

Bank Gospodarki Żywnościowej S.A.
ul. Kasprzaka 10/16
01-211 Warszawa
tel. (22) 860 44 00
fax. (22) 860 58 68
<http://www.bgz.pl>

Stanisław Kluza
Główny Ekonomista Banku
tel. (22) 860 55 91
Stanislaw.Kluza @ bgz.pl

Biurowy Głównego Ekonomisty:
Mateusz Mokrogulski
tel. (22) 860 58 66
Mateusz.Mokrogulski @ bgz.pl

Juliusz Radwański
tel. (22) 860 51 24
Juliusz.Radwanski @ bgz.pl

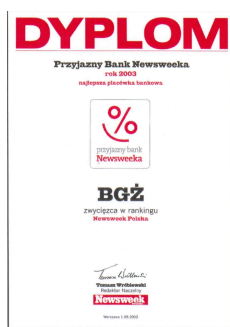
Dariusz Winek
tel. (22) 860 52 98
Dariusz.Winek @ bgz.pl

Krzysztof Wołowicz
tel. (22) 860 56 81
Krzysztof.Wolowicz @ bgz.pl

Agnieszka Budnik
praktykant



Jedenaście oddziałów BGŻ S.A. otrzymało godła promocyjne w konkursie "Bank Przyjazny dla Przedsiębiorców".



Tytuł "Przyjazny Bank Newsweeka" w kategorii najlepsza placówka bankowa przyznany BGŻ S.A. przez redakcję tygodnika "Newsweek".

Pół roku wakacji

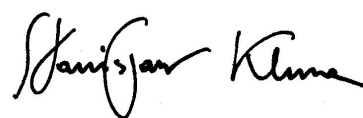
Aktywność w sferze polityki gospodarczej i reformowaniu finansów publicznych niebawem osłabła od kilku miesięcy. Stan ten potrwa przynajmniej do wyników wyborów. Wraz z odejściem z rządu wicepremiera Jerzego Hau-snera, w praktyce zostały zaniechane choćby próby podjęcia większych wy-zwań i działań reformatorskich. Przeprowadzanie w obecnym czasie ważnych lub zbyt śmiałych reform, a w szczególności kosztownych społecznie, jest zbyt ryzykowne dla rządzących polityków, którzy wkrótce będą zabiegać o przy-chylność różnych elektoratów. Dodatkowo, co roku przełom lipca i sierpnia to najspokojniejszy czas na krajowej scenie politycznej.

Tzw. „czynnik polityczny”, a bardziej jego brak, widać również na ryn-kach finansowych. Nic tak nie uspokaja inwestorów, jak spadek aktywności polityków w tematach gospodarczych. Zarówno na rynku akcji jak i papierów dłużnych odnotowano kolejne rekordy, a dobre perspektywy wzrostu polskiej gospodarki od drugiej połowy roku zwiększają wiarygodność Polski w oczach inwestorów krajowych i zagranicznych.

Z drugiej strony, nadchodzący okres wyborczy i niepewność polityczna zwiastują rychłe przerwanie trwającego procesu obniżek stóp procentowych, a także zmianę nastawienia w polityce pieniężnej na neutralne. Stanie się to zapewne w bezpośredniej bliskości wyborów. Przerwa w obniżaniu stóp procentowych może okazać się dłuższa niż wskazywałby na to sam scena-riusz wyborczy i sytuacja ekonomiczna w kraju. Wraz ze zmianą politycznego układu sił należy oczekiwać nowej oceny stanu finansów publicznych, która może dalece odbiegać od obecnej. Także proces uchwalania ustawy budże-towej może się znacząco wydłużyć, a niemożność przeprowadzenia zmian w systemie podatkowym, obowiązujących od 2006r., opóźni reformę finansów publicznych.

Paradoksalnie, restrykcyjność polityki pieniężnej może spowalniać pro-ces przyjmowania euro w Polsce. Stopa referencyjna w strefie euro jest nomi-nalnie o 2,75% niższa niż u nas i to mimo wyższej inflacji we wspólnym obsza-rze walutowym. Ponadto, po ustąpieniu efektów bazowych dla kształtowania się cen, związanych z szokiem akcesyjnym, okazuje się, że inflacja (wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych) w Polsce jest najniższa na tle krajów naszego regionu (Czechy, Słowacja, Węgry). Jednocześnie, realne stopy pro-centowe (po uwzględnieniu inflacji) pozostają w Polsce na porównywalnie wy-sokim poziomie jak na Węgrzech czy w Wielkiej Brytanii. Usuwanie tych dys-proporcji będzie dużo trudniejsze w bezpośredniej bliskości wejścia do ERM II lub będąc w tym systemie. Wówczas nawet niewielkie zmiany poziomu stóp procentowych będą czyniły utrzymanie stabilności kursu walutowego bardziej kosztownym.

Kalendarz wyborczy tworzy dość długi okres bolesnej próżni dla polityki gospodarczej, a w tym ukierunkowanej na konwergencję polityki pieniężnej. To prawie jak pół roku dodatkowych, przedłużających się wakacji.



Najważniejsze fakty i komentarze

Słaby II kwartał, choć następuje przyspieszenie produkcji i sprzedaży

W czerwcu br. produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w cenach stałych o 6,8% (r/r), a sprzedaż detaliczna (w cenach bieżących) o 10,5% (r/r). Jednak na skutek niskich rocznych wskaźników dynamiki w kwietniu i maju, w II kwartale br. produkcja sprzedana przemysłu była przeciętnie wyższa jedynie o 2,3% w porównaniu z II kwartałem ub. r. Jeszcze słabsze wyniki zanotowano dla całego II kwartału w przypadku sprzedaży detalicznej. Wyraźnym ożywieniem może poszczycić się jedynie produkcja budowlano-montażowa, której przeciętna roczna dynamika w II kwartale br. wyniosła 8,5%. Jednak w II kwartale ważona wartościami produkcji przeciętna dynamika produkcji przemysłowej oraz budowlano-montażowej wyniosła jedynie 2,8%, co pozwala oczekiwać w II kwartale wzrostu PKB na poziomie 2,7% (r/r). [\[więcej ...\]](#)

Inflacja poniżej dolnej granicy celu polityki pieniężnej

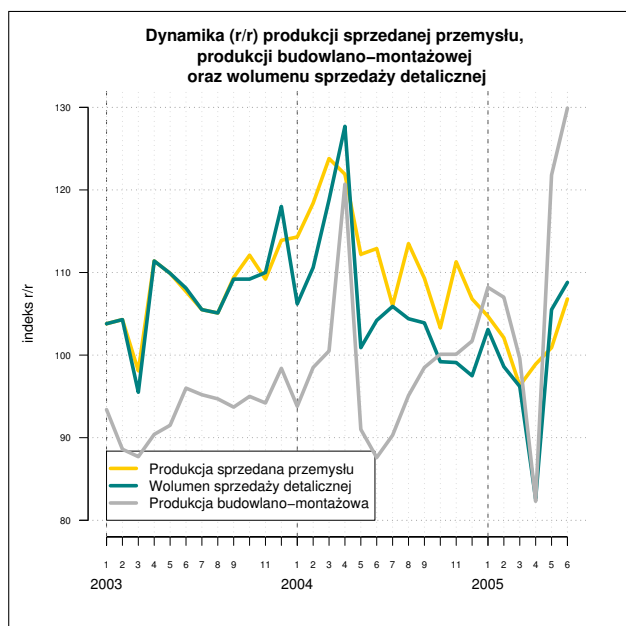
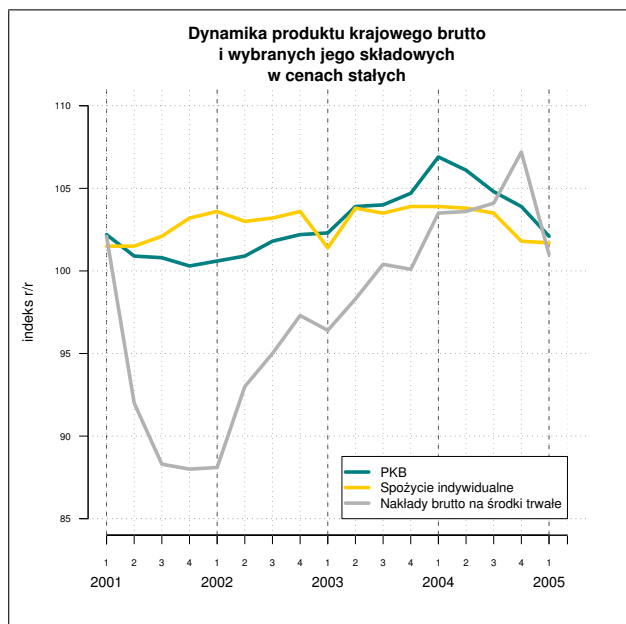
Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych spadła w czerwcu br. do poziomu 1,4% (r/r) z 2,5% (r/r) w maju br. Tak duży spadek rocznej stopy inflacji należy zawdzięczać obserwowanemu w czerwcu br. spadkowi cen o 0,2% (m/m) i wyjściu z rocznego indeksu wysokich wzrostów cen z czerwca ub. r. (gdy wzrosły one o 0,9% m/m). Co więcej, spadek ten zawdzięczamy głównie niższym cenom żywności (która staniała o 1,2% m/m i podrożała jedynie o 0,4% r/r). Spadek odnotowały również wszystkie miary inflacji bazowej, natomiast ceny producentów zanotowały minimalny wzrost o 0,1% (r/r). W perspektywie kolejnych miesięcy niezmiennym czynnikiem ryzyka dla procesów inflacyjnych będą ceny ropy naftowej, a także powolne odbudowanie popytu konsumpcyjnego, spodziewane w II połowie roku. Jednak przez najbliższe miesiące inflacja najprawdopodobniej utrzyma się poniżej dolnej granicy celu inflacyjnego. [\[więcej ...\]](#)

Łagodne kończenie cyklu obniżek stóp procentowych

Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała się w lipcu na kolejną obniżkę stóp procentowych, tym razem jednak (po raz pierwszy w tym roku) nie o 50 pb., lecz jedynie o 25 pb. Do takiej decyzji przyczyniły się lepsze od oczekiwanych dane o produkcji, sprzedaży detalicznej i wzroście płac. 25-punktowa skala obniżki oznacza w rzeczywistości dość znaczące zaostrożenie polityki pieniężnej wynikające ze wzrostu realnych stóp procentowych o 0,85 pkt. proc. Wydaje się zatem, że Rada wybrała wariant łagodnego wygaszania cyklu obniżek i najprawdopodobniej zdecyduje się na jeszcze jedno cięcie o kolejne 25 pb., które może nastąpić już w sierpniu lub dopiero późną jesienią po wyborach. [\[więcej ...\]](#)

Wyraźne ożywienie na rynku pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wyniosło w czerwcu br. 4770 tys. osób, co oznacza wzrost zarówno w ujęciu miesięcznym (0,3% m/m), jak i rocznym (1,7% r/r). Stopa bezrobocia spadła z 18,3% w maju br. na 18,0% w czerwcu br. Choć nadal jest ona najwyższa w krajach UE, to jest to wynik o 1,4 pkt. proc. lepszy niż w analogicznym okresie ub. r. Do października należy spodziewać się dalszego spadku stopy bezrobocia do około 17,4% a następnie, późną jesienią i w zimę, ponownego wzrostu. O wzroście popytu na pracę, oprócz wzrostu zatrudnienia, świadczy również wzrost płac. W czerwcu wyniosły one przeciętnie w sektorze przedsiębiorstw 2 512,78 zł, co oznacza wzrost względem analogicznego okresu poprzedniego roku o 4,5%. Częściowo wynikał on również z incydentalnego zwiększenia wynagrodzeń w sektorze górnictwa (wzrost o 33,8%), przy istotnie mniejszych wzrostach w pozostałych sektorach. [\[więcej ...\]](#)



Produkcja

• Według wstępnych danych **GUS** na temat dynamiki produkcji sprzedanej przemysłu w czerwcu br., była ona o 8,8% wyższa niż w maju br. oraz o 6,8% wyższa niż przed rokiem. Istny wzrost rocznej dynamiki produkcji względem maja w dużej mierze wynika z większej liczby dni roboczych w br. względem roku ubiegłego. Znajduje to odzwierciedlenie w niższych wartościach dynamiki produkcji po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym, która wzrosła o 2,5% (m/m) i o 3,9% (r/r). Jednak w skutek niskich rocznych wskaźników dynamiki w poprzednich miesiącach, w całym I półroczu br. produkcja sprzedana przemysłu była jedynie wyższa o 1,5% w porównaniu z analogicznym okresem ub. roku.

