

## Kolejny dobry rok

▪ **Czy można powtórzyć tak dobry rok w gospodarce jakim był 2006?** Będzie to trudne biorąc pod uwagę mniej sprzyjające warunki zewnętrzne. Czy przy utrzymaniu stosunkowo szybkiego tempa wzrostu gospodarczego, wzrost inflacji nie zacznie zagrażać celowi banku centralnego w średnim terminie? A być może silny złoty będzie czynnikiem wystarczająco zwiększającym restrykcyjność polityki pieniężnej i nie musimy się obawiać podwyżek stóp procentowych? W pierwszym w tym roku temacie miesiąca staramy się odpowiedzieć na powyższe (i inne) pytania, przedstawiając nasz scenariusz rozwoju sytuacji ekonomicznej w 2007 roku.

▪ **Gospodarka w końcówce 2006 była w znakomitej formie.** Wskazały na to dane opublikowane w ciągu minionego miesiąca dane. Wskaźniki aktywności gospodarczej za listopad potwierdziły nasze szacunki, że wzrost PKB w IV kw. ub.r. ponownie przyspieszył i nieznacznie przekroczył 6%. Silna aktywność ekonomiczna przekłada się na coraz wyraźniejszą poprawę sytuacji na rynku pracy, ale coraz większym popyt na pracę nie przekłada się na razie na istotne przyspieszenie wzrostu płac. Pozwala to nadal optymistycznie patrzeć na perspektywy inflacji. W listopadzie inflacja CPI po raz kolejny okazała się niższa od oczekiwań, rosnąc do zaledwie 1,4% r/r z 1,2% r/r z października. W dużym stopniu było to możliwe za sprawą działania egzogenicznych czynników w postaci cen paliw i żywności. Warto jednak zwrócić uwagę, że wszystkie miary inflacji bazowej, które pokazują presję inflacyjną po oczyszczeniu z działania tego typu czynników, są nadal wyraźnie poniżej celu inflacyjnego na poziomie 2,5%.

▪ **Na pierwszym posiedzeniu w nowym roku Sejm powołał Sławomira Skrzypka na prezesa Narodowego Banku Polskiego.** Decyzja nie była niespodzianką, więc nie miała wpływu na rynek finansowy. Inwestorzy będą jednak z uwagą śledzić komentarze i decyzje Skrzypka w nowej roli. Jego pierwsze wypowiedzi były dość ostrożne i ogólnikowe i można się spodziewać, że tak pozostanie w najbliższym czasie, przynajmniej do momentu kiedy pan Skrzypek bardziej wdroży się w nowy zakres obowiązków i zapozna z nowym miejscem pracy. Warto też pamiętać, że zmiana prezesa NBP jest czynnikiem ryzyka dla decyzji Rady Polityki Pieniężnej w najbliższym czasie. Jeśli po pierwszych decyzjach i wypowiedziach Skrzypka powstanie wrażenie, że nowy szef banku centralnego będzie prezentować mocno „gołębią” postawę, Rada może zdecydować się na sygnałną podwyżkę stóp w celu podtrzymania antyinflacyjnej reputacji i wiarygodności RPP. Jak na razie jednak za wcześnie aby o tym przesądzić.

▪ **Złoty stracił na wartości w związku z osłabieniem na rynkach wschodzących, podobnie jak obligacje, na które negatywnie działał też wzrost rentowności na rynkach bazowych.** Krótki koniec krzywej był wspierany przez obniżone prognozy CPI Ministerstwa Finansów. Złoty powinien się ustabilizować podobnie jak obligacje, choć kluczowe będzie nastawienie inwestorów do rynków wschodzących, a krótki koniec krzywej będzie wciąż wspierany przez niską inflację.

