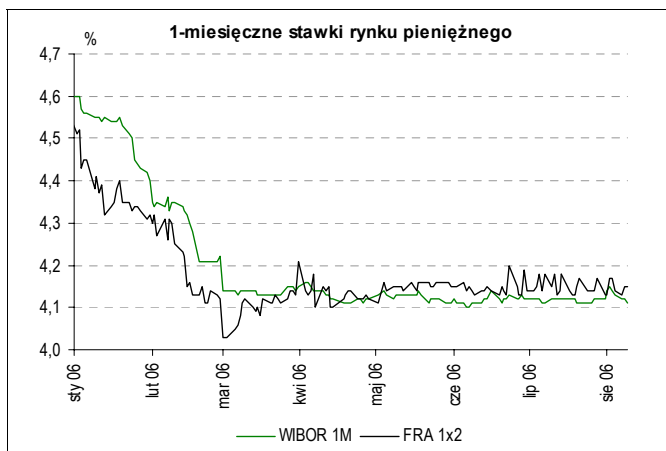
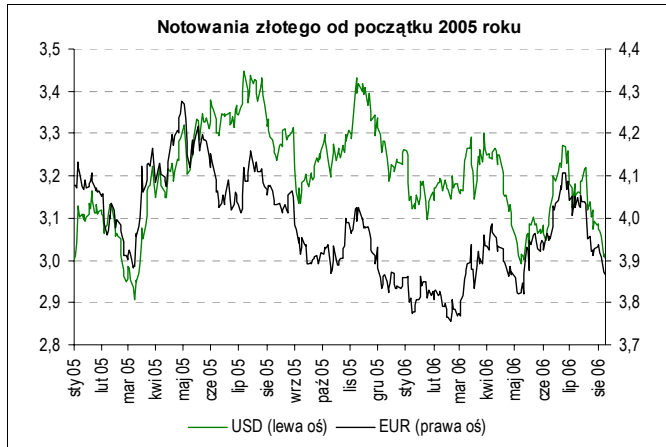
- W połowie lipca dolar zaczął umacniać się wobec euro m.in. w reakcji na wzrost ryzyka geopolitycznego. Jednak po wystąpieniu Bernanke spadły oczekiwania co do kolejnych podwyżek stóp w USA, a dolar gwałtownie osłabił się. Kolejny spadek wartości dolara nastąpił po publikacji nieco „gołębiej” Beżowej Księgi i słabym PKB za II kw. w USA. Podwyżka stóp i komunikat EBC oraz słabe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem również negatywnie wpłynęły na walutę amerykańską.
- Relacja euro do dolara może być w dalszym ciągu wrażliwa na publikację danych gospodarczych oraz inflacyjnych w USA z uwagi na ton komunikatu Fed. Przy wyższych od prognoz danych mogą powrócić oczekiwania na kolejne podwyżki stóp, choć my uważamy, że Fed zakończył już cykl zacieśniania polityki pieniężnej. Po lekkiej korekcie dolar może się dalej osłabiać.

**Mocno na rynkach bazowych**

- Wzrost napięć na arenie międzynarodowej, wysokie ceny ropy, wystąpienia szefa Fed oraz dane o PKB w USA spowodowały umocnienie na rynkach bazowych. Bundy osłabiały się tuż po jastrzębim komunikacie EBC, jednak słabe dane z rynku pracy w USA spowodowały zdecydowane umocnienie. W ciągu miesiąca rentowności 10-letnich Treasuries spadły z 5,20 do 4,9 a Bundów z 4,09 do 3,91%.
- Wraz z publikacją kolejnych danych (zwłaszcza inflacyjnych) mogą powrócić oczekiwania na podwyżki stóp, co może spowodować lekka korektę na rynkach bazowych. Ważne będą też wskaźniki obrazujące siłę gospodarki i jeśli potwierdzą spowolnienie mogą wspierać Treasuries. Sądzymy, że stopy Fed pozostaną na poziomie 5,25% do końca roku, a stopy w strefie euro wzrosną o 50 pb w IV kw. i kolejne 25 pb w I. kw. 2007.