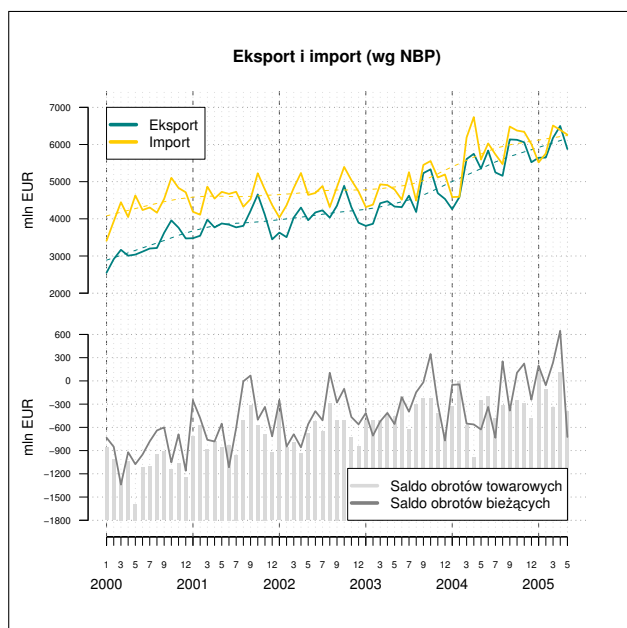
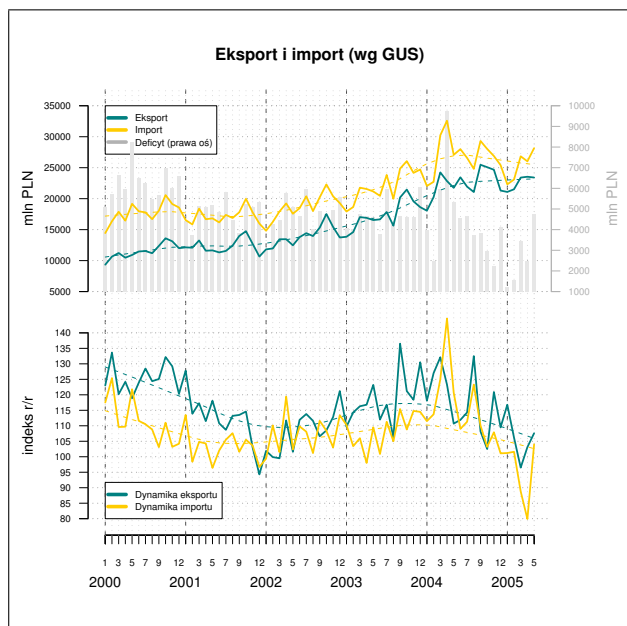
• W czerwcu, podobnie jak w maju br. zanotowano bardzo wysoki wskaźnik rocznej dynamiki produkcji budowlano-montażowej. Była ona większa o 29,9% niż przed rokiem (wobec spadku w czerwcu ub. r. o 14,4%, co stanowiło najniższą wartość w całym ub. r.) i wyższa o 22,2% w porównaniu z majem br. Jednak zarówno w maju i czerwcu b.r. wysokie wartości tego wskaźnika, wynikają z niskiego poziomu produkcji budowlano-montażowej w 2004r. w pierwszych miesiącach po przystąpieniu Polski do UE. Dlatego co do danych za lipiec i za kolejne miesiące do końca roku można oczekiwać stopniowego spadku rocznej dynamiki wielkości produkcji budowlano-montażowej.

• W czerwcu br., ponownie jak w maju zaobserwowano wzrost w relacji rocznej wolumenu sprzedaży detalicznej. Wyniósł on 8,8% (wobec 5,5% w maju), co przełożyło się wzrost sprzedaży detalicznej liczonej w cenach bieżących o 10,5%. W całym I półroczu br. sprzedaż detaliczna była w cenach stałych o 1,9% niższa niż przed rokiem (wobec wzrostu odpowiednio o 12,4% w analogicznym okresie ub. roku), przy czym w II kwartale br. spadek był nieco głębszy niż w I kwartale.

Produkt krajowy brutto, jego dynamika oraz dynamika wybranych jego składowych

kwartały	2003				2004					2005	
	II	III	IV	I-IV	I	II	III	IV	I-IV	I	II
<i>ceny bieżące</i>	<i>mld zł</i>										
Produkt krajowy brutto	200,6	201,7	226,4	816,1	204,1	216,3	219,2	245,7	883,3	218,5	225,0
<i>ceny stałe</i>	<i>analogiczny okres roku poprzedniego</i>										
Produkt krajowy brutto	104,0	104,1	104,7	103,8	107,0	106,1	104,9	104,0	105,4	102,1	102,7
Popyt krajowy	102,2	102,7	102,8	102,6	106,0	105,8	105,2	103,3	105,0	101,1	101,9
Spożycie ogółem	102,7	103,0	103,3	102,5	103,9	104,2	103,5	102,0	103,4	101,8	101,7
Spożycie indywidualne	103,8	103,5	103,8	103,1	103,9	103,8	103,5	101,8	103,2	101,7	101,6
Nakłady brutto na środki trwałe	99,4	101,5	100,6	99,8	103,7	103,9	104,3	107,4	105,3	101,0	103,8

źródło: **GUS**



Handel zagraniczny

• Według danych **GUS** w okresie styczeń – maj br. eksport w cenach bieżących wyniósł 113,0 mld zł (27,6 mld EUR), a import 126,4 mld zł (30,9 mld EUR). W porównaniu z analogicznym okresem ub. r. eksport w ujęciu złotowym był większy o 3,7%, a import był niższy o 6,1%. Jednak, na skutek aprecjacji polskiej waluty, analogiczne wskaźniki dynamiki obliczone w euro wykazują znacznie wyższą dynamikę: eksport zwiększył się o 20,5%, a import o 9,1%. Ujemne saldo ukształtowało się na poziomie 13,4 mld zł (3,3 mld EUR), wobec minus 25,7 mld zł (minus 5,4 mld EUR) w analogicznym okresie ub. roku.

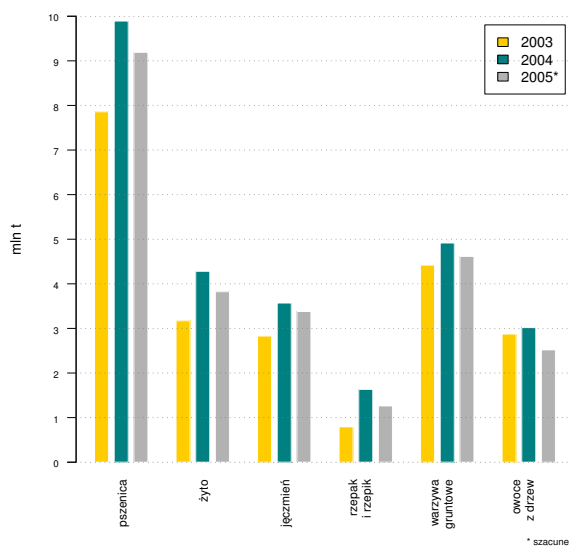
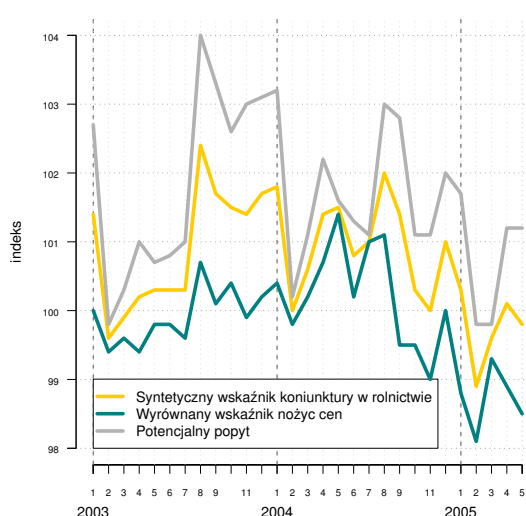
• Dane dotyczące bilansu płatniczego publikowane przez **NBP**, wykazały nieoczekiwane pogorszenie salda rachunku bieżącego. Wyniosło ono w maju 2005r. minus 724 mln EUR, wobec plus 647 mln EUR po korekcie w kwietniu br. Na majową jego wartośćłożyły się ujemne salda dochodów (846 mln EUR) i obrotów towarowych (386 mln EUR) oraz dodatnie salda transferów bieżących (432 mln EUR) i usług (76 mln EUR).

• W maju 2005r. miał miejsce duży napływ kapitału netto z tytułu zagranicznych inwestycji portfelowych. Nierezydenci zainwestowali netto w dłużne papiery wartościowe wyemitowane przez polskie podmioty 3 221 mln EUR, były to przede wszystkim inwestycje w dłużne papiery wartościowe wyemitowane przez Rząd na rynkach zagranicznych. W pozostałych inwestycjach w maju br. zarejestrowano odpływ kapitału netto z tytułu polskich należności za granicą (wzrost aktywów) w wysokości 521 mln EUR (wynikający przede wszystkim ze zwiększenia wartości lokat zagranicznych polskich banków), a także spadek pasywów w wysokości 1 008 mln EUR (wynikający przede wszystkim ze spadku zobowiązań wobec zagranicy w wyniku kolejnej przedterminowej spłaty zadłużenia wierzycielom zrzeszonym w Klubie Paryskim).