### W tym miesiącu:

Temat miesiąca	
<b>Powtórka z rozrywki?</b>	2
Gospodarka Polski	6
Pod lupą: Bank centralny	9
Pod lupą: Rząd i polityka	11
Monitor rynku	13
Przegląd międzynarodowy	15
Kalendarz makroekonomiczny	16
Dane i prognozy ekonomiczne	13

**Maciej Reluga**  
Główny Ekonomista  
022 586 8363

**Piotr Bielski**  
022 586 8333

**Piotr Bujak**  
022 586 8341

**Cezary Chrapek**  
022 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

#### Na rynku finansowym 29 grudnia 2006 r.:

Stopa depozytowa NBP	2,50	WIBOR 3M	4,20	USDPLN	2,9105
Stopa referencyjna NBP	4,00	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	4,20	EURPLN	3,8312
Stopa lombardowa NBP	5,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	4,97	EURUSD	1,3163

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 11.01.2007 r.

## Temat miesiąca

### Powtórka z rozrywki?

Czy można powtórzyć tak dobry rok w gospodarce jakim był 2006? Będzie to trudne biorąc pod uwagę mniej sprzyjające warunki zewnętrzne. Czy przy utrzymaniu stosunkowo szybkiego tempa wzrostu gospodarczego, wzrost inflacji nie zacznie zagrażać celowi banku centralnego w średnim terminie? A być może silny złoty będzie czynnikiem wystarczająco zwiększającym restrykcyjność polityki pieniężnej i nie musimy się obawiać podwyżek stóp procentowych? W każdym razie, na bardziej restrykcyjną politykę fiskalną nie ma na razie co liczyć. W pierwszym w tym roku temacie miesiąca staramy się odpowiedzieć na powyższe (i inne) pytania, przedstawiając nasz scenariusz rozwoju sytuacji ekonomicznej w 2007 roku.

#### Rewelacyjny rok 2006

Sytuacja gospodarcza w ubiegłym roku zaskoczyła pozytywnie właściwie wszystkich analityków. Wzrost gospodarczy wyniósł 5,5-6,0% i był znacznie wyższy od większości prognoz, które mówiły o tempie niższym o ok. jeden punkt procentowy. Było tak również w naszym przypadku. Niedoszacowanie prognoz dotyczyło wszystkich składowych PKB, ale warto zwrócić uwagę, że ich proporcjonalny wkład w PKB (struktura wzrostu) był mniej więcej zgodny z oczekiwaniami. Co prawda, w podobnej analizie zawartej w MAKROskopie rok temu pisaliśmy, że ryzyko dla naszych (stosunkowo optymistycznych) prognoz inwestycji i eksportu jest zdecydowanie w górę, jednak trzeba przyznać, że nie spodziewaliśmy się przyspieszenia wzrostu PKB do powyżej 5% w 2006 r., a dane odnośnie aktywności ekonomicznej zaskakiwały już od początku roku.

Ciekawe jednak, że przy znacznie szybszym tempie wzrostu gospodarczego i znaczącej poprawie sytuacji na rynku pracy (rekordowy wzrost zatrudnienia i delikatne przyspieszenie płac), za co w dużej mierze odpowiadał popyt krajowy, inflacja pozostała na bardzo niskim poziomie, niższym od oczekiwań. Nasza prognoza na grudzień 2006 sprzed roku wynosiła 1,9% i była poniżej średniej oczekiwań rynkowych, a wszystko wskazuje na to, że w rzeczywistości inflacja będzie jeszcze niższa.

Rok 2006 pokazał nie tylko znaczącą poprawę sytuacji ekonomicznej w postaci znacznego przyspieszenia tempa wzrostu gospodarczego, ale jednocześnie był to wzrost zrównoważony, oparty na kilku czynnikach jednocześnie (konsumpcja, inwestycje i eksport). Bilans obrotów handlowych pogorszył się nieznacznie, a inflacja przez niemalże cały rok utrzymywała się nie tylko poniżej celu

banku centralnego (2,5%), ale i poniżej dolnej granicy dopuszczalnych wahań wokół celu (1,5%). Oczywiście pozwala to zadać pytanie o koszty prowadzenia takiej a nie innej polityki pieniężnej (jaki mógłby być wzrost PKB gdyby inflacja przez cały czas utrzymywała się w celu?). Problem jest o tyle istotny, że niska inflacja nie wynikała z efektów jednorazowych (czynników podażowych), a dowodem tego jest utrzymywanie się inflacji bazowej netto poniżej celu już od ładnych kilku lat. Taka sytuacja była jedną z przyczyn pozostawiania stóp procentowych banku centralnego na historycznie niskim poziomie 4%, po dwóch obniżkach, które nastąpiły na początku 2006 roku.