Źródło: Reuters, BZ WBK

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

OFERTA / SPRZEDAŻ		
Data przetargu	52-tyg.	Suma
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 / 1 000	1 000 / 1 000
razem lipiec	2 000 / 2 000	2 000 / 2 200
07.08.2006	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
21.08.2006	1 000 - 1 200	1 000 - 1 200
razem sierpień*	2 000 - 2 200	2 000 - 2 200

* na podstawie informacji Ministerstwa Finansów

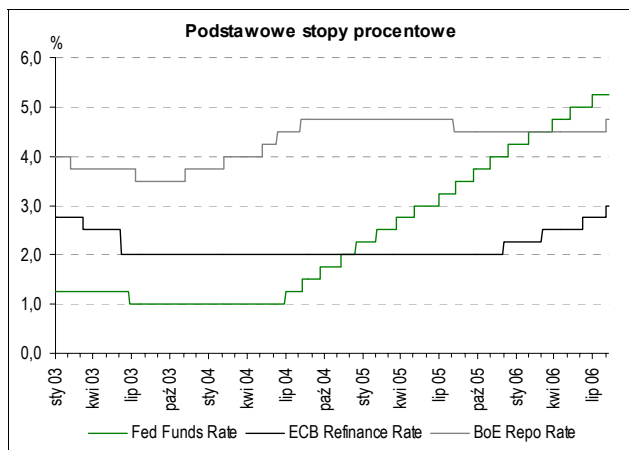
Przetargi obligacji skarbowych w 2006 r. (mln zł)

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	2 520	2 520	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	DS1015	800	800	-	-	-	-
sierpień	02.08	OK0808	1 800	1 800	09.08	WZ0911	1 500	1 500	-	-	-	-
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

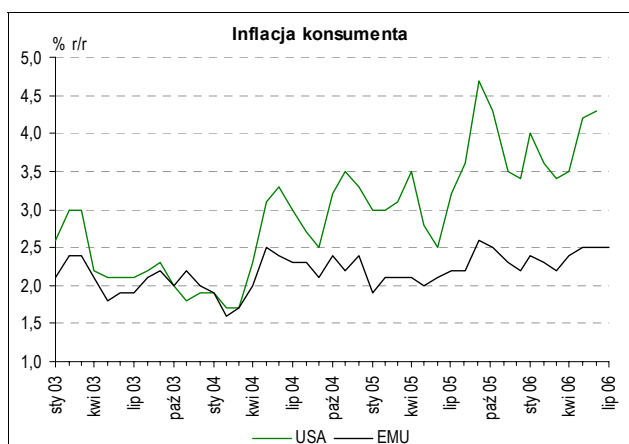
Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Przegląd międzynarodowy

**Fed wstrzymuje cykl podwyżek, stopy w EMU dalej rosną**

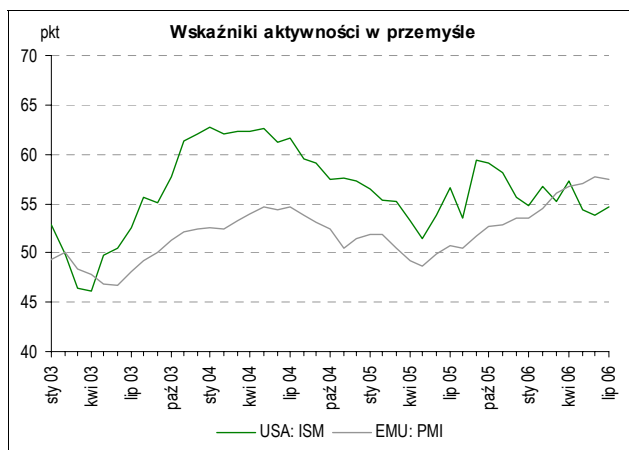
▪ Fed przerwał cykl zacieśniania polityki pieniężnej w USA po 17 z rzędu podwyżkach stóp (główna stopa na poziomie 5,25%), co było zgodne z rynkowym konsensem. W komunikacie podkreślono, że wzrost gospodarczy przyhamował, i mimo, że pewne ryzyka pozostały to presja cenowa może spadać i pozostaje pod kontrolą. Dalsze ruchy będą zależały od danych obrazujących wzrost gospodarczy oraz ryzyka dla inflacji.