Bilans płatniczy – wybrane zmienne w mln EUR

	2003	2004					2005				
	1-12	1-12	9	10	11	12	1	2	3	4	5
Rachunek bieżący w tym	-4 109	-2 952	-383	105	223	-243	197	-56	235	647	-724
obroty towarowe	-5 076	-4 505	-345	-250	-282	-488	126	-110	-334	107	-386
usługi	430	724	-106	334	89	191	40	36	249	169	76
dochody	-3 189	-3 707	-334	-326	-259	-428	-13	-266	-416	-215	-846
transfery bieżące	3 726	4 536	402	347	675	482	44	284	736	586	432
Rachunek finansowy w tym	3 253	533	-388	-1571	-168	-858	4119	1219	-3783	1046	1110
inw. portf. pasywa	3395	8729	-484	-2943	491	275	705	182	-3656	-337	-1008
Oficjalne aktywa rez.	-1174	-705	469	1440	-830	715	-3 865	-912	2923	-1708	-620
CA/PKB (w %)	-2,22	-1,55	-1,83	-	-	0,2	-	-	0,1	-	-

źródło: **NBP**

Zbiory głównych ziemiopłodów rolnych i ogrodnich

Wskaźniki koniunktury w rolnictwie


Rolnictwo

• Wstępne szacunki produkcji głównych upraw rolnych i ogrodnich w 2005r., opublikowane przez **GUS**, pokazują spadek wielkości zbiorów (r/r) za sprawą zmniejszenia wielkości plonów. Ocenia się, że zbiory zbóż podstawowych z mieszankami zbożowymi wyniosą w br. 24,5-25,5 mln t, zbiory rzepaku i rzepiku będą równe 1,2-1,3 mln t, produkcja warzyw gruntowych wyniesie 4,6 mln t, a zbiory owoców z drzew – 2,4-2,6 mln t. Stanowi to spadki odpowiednio o 6-10%, 19-27%, 6%, i 13-20% (r/r).

• Mimo iż rok bieżący wypada znacznie gorzej od roku ubiegłego, należy pamiętać, że ten ostatni był wybitny pod względem produkcji roślinnej. Dane za rok 2005 nie odbiegają znacząco od średniej z lat ubiegłych. Poza tym, w przypadku zbóż nadal dysponujemy znacznymi zapasami, co nie powinno powodować gwałtownego wzrostu cen żywności.

• Wśród zbóż ozimych spadki (r/r) zbiorów pszenżyta, żyta i pszenicy będą odpowiednio równe 11-14%, 9-13% i 8-11%. W przypadku zbóż jarych wzrost będzie miał miejsce w przypadku pszenicy (5-9%), natomiast dla mieszanek zbożowych, jęczmienia i owsa spadki wyniosą odpowiednio 8-11%, 3-7% i 2-5%. Na zboża jare przypada ok. 43% ogólnej powierzchni zbóż i ok. 39% zbiorów.

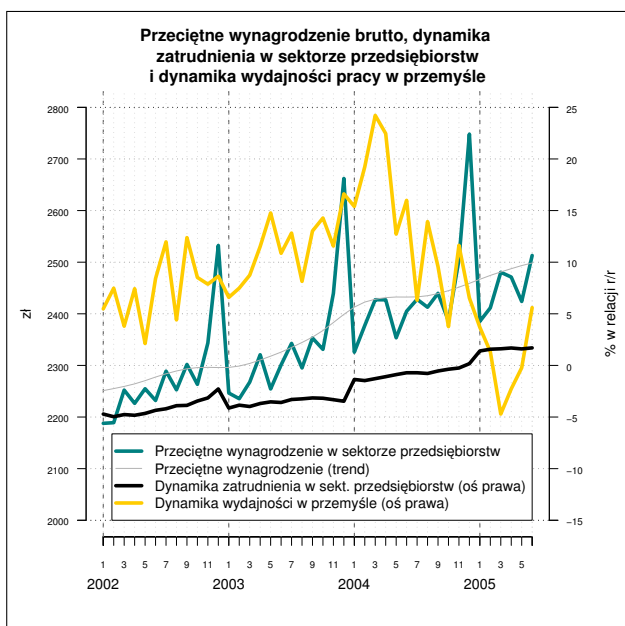
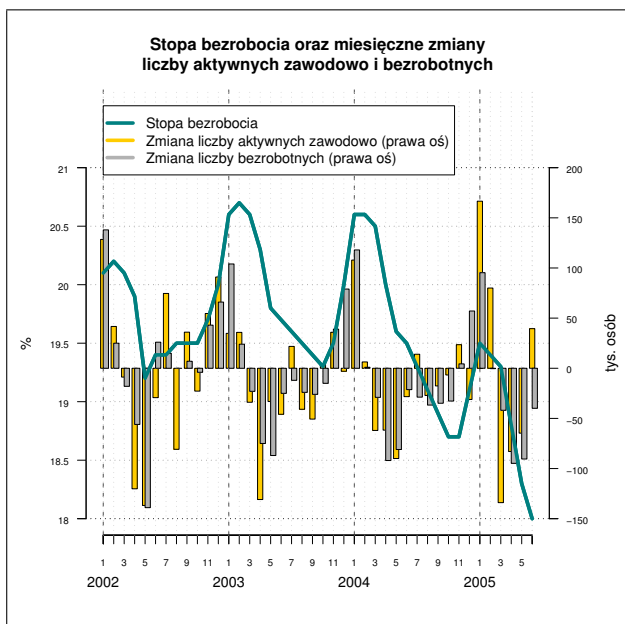
• Spośród warzyw gruntowych najgłębsze spadki wielkości zbiorów (20% r/r) mogą wystąpić w przypadku cebuli, która posiadając płytki system korzeniowy, może ucieść z powodu przedłużającej się suszy. W przypadku kapusty, marchwi jadalnej, pomidorów oraz ogórków spadki prawdopodobnie będą odpowiednio równe 3,2%; 1,7%; 1,1% i 0,7%. Gorsze prognozy są dla owoców z drzew, głównie za sprawą niekorzystnych warunków pogodowych, tj. wiosennych przymrozków i lipcowej suszy. Zbiory wiśni, gruszek, śliwek i czereśni mają być niższe (r/r) odpowiednio o 28,4%; 25,0%; 23,7% i 20,2%, a zbiory jabłek nawet o niespełna 19%.

Przeciętne ceny skupu ważniejszych produktów rolnych (ceny bieżące)

	2003	2004	2004		2005					
	1-12	1-12	6	12	1	2	3	4	5	6
Pszenica (zł/dt)	45,51	47,19	69,39	41,68	41,22	40,59	39,61	38,28	38,21	36,70
Żyto (zł/dt)	35,35	35,17	51,40	31,49	30,61	30,28	30,15	29,30	28,83	28,12
Ziemniaki (zł/dt)	24,56	24,63	48,61	29,31	b.d.	b.d.	b.d.	40,22	39,20	43,56
Bydło bez cieląt ^a (zł/kg)	2,50	3,39	4,01	3,78	3,82	4,06	4,17	4,18	4,18	4,28
Trzoda chlewna ^a (zł/kg)	3,19	4,18	4,60	4,41	3,86	3,95	3,95	3,60	3,58	3,68
Drób ^a (zł/kg)	3,00	3,27	3,60	3,22	3,02	3,02	3,04	3,00	3,25	3,35
Mleko krowie (zł/hl)	71,85	87,36	84,04	98,27	97,20	96,35	95,29	93,57	91,10	90,73

^a) W wadze żywej

źródło: **GUS**



Rynek pracy

• Stopa bezrobocia wyniosła w czerwcu 18,0%, czyli zmniejszyła się o 0,3 pkt. proc. w porównaniu do maja oraz spadła o 1,4 pkt. proc. względem czerwca 2004r. Liczba bezrobotnych w końcu miesiąca wyniosła 2 827 tys., a więc obniżyła się o 40 tys. wobec maja br. oraz o 244 tys. wobec czerwca 2004r.

• Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wyniosło w czerwcu 4 769,6 tys. osób i wzrosło o 1,7% (r/r). Jego dynamika znalazła się tym samym na poziomie identycznym jak w kwietniu br., gdy osiągnęła wartość najwyższą od sierpnia 1998 r. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wydaje się obecnie stabilnie rosnać, co stwarza nadzieję na dalszą poprawę sytuacji na rynku pracy. Również tempo wzrostu wynagrodzeń zdaje się przyspieszać. Przeciętne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw znalazło się w czerwcu na poziomie 2 513 zł. Jego nominalna dynamika wyniosła tym samym 4,5% (r/r), a siła nabywczą wzrosła o 3% (r/r). Czerwiec był drugim z kolei miesiącem wzrostu płac realnych, po serii ośmiu kolejnych miesięcy ich spadków. Pamiętać jednak należy, że wysoki wzrost wynagrodzeń w lipcu był częściowo spowodowany wypłatami wysokich premii w górnictwie.

• Stopa bezrobocia jest udziałem bezrobotnych w liczbie aktywnych zawodowo (bezrobotnych i pracujących łącznie). Z czerwcowych danych GUS wynika, że w Polsce na przestrzeni roku zmniejszyła się liczba aktywnych zawodowo. Wysoki spadek liczby bezrobotnych może w takim razie wynikać nie tylko ze znajdowania pracy przez poszukujących jej, ale także ze zjawiska wychodzenia niektórych bezrobotnych z zasobu siły roboczej. Dokładność takich obliczeń nie jest zbyt duża, ale procesy podobne do opisywanych zachodzą w rzeczywistości. Przykładowo, od momentu wejścia Polski do Unii Europejskiej nastąpił odpływ Polaków mających zamiar podjąć pracę w krajach UE.

Podstawowe informacje o rynku pracy

	2003	2004	2004		2005					
	1-12 ^e	1-12 ^e	6	12	1	2	3	4	5	6
Aktywni zawodowo ^a (tys.)	15961	15806	15831	15705	15871	15951	15817	15734	15668	15949
Liczba bezrobotnych (tys.)	3179	3091	3071	3000	3095	3095	3053	2958	2867	2827
Stopa bezrobocia (%)	19,9	19,6	19,4	19,1	19,5	19,4	19,3	18,8	18,3	18,0
Stopa napływu ^b (%)	1,4	1,4	1,4	1,6	1,7	1,3	1,2	1,2	1,3	1,5
Stopa odpływu ^c (%)	7,0	7,7	8,0	6,7	6,0	6,6	7,6	9,2	9,1	9,7
Oferty pracy w UP (tys.)	61,6	66,2	63,0	44,7	56,3	62,8	73,0	84,1	72,2	83,5
Zatrudnienie (tys.) ^d	4724	4681	4688	4679	4737	4745	4743	4754	4756	4770
Wynagrodzenie (zł) ^d	2341	2436	2405	2748	2385	2411	2480	2471	2424	2513

a) Na podstawie danych o bezrobociu zarejestrowanym.