Oczywiście, bardzo korzystna sytuacja gospodarcza w minionym roku wynikała w znacznej mierze z dobrej koniunktury za granicą, gdzie również mieliśmy do czynienia (kolejny rok z rządu) z szybkim tempem wzrostu gospodarczego przy stosunkowo niskiej inflacji. Zastanawiając się więc nad perspektywami dla polskiej gospodarki na nadchodzące dwanaście miesięcy, warto zapytać czy podobna sytuacja jak w minionym roku może mieć miejsce na świecie również w roku 2007?

#### Na świecie spowolnienie, ale nie gwałtowne

Trzeba byłoby cofnąć się o parę dekad aby odnotować kilka kolejnych lat tak szybkiego wzrostu gospodarczego na świecie jak ostatnio. Co więcej, prognozy niektórych instytucji (np. MFW) wskazują na kontynuację tego trendu również w tym roku. Wydaje się jednak, że czynniki ryzyka, które widoczne są od kilku kwartałów, szczególnie na amerykańskim rynku nieruchomości, sprawiają, że nie należy być nadmiernie optymistycznym co do światowego wzrostu. Prognozujemy, że wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych obniży się zdecydowanie w 2007 roku (do 2,3% z 3,4%), gdyż pogorszenie sytuacji na rynku nieruchomości przełoży się na inne sektory gospodarki. Szczególnym ryzykiem będzie wpływ na wydatki konsumpcyjne. Wciąż jednak nie będzie to spowolnienie pozwalające martwić się o stan gospodarki USA w średnim terminie, gdyż w ciągu następnych 2 lat wróci ona na trzyprocentową ścieżkę wzrostu (między innymi w wyniku nadchodzących obniżek stóp procentowych oraz słabego dolara). W międzyczasie, wolniejsze tempo wzrostu pozwoli utrzymać w ryzach inflację, która w przyszłym roku wyniesie, według naszych prognoz średnio 1,5%.

Według naszych szacunków gospodarka europejska rozwijała się w ubiegłym roku w najszybszym tempie od dłuższego czasu (2,6%). Prognozujemy jednak, że w najbliższych latach tempo wzrostu PKB obniży się do 2%, co będzie wynikiem bardziej restrykcyjnej polityki makroekonomicznej, zarówno po stronie fiskalnej (głównie w Niemczech), jak i monetarnej (wyższe stopy

ograniczające popyt krajowy oraz silne euro wpływające na eksport). Jednocześnie jednak, negatywny wpływ tej sytuacji na polską gospodarkę (kondycję polskiego eksportu) nie powinien być przesadnie negatywny, gdyż perspektywa sytuacji gospodarczej w strefie euro na kolejne lata nie jest taka zła - wyniki finansowe firm są dość dobre, politykę pieniężną można uznać za akomodacyjną, eksport jest strukturalnie silny, a sytuacja na rynku pracy lepsza. Choć inflacja w strefie euro może utrzymać się poniżej 2% średnio w 2007 roku, to jej tymczasowy wzrost na początku roku (m.in. z powodu wzrostu VAT w Niemczech) przyniesie, naszym zdaniem, jeszcze jedną podwyżkę stóp procentowych przez EBC w pierwszym kwartale. Spowolnienie gospodarcze na świecie będzie istotnym argumentem za wstrzymaniem cyklu podwyżek, jednak trudno stwierdzić jednoznacznie, że 3,75% będzie poziomem docelowym i nie można wykluczyć kolejnego ruchu w górę na przełomie 2007 i 2008 roku.