▪ EBC podwyższył główną stopę w strefie euro do 3%, co było powszechnie oczekiwane. W komunikacie EBC sygnalizował zwiększające się ryzyka dla wskaźników cen, stabilny wzrost oraz że polityka w EMU pozostała akomodatywna. Klaus Liesher z EBC powiedział, że podwyżka stóp była koniecznym dostosowaniem do poziomu, który i tak należy postrzegać jako dość niski i nie stanowiący zagrożenia dla wzrostu.

**Inflacja w USA nadal na wysokim poziomie**

▪ Inflacja CPI w USA wyniosła w czerwcu 0,2% m/m oraz 4,3% r/r w porównaniu do 0,4% m/m w poprzednim miesiącu. Bazowy wskaźnik wyniósł 0,3% m/m (2,6% r/r) i był nieco powyżej oczekiwań analityków na poziomie 0,2% m/m. Indeks PPI wzrósł o 0,5% m/m (4,9% r/r) wobec wzrostu o 0,2% m/m w maju i był powyżej rynkowego konsensusu na poziomie 0,3% m/m. Bazowy wskaźnik PPI wzrósł o 0,2% m/m (1,9% r/r), zgodnie z prognozami przy 0,3% m/m w poprzednim miesiącu.

▪ Zgodnie z danymi Eurostatu finalna inflacja HICP w strefie euro wyniosła 2,5% r/r (0,1% m/m), co było w zgodzie z prognozami oraz wartością z poprzedniego miesiąca. Wskaźnik bazowy, po wykluczeniu ceny energii i żywności wzrósł o 1,5% r/r oraz 0,1% m/m. Według wstępnych szacunków Eurostatu lipcowa inflacja HICP pozostała bez zmian w porównaniu do czerwca.

**Wysoka aktywność w strefie euro, słaby wzrost w USA**

▪ Wskaźnik ISM w sektorze wytwórczym w USA wzrósł z 53,8 w czerwcu do 54,7 w lipcu. Komponent cen był również wyższy niż w czerwcu (78,5 wobec 76,5). Wskaźnik zatrudnienia zwiększył się do 50,7 z 48,7, a wskaźnik nowych zamówień spadł z 57,9 do 56,1. Wskaźnik ISM dla sektora usług spadł do 54,8 z 57. Indeks nowych zamówień była na poziomie 55,6 z 56,6 w czerwcu, a komponent dotyczący zatrudnienia wzrósł z 52,0 do 54,5 w lipcu.

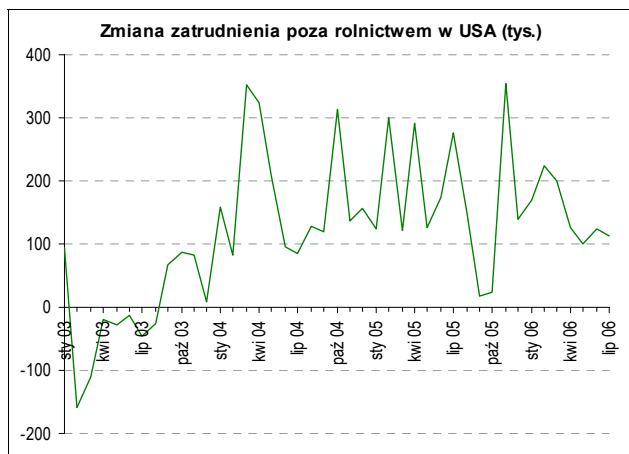
▪ Indeks PMI w przemyśle przetwórczym strefy euro spadł z poziomu 57,7 w czerwcu do 57,4 w lipcu, co było dokładnie zgodne z oczekiwaniami rynku. Wskaźnik produkcji z 60,1 do 59,4, a komponent zatrudnienia obniżył się z 53,1 do 52,3. PMI w sektorach niewytwórczych strefy euro spadł w lipcu z 60,7 do 57,9, co było poniżej prognoz rynkowych średnio na poziomie 60. Indeks zatrudnienia obniżył się z 56,6 do 54, a wskaźnik dotyczący cen podwyższył się delikatnie z 60,1 do 60,2.