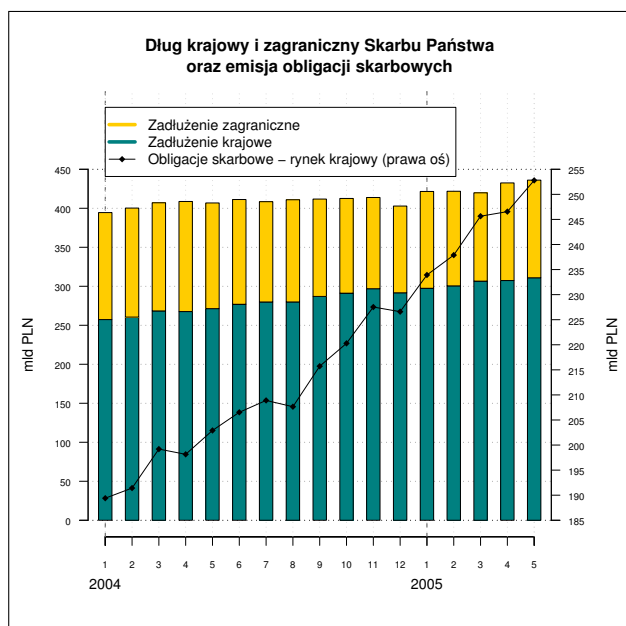
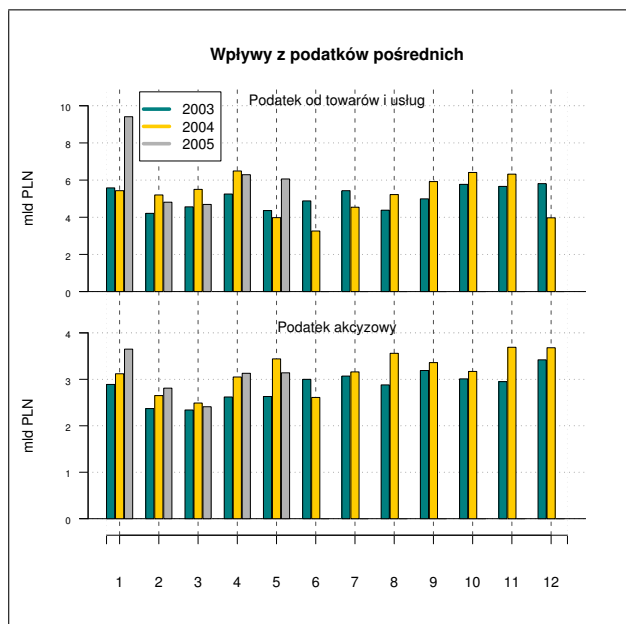
b) Stosunek liczby bezrobotnych nowozarejestrowanych do liczby aktywnych zawodowo w danym miesiącu.

c) Stosunek liczby bezrobotnych wyrejestrowanych w danym miesiącu do liczby bezrobotnych na koniec poprzedniego miesiąca.

d) Sektor przedsiębiorstw.

e) Średnia w roku.

źródło: GUS



Budżet państwa

• Po czerwcu br. dochody budżetowe ukształtowały się na poziomie 49,5% rocznego planu. Dość dobrym stopniem wykonania charakteryzowały się wpływy z tytułu CIT-u (50,8% planu), dochody z podatków pośrednich zostały zrealizowane w 47,8% planu, a wpływy z PIT-u – w 44,2%. W przypadku cła wykonanie było na poziomie 38,8% planu. Dość duży (w ujęciu bezwzględny) miesięczny przyrost dochodów budżetowych w czerwcu (16,9 mld zł, wobec przeciętnie 13,9 mld zł w pierwszych pięciu miesiącach br.) był przejściowy i stanowił konsekwencję dokonania do budżetu wpłaty z zysku NBP, która następuje jednorazowo w połowie roku. W tym roku była to kwota 4,17 mld zł, a więc mniejsza niż planowane 4,63 mld zł.

• Wydatki budżetu państwa wyniosły na koniec czerwca br. 50,0% planu. Duży stopień wykonania miał miejsce w przypadku dotacji dla FUS (67,8%) oraz subwencji ogólnych dla JST (58,7%), niskie okazały się koszty obsługi długu zagranicznego (46,7% planu).

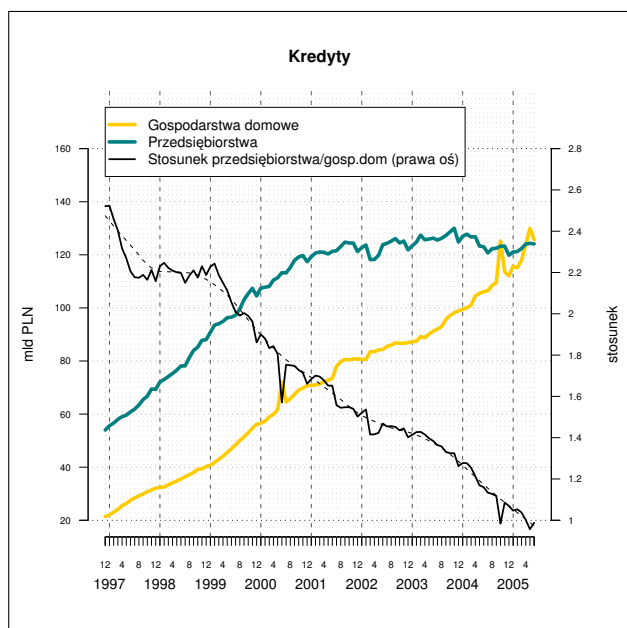
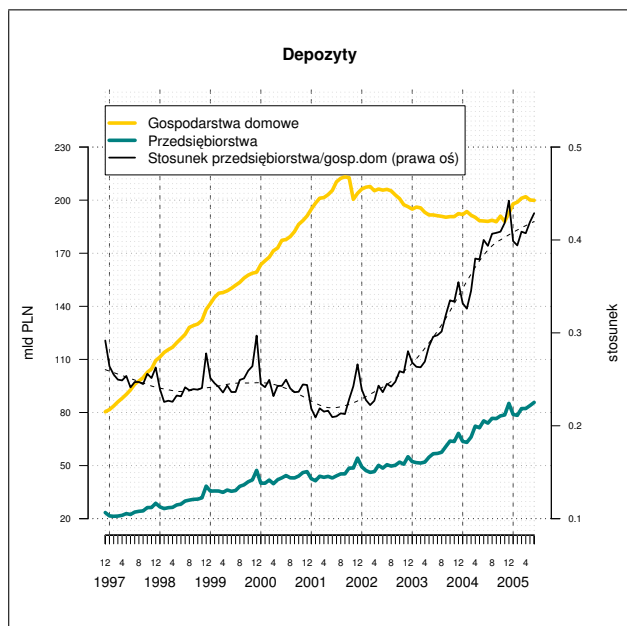
• Deficyt budżetowy był po czerwcu br. równy 52,9% rocznego planu, w 80,2% został sfinansowany ze źródeł krajowych oraz okazał się niższy o 3,47 mld zł niż pierwotnie planowało Ministerstwo Finansów. Finansowanie obligacjami stanowiło 61,0% rocznego planu. Wartość nominalna 52-tyg. bonów skarbowych sprzedanych w I półroczu br. wyniosła 17 mld zł i była o 7,6 mld zł mniejsza (r/r), co jest zgodne ze strategią zarządzania długiem.

• Na koniec maja br. zadłużenie Skarbu Państwa wyniosło 436,09 mld zł, co oznacza wzrost (m/m) o 0,8%. Tym razem zadłużenie krajowe wzrosło o 1,2% (m/m), a zagraniczne praktycznie się nie zmieniło. Dynamiki roczne wyniosły odpowiednio 7,2%; 14,6% i -7,6%. W tym ostatnim przypadku miała miejsce konwersja części długu z tytułu kredytów zaciągniętych w Klubie Paryskim (30,82 mld zł ogółem na koniec maja br.) na dług w postaci obligacji zagranicznych.

Planowane na cały rok oraz zrealizowane po czerwcu dochody, wydatki i deficyt budżetu państwa (w mld zł)

	2002		2003		2004			2005		
	1-6	plan	1-6	plan	1-6	1-12	plan	1-5	1-6	plan
Dochody ogółem:	65,11	145,10	71,90	155,7	74,76	156,28	154,55	69,56	86,42	174,70
- Podatki pośrednie	43,65	91,32	45,04	96,86	47,62	100,99	103,68	46,74	55,87	116,98
- CIT	6,23	13,83	5,27	14,39	6,02	13,07	9,59	7,10	7,46	14,69
- PIT	9,44	26,54	10,32	27,36	8,85	21,51	22,06	9,08	10,45	23,61
- Cło	1,76	3,48	1,72	3,85	1,66	2,28	1,92	0,50	0,60	1,56
Wydatki ogółem:	90,03	185,10	95,72	194,4	94,49	197,67	199,85	87,69	104,93	209,70
- Obsługa długu krajowego	10,54	21,15	10,36	21,64	9,03	18,52	18,56	8,02	10,84	20,97
- Obsługa długu zagranicznego	1,88	3,88	1,90	5,46	2,37	4,16	4,54	2,50	2,67	5,73
Deficyt budżetowy	24,92	40,00	23,82	38,73	19,73	41,42	45,30	18,13	18,52	35,00

źródło: MF



Pieniądz

• Podaż pieniądza M3 w czerwcu spadła o 1,99 mld zł w stosunku do maja br. i wyniosła 391,43 mld zł. W ujęciu rocznym wzrosła jednak o 41,27 mld zł (10,0%).

• Kredyty przedsiębiorstw spadły w czerwcu o 204,8 mln zł, co stanowi kontynuację stagnacji obserwowanej od grudnia 2003 r. Depozyty przedsiębiorstw wzrosły w stosunku do maja br. o 2 mld do rekordowej wartości 85,9 mld zł, w przeciągu roku zaś o 10,6 mld zł. Tak duży wzrost depozytów i stosunkowo mały wzrost kredytów świadczy o dobrej kondycji przedsiębiorstw, a jednocześnie o ich obawie przed inwestowaniem.

• W odniesieniu do maja br. zmniejszyły się także kredyty gospodarstw domowych, ich wartość spadła o 4,3 mld zł do poziomu 125,66 mld zł, co było związane przede wszystkim ze zwrotem środków pożyczonych z banków na zakup akcji Lotosu (od czerwca 2004r. ich wartość wzrosła jednak o około 20%). Jednocześnie, od maja do czerwca br. spadła wartość depozytów gospodarstw domowych (o 442 mln zł), do poziomu 199,6 mld zł. Było to w głównej mierze spowodowane odpływem środków z rachunków bieżących i lokat o terminie nieprzekraczającym dwóch lat na lokaty długoterminowe. W skali ostatnich 12 miesięcy suma pieniędzy ulokowanych przez gospodarstwa domowe w bankach wzrosła o 6,1%, a od początku roku zwiększyła się o 3,2 mld zł.

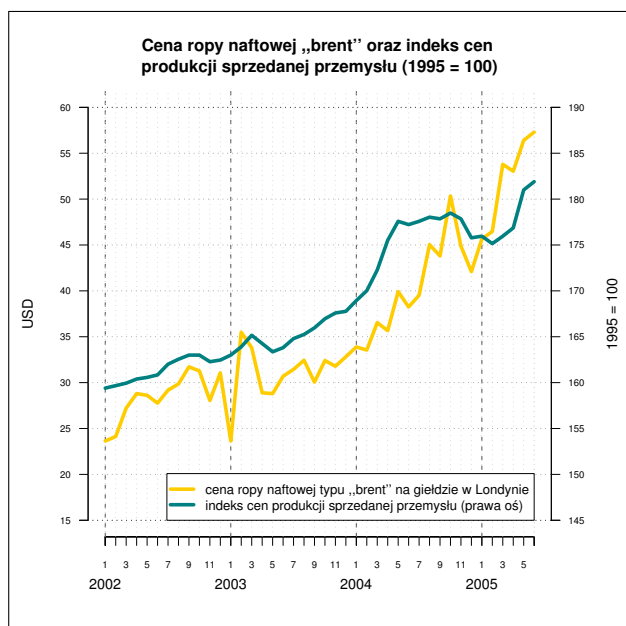
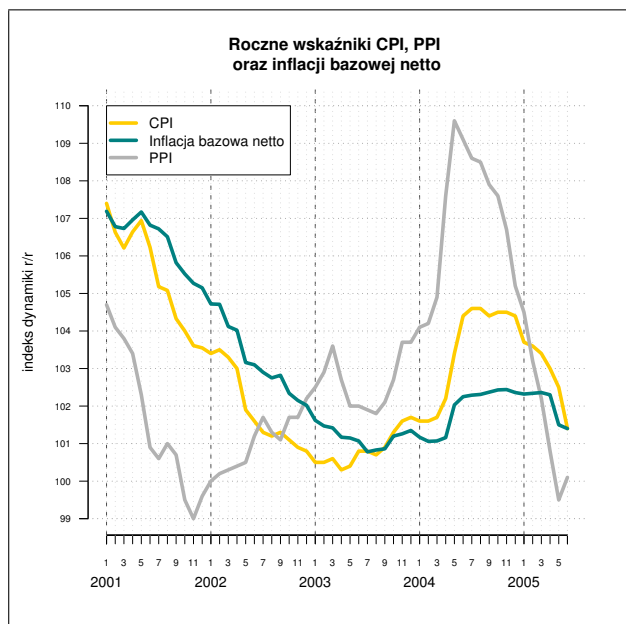
• W czerwcu wzrosła wartość oszczędności gospodarstw domowych do poziomu 425 mld zł, co oznacza wzrost o 12,7% w skali roku. W strukturze oszczędności gospodarstw domowych nadal dominują depozyty (47,1%), których udział się stopniowo zmniejsza (od marca do czerwca br. o 2 punkty procentowe). Coraz większego znaczenia w strukturze oszczędności nabierają fundusze inwestycyjne 9,5% oraz otwarte fundusze emerytalne 17,3%.

Podaż pieniądza, fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne ^a

	2003		2004		2005					
	12	6	11	12	1	2	3	4	5	6
Gotówka w obiegu (mld zł)	49,4	50,5	50	50,7	49,7	50,5	51,4	53,2	52,9	53,8
M3 (mld zł)	343,2	353,3	361,6	373,4	368,4	372,4	380,2	386,1	393,4	391,4
Dep. gosp. dom. (mld zł)	195,4	191,5	191,6	196,4	197,9	198,9	201,0	201,9	200,1	199,6
Dep. przedsiębiorstw (mld zł)	68,3	75,3	78,7	85,3	78,9	78,4	82,2	82,2	83,9	85,9
Kredyty gosp. dom (mld zł)	98,9	106,1	113,6	112,1	115,7	115,1	117,9	123,8	130,0	125,7
Kredyty przedsiębiorstw (mld zł)	124,8	123,1	123,3	119,9	121,1	121,2	122,4	124,1	124,3	124,1
Aktywa netto OFE (mld zł)	44,8	51,8	59,1	62,6	63,1	66,4	67,4	68,0	69,4	72,8
Aktywa netto TFI (mld zł)	33,2	34,9	35,4	37,7	37,9	39,6	40,8	41,2	42,6	45,1

a) Wyliczenia wg nowej metodologii wprowadzonej przez NBP w styczniu 2005r.

źródło: NBP, KNUiFE



Ceny

• W czerwcu 2005 roku nastąpił spadek cen towarów i usług konsumpcyjnych o 0,2% (m/m). O 1,2% (m/m) spadły ceny żywności. Od maja br. staniały m.in. owoce (o 18,1%), cukier (o 1,4%), warzywa (o 1,1%) oraz mięso wieprzowe (o 1,1%). Pomimo słabych zbiorów zbóż w czerwcu br. wywołanych klęską suszy, ich ceny charakteryzowały się tendencją spadkową. Ceny pszenicy spadły o 4,0% (m/m), żyta o 2,5% (m/m) a jęczmienia o 7,2% (m/m). Brak presji inflacyjnej ze strony tych dóbr był wynikiem istnienia stosunkowo dużych zapasów z poprzedniego roku. Zdrożały z kolei paliwa (o 0,8% m/m) oraz tytoń (o 1,1% m/m). W okresie dwunastu miesięcy podniosły się ceny paliw o 8,4% (r/r), opłaty związane z edukacją o 3,7% (r/r), mieszkaniem o 2,6% (r/r) i zdrowiem o 2,4% (r/r). Obniżką charakteryzowały się natomiast ceny odzieży i obuwi o 5,4% (r/r).

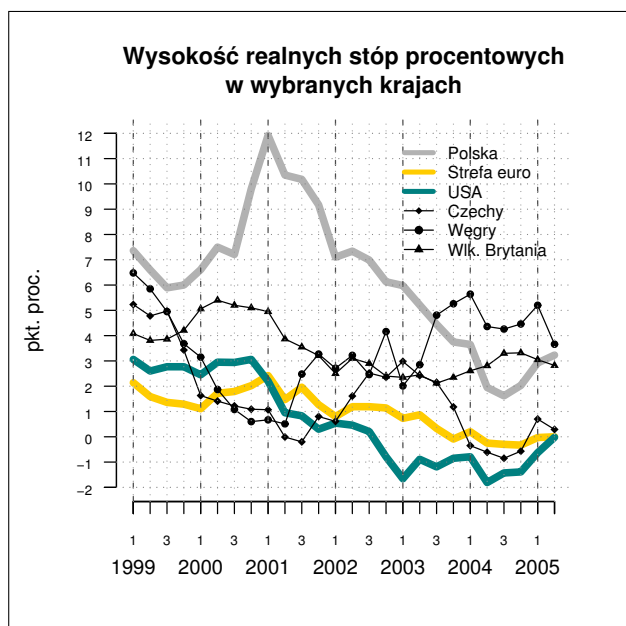
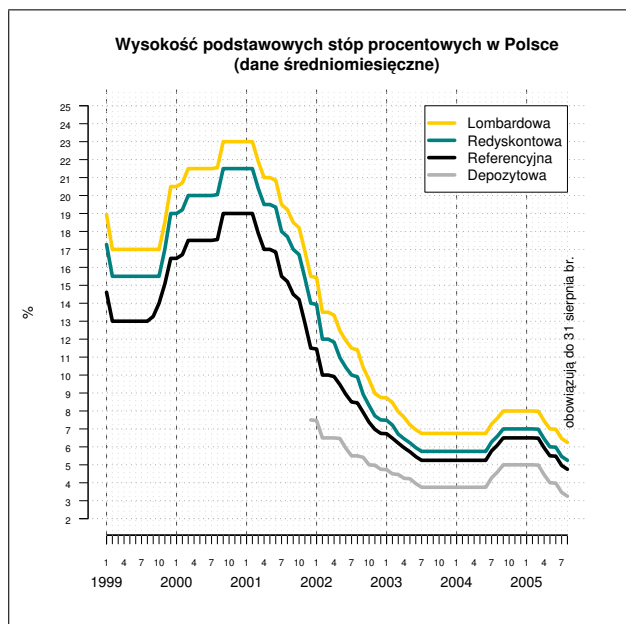
• Ceny produkcji sprzedanej wzrosły w czerwcu br. o 0,3% (m/m). Najbardziej wzrosły ceny w górnictwie (o 0,9% m/m). Ceny w przetwórstwie przemysłowym wzrosły o 0,3% (m/m), co było spowodowane wzrostem cen produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej o 7,5% (m/m). Wzrost cen odnotowano również w produkcji maszyn i urządzeń o 0,5% (m/m) oraz artykułów spożywczych i napojów 0,2% (m/m).

• Wskaźnik inflacji bazowej netto spadł w czerwcu br. do poziomu 1,4% (m/m) wobec 1,5% (m/m) w maju. Pozostałe miary inflacji bazowej także charakteryzowały się w tym okresie spadkiem. Od maja 2004r., kiedy Polska przystąpiła do Unii Europejskiej, inflacja utrzymywała się na wysokim poziomie. Po wyjściu unijnego szoku cenowego ze statystyk, roczny wzrost cen okazał się niewielki. Może się okazać, że do końca 2005r. inflacja utrzyma się poniżej celu inflacyjnego, zaś w 2006r. nie powinna przekroczyć 2,5%.

Wybrane wskaźniki inflacji

	2004					2005					
	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6
CPI (r/r)	104,6	104,4	104,5	104,5	104,4	103,7	103,6	103,4	103,0	102,5	101,4
w tym:											
żywność (r/r)	110,0	108,7	108,1	108,1	108,3	107,1	106,3	105,6	103,8	104,5	100,4
paliwa (r/r)	114,8	115,9	119,2	119,1	117,0	109,9	110,2	109,1	111,9	106,8	108,4
HICP (r/r)	104,9	104,7	104,6	104,5	104,4	103,8	103,7	103,4	103,1	102,2	101,4
PPI (r/r)	108,5	107,9	107,7	106,7	105,2	104,5	103,2	102,2	100,9	99,5	100,1
Inflacja bazowa netto (r/r)	102,3	102,4	102,4	102,4	102,4	102,3	102,3	102,4	102,3	101,5	101,4
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen kontrolowanych (r/r)	105,0	104,6	104,6	104,6	104,6	103,9	103,6	103,4	102,8	102,3	100,7

źródło: NBP, GUS, Eurostat



Stopy procentowe

• Rada Polityki Pieniężnej podjęła na posiedzeniu w końcu lipca decyzję o obniżeniu stóp procentowych o 25 pb. Stopa referencyjna wynosi obecnie 4,75%, lombardowa 6,25%, redyskontowa 5,25% a depozytowa 3,25%. Decyzja była zgodna z oczekiwaniami rynku. Rada pozostała przy łagodnym nastawieniu w polityce pieniężnej, co oznacza, że na najbliższym posiedzeniu nie wyklucza ona ponownej obniżki stóp procentowych. Będzie to jednak w dużej mierze uzależnione od wyników polskiej gospodarki, a konkretnie od tego, czy zapoczątkowane w ostatnich miesiącach pozytywne tendencje makroekonomiczne zostaną utrwalone. Następne posiedzenie RPP odbędzie się w dniach 30-31 sierpnia br.