▪ Według wstępnych danych za II kw. PKB w USA wzrósł o 2,5% i był poniżej konsensusu (3,0%), przy 5,6% w I kw. Deflator PKB wyniósł 3,3%, indeks cen PCE był na poziomie 4,2% (3,3% r/r), natomiast wskaźnik bazowy wyniósł 2,7% (2,3% r/r).

Słabe dane z amerykańskiego rynku pracy

▪ Zgodnie z danymi amerykańskiego Departamentu Pracy w lipcu stworzono 113 tys. nowych miejsc pracy w porównaniu do zrewidowanych w górę 124 tys. (121 tys. przed rewizją). To było sporo poniżej oczekiwań na poziomie 142 tys. Stopa bezrobocia wzrosła z 4,6% do 4,8%, powyżej prognoz na poziomie 4,6%.

▪ Wydajność pracy w USA wzrosła w II kwartale o 1,1%, nieznacznie powyżej konsensusu rynkowego, przewidującego wzrost o 0,9%. Jednostkowe koszty pracy wzrosły w tym samym okresie o 4,4%, w najszybszym tempie od ostatniego kwartału 2004 r., w porównaniu z prognozowanym przez analityków wzrostem o 3,5%.



Źródło: Reuters, ECB, Federal Reserve

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
7 sierpnia POL: Przetarg bonów skarbowych	8 USA: Produktivność 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 POL: Bilans płatniczy (VI) JP: Spotkanie Banku Japonii - decyzja USA: Ceny w handlu zagranicznym (VII) USA: Sprzedaż detaliczna (VII)
14 POL: Podaż pieniądza (VII) EMU: Wstępny PKB (II kw.)	15 POL: Dzień wolny USA: PPI (VII) USA: Napływ kapitału netto (VI)	16 POL: Ceny konsumenta (VII) POL: Płace i zatrudnienie (VII) POL: Aukcja obligacji 10-letnich USA: CPI (VII) USA: Liczba nowych inwestycji budowlanych (VII) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (VII) USA: Produkcja przemysłu (VII)	17 EMU: Finalny HICP (VII) EMU: Produkcja przemysłu (VII) USA: Philadelphia Fed index (VIII)	18 POL: Ceny produkcji (VII) POL: Produkcja przemysłowa i budowlana (VII) USA: Wstępny Michigan (VII)
21 POL: Przetarg bonów skarbowych	22 GER: Indeks ZEW (VIII)	23 POL: Wskaźniki koniunktury (VIII) POL: Inflacja bazowa (VII) USA: Sprzedaż domów (VII)	24 POL: Sprzedaż detaliczna (VII) POL: Bezrobocie (VII) POL: Aukcja zamiany GER: Indeks IFO (VIII) USA: Zamówienia na dobra trwałe (VII) USA: Sprzedaż nowych domów (VII)	25
28 GB: Dzień wolny EMU: Podaż pieniądza M3 (VI)	29 POL: Spotkanie RPP USA: Zaufanie konsumentów (VII) USA: Protokół z posiedzenia Fed	30 POL: PKB (II kw.) POL: Spotkanie RPP – decyzja USA: Wstępny PKB (II kw.) USA: Wstępny deflator PKB (II kw.) USA: Bazowy PCE (II kw.)	31 EMU: Wstępny HICP (VIII) EMU: Wskaźnik nastrojów (VIII) EMU: Spotkanie ECB – decyzja EMU: PKB – zrewidowany (II kw.) USA: Bazowy wskaźnik PCE (VII) USA: Zamówienia w przemyśle (VII) USA: Chicago PMI (VIII)	1 września EMU: PMI sektor wytwórczy (VIII) EMU: Bezrobocie (VII) USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (VIII) USA: Bezrobocie (VIII) USA: Finalny Michigan (VIII) USA: ISM sektor wytwórczy (VIII)
4 POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: PPI (VII) USA: Dzień wolny	5 EMU: PMI sektor usług (VIII) EMU: Sprzedaż detaliczna (VII)	6 POL: Aukcja obligacji 2-letnich USA: Produktivność pracy - zrewidowane (II kw.) USA: Jednostkowe koszty pracy – zrewidowane (II kw.) USA: ISM sektor usług (VIII)	7 GB: Spotkanie BoE – decyzja USA: Zapasy hurtowe (VI)	8 JP: Spotkanie Banku Japonii – decyzja - raport