• Na decyzję o względnie niedużej obniżce stóp procentowych wpływ miały korzystne dane ekonomiczne za czerwiec br., mogące świadczyć o ożywieniu w polskiej gospodarce. Istotny był m.in. wzrost dynamiki produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Nie bez znaczenia był wysoki wzrost produkcji budowlano-montażowej oraz pozytywna ocena klimatu koniunktury dokonana przez przedsiębiorstwa badane przez GUS. W komentarzu do swojej decyzji Rada poświęciła wiele uwagi nieoczekiwanemu wzrostowi płac nominalnych, chociaż był on częściowo incydentalny. Z kolei za większą obniżką przemawiał wysoki spadek inflacji, powodujący wzrost realnych stóp procentowych. W czerwcu spadły wszystkie wskaźniki tempa wzrostu cen, w tym indeksy inflacji bazowej. Ponadto w najbliższych miesiącach należy oczekiwać, że stopa inflacji utrzyma się poniżej celu inflacyjnego NBP (1,5%).

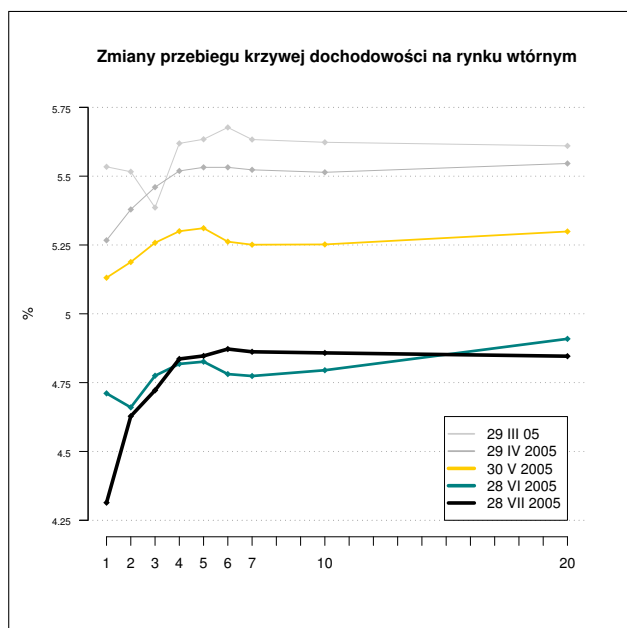
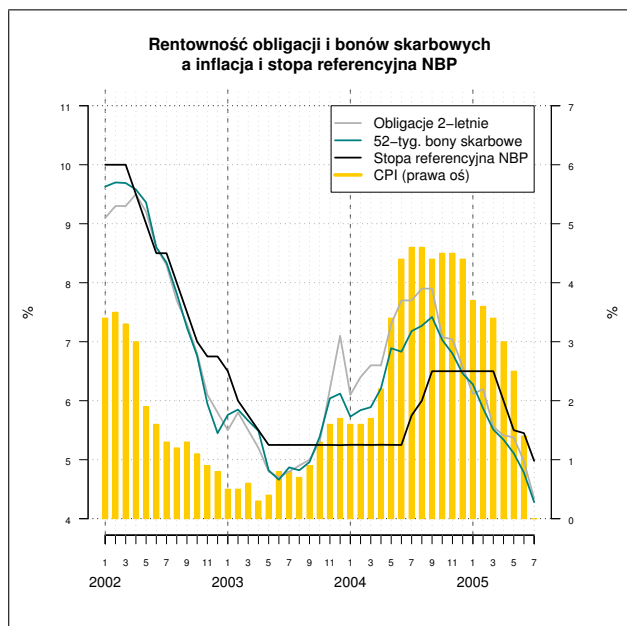
• W lipcu nastąpiła również obniżka stóp procentowych na Węgrzech. Podstawowa stopa tamtejszego banku centralnego jest obecnie równa 6,75%, zaś wskaźnik inflacji wyniósł w czerwcu 3,8% (r/r).

Wysokość stóp procentowych w Polsce i w wybranych krajach (dane na koniec miesiąca)

	2004						2005						
	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7
Polska	6,00	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,00	5,50	5,50	5,00	4,75
Strefa euro	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
USA	1,25	1,50	1,75	1,75	2,00	2,25	2,25	2,50	2,75	2,75	3,00	3,25	3,25
Czechy	2,25	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,25	2,25	2,25	1,75	1,75	1,75	1,75
Węgry	11,50	11,00	11,00	10,50	10,00	9,50	9,00	8,25	7,75	7,50	7,25	7,00	6,75
Słowacja	4,50	4,50	4,50	4,50	4,00	4,00	4,00	4,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Wielka Brytania	4,50	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75
Szwecja	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	1,50	1,50
Szwajcaria ^{a)}	0,53	0,62	0,70	0,73	0,74	0,72	0,75	0,76	0,78	0,76	0,75	0,75	0,75
Japonia	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10

a) 3M LIBOR CHF

źródło: NBP, ECB, Fed, CNB, MNB, NBS, BoE, SR, SNB, BoJ



Rynek papierów skarbowych

• Lipiec upłynął na rynku SPW pod znakiem zmieniających się oczekiwań na decyzję RPP w sprawie stóp procentowych. Na początku miesiąca spodziewano się, że ich obniżka wyniesie 50 pb. w lipcu oraz 25 - 50 pb. w kolejnych miesiącach. Później, w miarę pojawiania się dobrych danych makroekonomicznych, oczekiwania zmieniały się w kierunku niższych obniżek. Czynnikiem przemawiającym za wolniejszym spadkiem rentowności był też wzrost oprocentowania papierów niemieckich i amerykańskich. Wszystko to powodowało, że obligacje nie cieszyły się dużym powodzeniem.

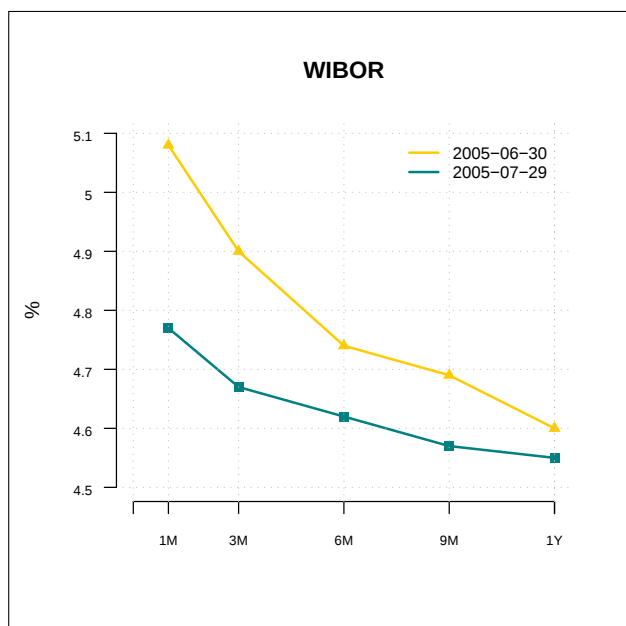
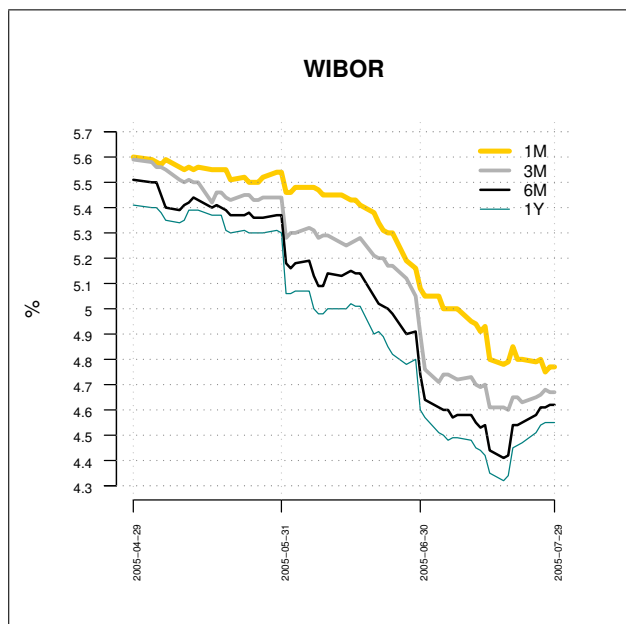
• W lipcu 2005 r. Ministerstwo Finansów przeprowadziło przetargi obligacji 2-letnich zerokuponowych oraz 5-letnich i 10-letnich stałych. Łączna wartość tych ofert wyniosła 4,2 mld zł i była o 3 mld niższa od oferty z czerwca. Znacząco obniżył się też popyt inwestorów - średni wskaźnik nadwyżki popytu nad podażą na przetargu wyniósł w lipcu 1,91, podczas gdy w poprzednim miesiącu równy był 3,31. Średnia rentowność dwulatek znalazła się na poziomie 4,34%, czyli była niższa o 63 pb. od zanotowanej w poprzednim miesiącu. Spadła także przeciętna rentowność obligacji pięcioletnich, do 4,82% z 5,06% w czerwcu.

• Oprócz tego w lipcu odbyły się po trzy przetargi 13- oraz 52-tygodniowych bonów skarbowych. Łączna podaż bonów rocznych wyniosła w lipcu 1,4 mld zł i była niższa niż 2,2 mld zł w poprzednim miesiącu. Głównie przez to średni stosunek popytu do podaży na aukcji znalazł się na poziomie 5,0 wobec 2,7 w czerwcu. Średnia rentowność rocznych bonów MF (ważona sprzedażą) spadła w lipcu do 4,28%, czyli o 50 pb. w porównaniu z poprzednim miesiącem. W lipcu MF sprzedało także bony 13-tygodniowe na kwotę 300 mln zł, przy średniej rentowności 4,43%. Niska lipcowa podaż bonów wynikała ze strategii zarządzania długiem publicznym MF, mającej na celu wydłużenie średniej zapadalności długu.

Rynek pierwotny papierów skarbowych

	2002	2003	2004	2004	2005						
	1-12	1-12	1-12	12	1	2	3	4	5	6	7
Rentowność (w %)											
Bony 52 tygodniowe	8,18	5,40	6,62	6,46	6,28	5,87	5,51	5,34	5,11	4,78	4,28
Obligacje 2 letnie	8,08	5,32	7,07	6,57	6,12	6,20	5,56	5,41	5,38	4,97	4,34
Obligacje 5 letnie	8,17	6,69	7,19	x	6,36	5,62	5,69	5,48	5,43	5,06	4,82
Obligacje 10 letnie	7,59	5,52	6,96	x	5,99	x	x	5,52	x	x	4,73
Wielkość sprzedaży (w mld zł)											
Bony 52 tygodniowe	40,9	47,2	45,5	1,1	3,1	3,4	3,2	3,6	1,5	2,2	1,4
Obligacje 2 letnie	25,6	32,8	28,7	1,6	2,0	2,8	3,0	4,2	3,1	3,0	2,0
Obligacje 5 letnie	8,2	1,5	18,6	x	3,0	3,2	2,9	2,8	3,4	2,8	2,2
Obligacje 10 letnie	7,6	5,7	6,9	x	2,1	x	x	2,1	x	x	2,3
Obligacje 3 i 7 letnie	x	x	6,3	x	x	x	x	x	x	1,4	x

źródło: MF



WIBOR

• Oprocentowanie kredytów na warszawskim rynku międzybankowym (stawki Wibor) cechowało się w lipcu dużą zmiennością. Na przestrzeni miesiąca dało się zauważyć zahamowanie ogólnej tendencji spadkowej wszystkich stawek. Od połowy miesiąca oprocentowanie na długim końcu krzywej zaczęło nawet rosnąć, co prowadziło do wypłaszczenia krzywej dochodowości a tym samym do zmniejszenia ujemnego spreadu pomiędzy stawkami długimi i krótszymi.

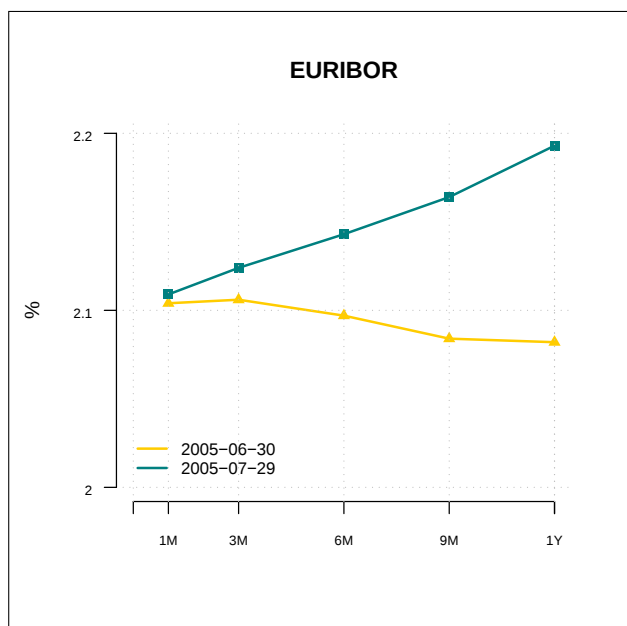
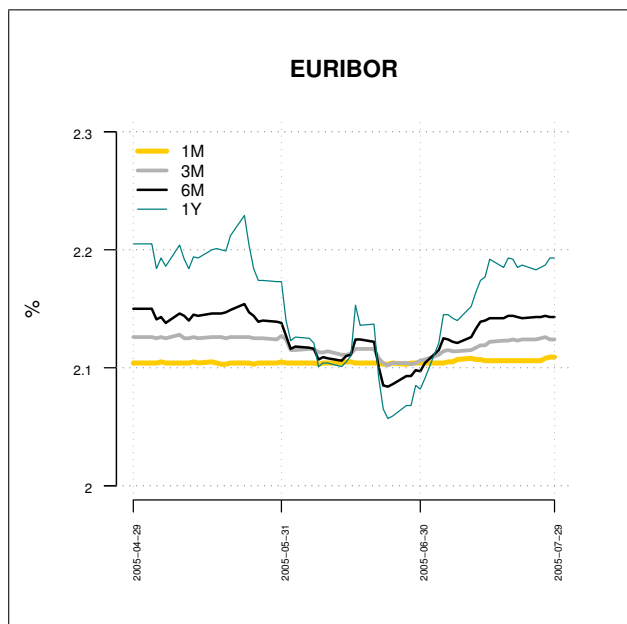
• Oprocentowanie kredytów udzielanych na rok czasu wyniosło na koniec lipca 4,55% (w skali 360 dni) i zmniejszyło się na przestrzeni miesiąca o 5 pb., na co złożył się spadek o 28 pb. do połowy lipca i następujący po nim wzrost o 23 pb. Stawka miesięczna spadała bardziej jednostajnie, rozpoczynając miesiąc na poziomie 5,08% a kończąc na 4,77% (różnica 31 pb.) W efekcie, rozpiętość pomiędzy oprocentowaniem kredytów rocznych i miesięcznych obniżyła się z minus 48 pb. do minus 22 pb. Świadczy to o tym, że z końcem lipca na rynku przeważały opinie, że stopy procentowe za rok będą jednak niższe niż obecnie.

• Duża zmienność wszystkich stawek, jaką można było zaobserwować w analizowanym miesiącu wynikała w przeważającej mierze z częstych zmian oczekiwań co do lipcowej decyzji Rady Polityki Pieniężnej. Po ponownej zmianie nastawienia w polityce RPP na łagodną, jaka nastąpiła w końcu czerwca, rynek wszedł w kolejny miesiąc dyskontując wysoką obniżkę również na następnym posiedzeniu. Oczekiwania te zostały wzmocnione dzięki danym o dużym spadku inflacji w czerwcu, po publikacji których stawki obniżyły się o około 10 pb. Dane o względnie wysokim wzroście produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej spowodowały z kolei podobny co do wielkości wzrost oprocentowania. W końcu lipca rynek oczekiwał spadku stóp procentowych już tylko o 25 pb., co okazało się właściwym przewidywaniem.

Średnie stopy WIBOR i WIBID

	2003	2004	2004					2005						
	1-12	1-12	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7
WIBOR 1M	5,75	6,03	6,32	6,80	6,68	6,69	6,71	6,63	6,56	6,36	5,93	5,54	5,38	4,88
WIBOR 3M	5,69	6,22	6,58	7,12	6,89	6,81	6,72	6,63	6,54	6,14	5,78	5,48	5,22	4,68
WIBOR 6M	5,57	6,41	6,89	7,32	7,00	6,90	6,72	6,61	6,45	5,93	5,64	5,40	5,07	5,56
WIBOR 9M	5,52	6,55	7,12	7,42	7,07	6,96	6,71	6,56	6,30	5,78	5,55	5,37	4,99	4,51
WIBOR 1Y	5,47	6,68	7,33	7,51	7,14	7,01	6,70	6,53	6,22	5,69	5,49	5,34	4,94	4,47
WIBID 1M	5,58	5,84	6,12	6,60	6,50	6,50	6,52	6,43	6,37	6,18	5,73	5,35	5,18	4,68
WIBID 3M	5,52	6,03	6,39	6,92	6,69	6,61	6,53	6,44	6,34	5,96	5,58	5,28	5,02	4,48
WIBID 6M	5,40	6,21	6,69	7,12	6,80	6,70	6,52	6,41	6,25	5,75	5,44	5,20	4,87	4,36
WIBID 9M	5,32	6,36	6,93	7,22	6,87	6,76	6,51	6,37	6,10	5,60	5,35	5,17	4,79	4,31
WIBID 1Y	5,26	6,48	7,14	7,31	6,94	6,81	6,51	6,33	6,03	5,49	5,29	5,14	4,74	4,27

źródło: Reuters



EURIBOR

• Stopy procentowe europejskiego rynku pieniężnego charakteryzowały się w lipcu umiarkowanym wzrostem. Nieco szybciej wzrastały stawki dłuższe - oprocentowanie kredytów rocznych zwiększyło się na przestrzeni miesiąca o 11 pb., osiągając 2,19%, podczas gdy stawka miesięczna wzrosła bardzo nieznacznie, o 1 pb., do 2,11%.

• W strefie euro nie ma obecnie zagrożenia inflacyjnego, co wynika w dużej mierze z tego, że również tamtejszy wzrost gospodarczy jest umiarkowany. Roczny wskaźnik inflacji (HICP) wyniósł w czerwcu 2,1%, zwiększając się o 0,2 pkt. proc. w porównaniu z majem. Do jego wzrostu przyczyniły się w największym stopniu ceny paliw. Wzrost gospodarczy w I kw. 2005r. wyniósł według najnowszych szacunków 1,4% (r/r) i obniżył się z 1,5% w kwartale poprzednim. Słaby wzrost jest w dużej mierze wynikiem niskiej dynamiki produkcji przemysłowej, która w czerwcu wyniosła 0,1% (r/r). Czerwcowy spadek zamówień w przemyśle o 3,0% (r/r) tym bardziej źle wróży na przyszłość.

• Pomimo słabego wzrostu i niskiej inflacji, na ostatnim posiedzeniu (7 lipca) EBC nie obniżył stóp procentowych. Obserwowany na przestrzeni miesiąca wzrost stawek Euribor wskazuje, że rynki oczekują obecnie, inaczej niż w poprzednim miesiącu, raczej wzrostu krótkoterminowych stóp EBC w perspektywie do jednego roku. Tę zmianę oczekiwań można wiązać z kilkoma czynnikami. Po pierwsze, w lipcu nastąpiło dalsze osłabienie euro wobec dolara, o 1,1%, poprzedzone osłabieniem o 4,1% w czerwcu. Po drugie, nastąpił kolejny wzrost cen ropy naftowej, tym bardziej dotkliwy, że dotyczący cen w dolarach. Jeszcze inną sprawą jest fakt, że stopy procentowe w strefie euro są obecnie bardzo niskie i że za słaby wzrost gospodarczy odpowiedzialne są raczej problemy strukturalne w europejskiej gospodarce. Na najbliższym posiedzeniu ECB nie należy zatem spodziewać się spadku stóp procentowych.

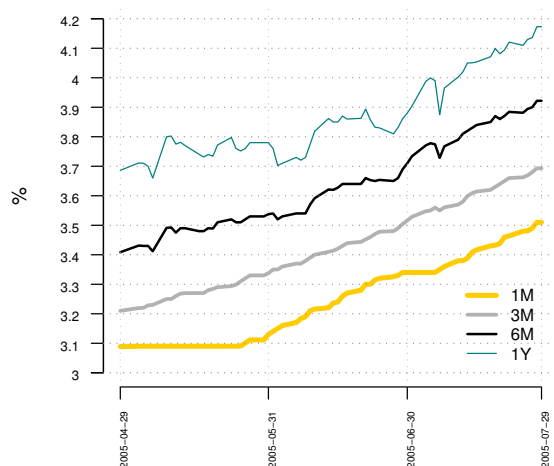
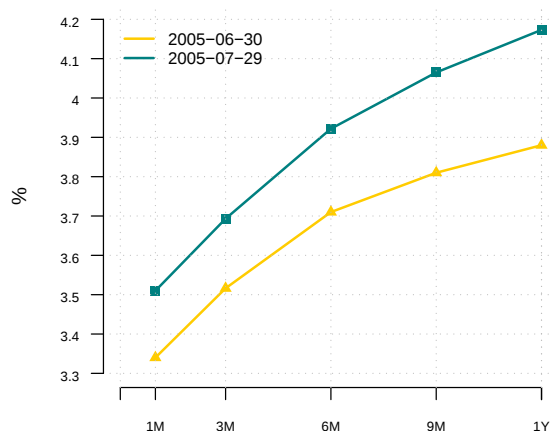
Średnie stopy EURIBOR

	2003	2004	2004					2005						
	1-12	1-12	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7
EURIBOR 1M	2,35	2,08	2,08	2,08	2,09	2,11	2,17	2,11	2,10	2,10	2,10	2,10	2,10	2,11
EURIBOR 3M	2,33	2,11	2,11	2,12	2,15	2,17	2,17	2,15	2,14	2,14	2,14	2,13	2,11	2,12
EURIBOR 6M	2,30	2,15	2,17	2,20	2,19	2,22	2,21	2,19	2,18	2,19	2,17	2,14	2,11	2,13
EURIBOR 9M	2,31	2,20	2,22	2,28	2,25	2,27	2,25	2,25	2,24	2,26	2,21	2,16	2,10	2,15
EURIBOR 1Y	2,33	2,27	2,30	2,38	2,32	2,33	2,30	2,31	2,31	2,33	2,26	2,19	2,10	2,17
Stopa % ECB ^a	2,26	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Wskaźnik Ifo ^b	91,7	95,7	95,3	95,2	95,3	94,1	96,2	96,4	95,4	93,9	93,3	92,9	93,3	95,0

a) Podstawowa stopa refinansowa Europejskiego Banku Centralnego (ECB), średnia ważona czasem obowiązywania.

b) Indeks obrazujący nastroje wśród zachodnioniemieckich przedsiębiorców. Dla lat 2002 i 2003 podana jest średnia z 12 miesięcy.