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	16	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	24	-	-	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	16	15	15	18	17	19	17	16	15	16	16	15
Bezrobocie	24	23	23	26	24	23	25	24	-	-	-	-
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	14	-
Podaż pieniądza	13	14	14	14	12	14	14	14	14	13	14	-
Bilans NBP	6	7	7	7	5	7	7	7	7	6	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

		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	sie 06
Produkcja przemysłowa	% r/r	2,6	4,8	5,9	7,6	8,5	9,6	9,8	10,2	16,4	5,7	19,1	12,4	12,5	17,9
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	5,0	7,9	5,4	7,5	7,3	6,3	8,6	10,2	10,1	13,2	13,7	10,7	14,0	13,2
Stopa bezrobocia	%	17,9	17,7	17,6	17,3	17,3	17,6	18,0	18,0	17,8	17,2	16,5	16,0	15,7	15,6
Place brutto ^{b c}	% r/r	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	6,1
Zatrudnienie ^b	% r/r	1,8	2,0	2,2	2,1	2,5	2,6	2,6	2,4	2,7	2,8	3,0	3,1	3,2	3,3
Eksport (w euro) ^d	% r/r	18,0	14,9	12,9	18,4	16,1	20,0	22,1	18,8	26,4	12,0	32,9	21,2	17,8	20,2
Import (w euro) ^d	% r/r	7,8	15,5	11,0	14,6	18,1	16,8	23,0	22,1	22,2	9,6	31,0	21,2	22,0	22,5
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-113	-378	-107	3	-232	-467	64	-253	-106	47	-483	-100	-400	-600
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-247	-381	-237	-317	-291	-451	-197	-794	-351	-190	-209	-200	-620	-610
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-1,8	-1,7	-1,5	-1,5	-1,5	-1,4	-1,3	-1,5	-1,5	-1,6	-1,4	-1,5	-1,7	-1,7
Deficyt budżetowy (narastająco)	mln PLN	-17,5	-18,5	-17,8	-20,6	-22,2	-28,6	0,7	-6,7	-9,0	-10,0	-14,6	-17,7	-15,6	-20,0
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu ^e	61,1	64,7	62,3	72,1	77,7	100,0	-2,3	21,9	29,4	32,8	47,8	57,8	51,1	62,2
Inflacja (CPI)	% r/r	1,3	1,6	1,8	1,6	1,0	0,7	0,6	0,7	0,4	0,7	0,9	0,8	0,8	0,7
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	0,0	-0,2	-0,5	-0,9	-0,4	0,2	0,3	0,7	0,9	1,7	2,3	2,8	2,9	3,0
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	10,4	11,1	12,7	8,7	12,6	10,4	10,4	11,7	9,8	9,6	10,1	11,8	12,4	11,8
Depozyty	% r/r	9,4	10,1	11,6	6,3	11,1	9,4	10,2	10,8	9,1	8,6	8,9	11,4	11,4	10,5
Kredyty	% r/r	8,8	9,0	9,6	4,4	10,2	11,8	12,3	13,5	13,6	12,2	12,4	16,0	16,6	17,0
USD/PLN	PLN	3,40	3,29	3,20	3,26	3,37	3,25	3,16	3,18	3,23	3,20	3,05	3,17	3,15	3,06
EUR/PLN	PLN	4,10	4,05	3,92	3,92	3,97	3,85	3,82	3,79	3,88	3,92	3,90	4,02	4,00	3,92
Stopa interwencyjna ^a	%	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	4,00
Stopa lombardowa ^a	%	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	5,50
WIBOR 3M	%	4,66	4,67	4,57	4,50	4,64	4,62	4,49	4,26	4,12	4,14	4,15	4,17	4,19	4,20
Rentowność bonów 52-tyg.	%	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	4,30
Rentowność obligacji 2L	%	4,50	4,60	4,22	4,42	4,75	4,64	4,40	4,20	4,10	4,28	4,44	4,75	4,95	4,80
Rentowność obligacji 5L	%	4,70	4,84	4,51	4,85	5,23	5,04	4,82	4,60	4,59	4,80	5,00	5,33	5,37	5,35
Rentowność obligacji 10L	%	4,72	4,87	4,57	4,90	5,36	5,14	4,94	4,78	4,78	5,02	5,26	5,54	5,55	5,55