źródło: Reuters, ECB, Ifo

LIBOR USD

LIBOR USD


LIBOR USD

• W lipcu 2005r. kwotowania Libor-USD na londyńskim rynku międzybankowym kontynuowały tendencję wzrostową. Stawka miesięczna osiągnęła na koniec lipca 3,51%, wobec 3,34% na koniec czerwca (wzrost o 17 pb.). Stawka roczna wyniosła w ostatnim dniu lipca 4,17%, po wzroście o 29 pb. w porównaniu z końcem poprzedniego miesiąca. Oprocentowanie Libor-USD zachowywało się w omawianym miesiącu stabilnie, z wyjątkiem dnia 7 lipca, w którym dłuższe stawki obniżyły się przejściowo w reakcji na wiadomości o zamachach w Londynie.

• Stawki Libor-USD zależą od poziomu stóp procentowych w USA oraz ich oczekiwanego kształtowania się. Obecnie główna stopa w USA wynosi 3,25% i najprawdopodobniej zostanie jeszcze kilkakrotnie podniesiona, w tym na najbliższym posiedzeniu Fed, które odbędzie się 9 sierpnia. Ocenia się, że może ona osiągnąć pułap 3,75-4,00%, co oznaczałoby, że cykl podwyżek zakończy się 20 września lub 1 listopada.

• Za podwyżkami stóp procentowych w USA zdaje się przemawiać kilka czynników. Stany Zjednoczone są obecnie w fazie stabilnego wzrostu gospodarczego, popartego wysokim wzrostem produktywności. Wzrost PKB, który w I kw. 2005 r. wyniósł 3,8%, wynika przede wszystkim z wysokiej dynamiki popytu wewnętrznego, co przekłada się na wysoki deficyt handlowy oraz deficyt obrotów bieżących. Wyższe stopy procentowe powodują napływ kapitału zagranicznego, co rekompensuje niski poziom krajowych oszczędności.

• Wzrost gospodarczy w USA idzie w parze z niskim poziomem inflacji, która w czerwcu wyniosła 2,5% (r/r), obniżając się z 2,8% w lipcu. W krótkim okresie nie ma obecnie w USA presji inflacyjnej. Wskaźnik CPI z wyłączeniem żywności i energii wyniósł w lipcu 2,0% (r/r) wobec 2,2% w poprzednim miesiącu.

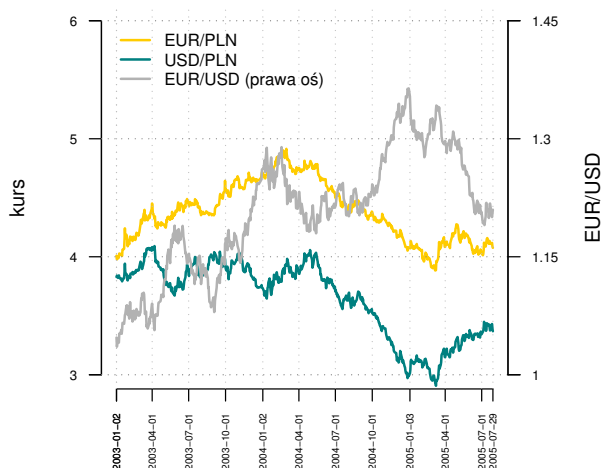
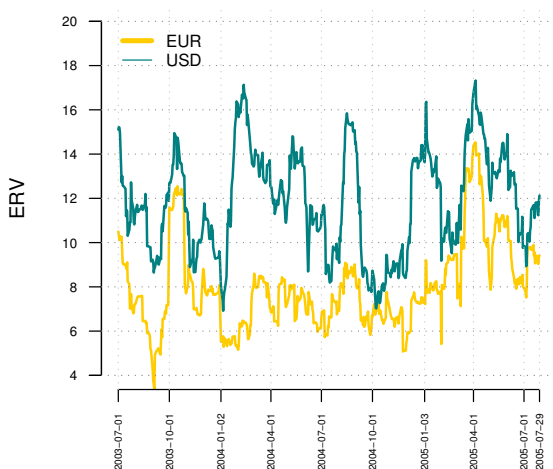
Średnie stopy LIBOR USD

	2003		2004		2004		2004		2005						
	1-12	1-12	8	9	10	11	12		1	2	3	4	5	6	7
LIBOR USD 1M	1,21	1,50	1,60	1,78	1,90	2,14	2,39		2,49	2,61	2,81	2,98	3,09	3,25	3,42
LIBOR USD 3M	1,22	1,63	1,73	1,90	2,08	2,31	2,50		2,66	2,82	3,02	3,15	3,27	3,43	3,61
LIBOR USD 6M	1,24	1,80	1,94	2,09	2,23	2,51	2,72		2,89	3,05	3,28	3,38	3,48	3,61	3,83
LIBOR USD 9M	1,29	1,96	2,11	2,23	2,35	2,68	2,88		3,06	3,23	3,50	3,58	3,64	3,73	3,96
LIBOR USD 1Y	1,37	2,12	2,29	2,37	2,47	2,82	3,02		3,21	3,38	3,68	3,72	3,75	3,81	4,05
Stopa % FED ^a	1,11	1,34	1,42	1,58	1,75	1,91	2,15		2,25	2,48	2,56	2,75	2,98	3,00	3,25
PMI ^b	53,3	60,5	59,6	59,1	57,5	57,6	57,3		56,4	55,3	55,2	53,3	51,4	53,8	-

a) Średnia stopa Fed ważona czasem obowiązywania.

źródło: Reuters, Fed

b) Indeks obrazujący aktywność przemysłu w USA publikowany przez Instytut Zarządzania Podażą (ISM). Dla lat 2002 i 2003 podana jest średnia z 12 miesięcy.

Kursy EUR/PLN i USD/PLN

Zmienność kursów EUR/PLN i USD/PLN


Kurs walutowy

• W lipcu br. ponownie było dość nerwowo po dość spokojnym na rynku walutowym czerwcu br. Działo się tak przede wszystkim za sprawą decyzji Ludowego Banku Chin z dnia 21 lipca o odejściu od sztywnego kursu juana wobec dolara i powiązaniu go z koszykiem walut. W skład koszyka będącego poziomem referencyjnym dla juana weszły: GBP, EUR, JPY, USD, HKD, AUD, CAD oraz CHF. Dodatkowo kurs juana wobec dolara został zrewalutowany o 2,1%. Pasma wahań wokół kursu referencyjnego zostało ustalone na +/- 0,3%. Decyzja chińskich władz, chociaż bardzo powściągliwa, została odebrana jako pierwszy krok w stronę całkowitego uwolnienia juana. Rynek walutowy zareagował na nią dość gwałtownie przede wszystkim umocnieniem azjatyckich walut, które przełożyło się na osłabienie dolara wobec innych walut. W rezultacie kurs EUR/USD wzrósł przejściowo o jednego centa. Podobny spadek zanotował kurs USD/CHF. Choć wydarzenie to mogło być odebrane jako pretekst do technicznej zmiany trendu do umacniania się dolara, to jednak po przejściowym jego osłabieniu, dolar ponownie zaczął się umacniać, w skutek lepszych długookresowych perspektyw dla ograniczenia amerykańskiego deficytu handlowego. Ponieważ skala rewaluacji była jednak bardzo niska (władze amerykańskie postulowały rewaluację w wysokości 10%), nie ma co jednak liczyć na istotne zmniejszenie tego deficytu.

• Na rynku krajowym w pierwszej połowie miesiąca złoty się deprecjonował, a w drugiej połowie umacniał, przez co kurs euro na koniec lipca był jedynie nieznacznie wyższy niż na koniec czerwca (wzrost o niecały 1%). W przypadku dolara, mimo przejściowego osłabienia, w skali całego miesiąca nastąpił blisko 2% wzrost jego kursu. Na skutek zbliżających się wyborów i wzrostu niepewności co do kształtu przyszłego rządu, w najbliższym czasie możemy mieć do czynienia z przejściowym osłabieniem kursu złotego.

Kursy dolara, euro i franka szwajcarskiego oraz ich zmienność

	2003		2004		2005						
	1-12	1-12	11	12	1	2	3	4	5	6	7
EUR/PLN (koniec okresu)	4,72	4,08	4,22	4,08	4,05	3,91	4,08	4,28	4,12	4,04	4,08
EUR/PLN (średnia)	4,40	4,53	4,26	4,14	4,08	3,98	4,02	4,16	4,18	4,06	4,10
USD/PLN (koniec okresu)	3,74	2,99	3,18	2,99	3,12	2,95	3,15	3,30	3,33	3,35	3,37
USD/PLN (średnia)	3,89	3,65	3,28	3,09	3,11	3,06	3,05	3,20	3,30	3,34	3,40
CHF/PLN (koniec okresu)	3,03	2,64	2,78	2,64	2,61	2,57	2,63	2,78	2,67	2,61	2,61
CHF/PLN (średnia)	2,89	2,94	2,80	2,69	2,64	2,54	2,59	2,69	2,71	2,64	2,63
EUR/USD (koniec okresu)	1,26	1,36	1,33	1,36	1,30	1,33	1,30	1,30	1,24	1,21	1,20
EUR/USD (średnia)	1,13	1,26	1,30	1,34	1,31	1,30	1,32	1,30	1,27	1,22	1,20
ERV EUR/PLN ^{a)}	9,36	7,00	5,11	7,30	7,78	9,47	13,81	8,68	10,73	7,96	9,41
ERV USD/PLN ^{a)}	10,63	11,64	8,40	13,88	12,69	9,90	16,25	12,58	14,06	9,87	12,13

a) Zmienność kursu dla danego miesiąca mierzona zgodnie z metodologią NBP wzorowaną na obliczeniach EBC.

Opis metodologii w *Raporcie na temat korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro*, str. 114. źródło: NBP, obliczenia własne