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	1 037,0	228,7	238,2	241,0	273,0	240,3	252,7	254,3	289,8
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	13,2	0,7	2,3	4,5	8,3	12,1	12,4	13,9	14,2
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	3,6	7,1	1,5	11,9	-0,4	-3,2	4,1	5,4	9,4	12,7	13,3	12,4
Stopa bezrobocia ^a	%	20,0	19,1	17,6	15,7	19,2	18,0	17,6	17,6	17,8	16,0	15,5	15,7
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	3,9
Zatrudnienie ^c	% r/r	-3,5	-0,8	1,9	3,0	1,5	1,7	2,0	2,4	2,6	3,0	3,3	3,1
Eksport (w euro) ^b	% r/r	9,1	22,3	17,1	19,3	23,2	12,9	15,0	18,0	22,6	21,8	18,8	14,7
Import (w euro) ^b	% r/r	3,3	19,5	12,6	20,2	17,6	6,0	11,2	16,5	22,5	20,6	21,0	17,0
Bilans handlowy ^b	mln EUR	-5 077	-4 552	-2 182	-3 280	-259	-633	-599	-691	-294	-536	-1 150	-1 300
Rachunek bieżący ^b	mln EUR	-4 108	-8 542	-3 457	-5 017	-1 043	-500	-861	-1 053	-1 338	-599	-1 530	-1 550
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-2,1	-4,2	-1,4	-1,9	-3,4	-2,1	-1,5	-1,4	-1,5	-1,5	-1,7	-1,9
Deficyt budżetowy ^a	mld PLN	-37,0	-41,5	-28,6	-30,5	-12,3	-18,5	-17,8	-28,6	-9,0	-17,7	-21,0	-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	0,8	0,7	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	0,8	0,6	1,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,6	7,0	0,7	2,8	3,3	0,1	-0,2	-0,4	0,9	2,8	3,3	4,1
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	5,6	8,7	10,4	11,2	11,0	10,8	12,7	10,4	9,8	11,8	11,1	11,2
Zobowiązania ^a	% r/r	3,7	8,1	9,4	9,5	10,4	9,2	11,6	9,4	9,1	11,4	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	16,0	18,2	15,0
USD/PLN	PLN	3,89	3,65	3,23	3,11	3,07	3,28	3,30	3,29	3,19	3,14	3,10	3,02
EUR/PLN	PLN	4,40	4,53	4,02	3,92	4,03	4,13	4,02	3,91	3,83	3,95	3,96	3,93
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	4,20	4,20
Rentowność bonów 52-tyg.	%	5,33	6,50	4,92	4,17	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	4,66	5,83	5,27	4,44	4,60	4,23	4,49	4,87	4,82
Rentowność obligacji 5L	%	5,61	7,02	5,25	5,16	5,89	5,38	4,68	5,04	4,67	5,04	5,37	5,50
Rentowność obligacji 10L	%	5,77	6,84	5,24	5,36	5,76	5,37	4,72	5,13	4,83	5,27	5,57	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 09.08.2006 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.