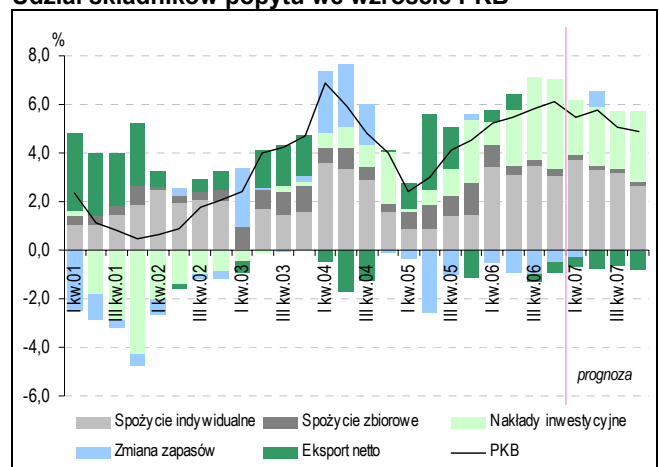
### Szybki wzrost w Polsce powinien się utrzymać

Oczekujemy pewnego spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego w tym roku, choć powinno się ono utrzymać, naszym zdaniem, powyżej 5%. Jego struktura pozostanie podobna do tej obserwowanej w roku 2006. Głównym motorem wzrostu pozostanie popyt krajowy, powodujący, że szybszy będzie wzrost importu w porównaniu ze wzrostem eksportu. Spowolnienie eksportu i bardziej negatywny niż w 2006 roku wpływ deficytu w obrotach z zagranicą na PKB wynika z wolniejszego wzrostu gospodarczego na świecie. Warto jednak zaznaczyć, że spodziewamy się wzrostu eksportu w tempie dwucyfrowym. Czynnikiem ryzyka dla tego scenariusza jest nadmierne umocnienie złotego, które przy niższym popycie z zagranicy spowodować mogłoby przeorientowanie eksportu na rynek krajowy, który wciąż charakteryzować się będzie wysoką dynamiką.

Spodziewamy się szybkiego wzrostu konsumpcji (choć wolniejszego od tempa wzrostu PKB), co wynikać będzie z kontynuacji poprawy na rynku pracy. Wzrost zatrudnienia będzie jednak naszym zdaniem wolniejszy niż w rekordowym roku 2006. Jednocześnie wzrost płac powinien ulegać dalszemu przyspieszeniu, tym bardziej, że będziemy mieli do czynienia ze wzrostem inflacji (o czym poniżej). W ujęciu realnym płace nie powinny rosnać znacznie szybciej niż w roku minionym, choć oczywiście zdajemy sobie sprawę, że scenariusz ryzyka dla tej prognozy jest raczej w górę niż w dół. Wydaje nam się jednak, że rok 2007 będzie kolejnym, w którym odnotujemy jednoczesny dynamiczny wzrost inwestycji (napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, większe wykorzystanie funduszy unijnych), znaczący

wzrost zatrudnienia oraz wzrost wydajności pracy. Według naszych prognoz wzrost wydajności pracy wyniesie w tym roku średnio 3,2% (3,7% w 2006 i 1,7% w 2005) i nie będzie rekompensował w całości przewidywanego wzrostu płac. Oznacza to kolejny rok zwiększonej presji na przedsiębiorstwa ze strony jednostkowych kosztów pracy (ich wzrost może być nawet zbliżony do 3%). Rzecz jasna, wciąż aktualne jest pytanie kiedy, na ile i w jakich sektorach gospodarki przedsiębiorstwa będą mogły sobie pozwolić na przełożenie tych kosztów na ceny towarów detalicznych, ze względu na silną konkurencję. Wydaje się jednak, że wzrost kosztów pracy będzie wywoływał zwiększoną presję na wzrost cen w tym roku. Podstawowym pytaniem jest jaka będzie skala tego wzrostu.

### Udział składników popytu we wzroście PKB



Źródło: GUS, szacunki własne

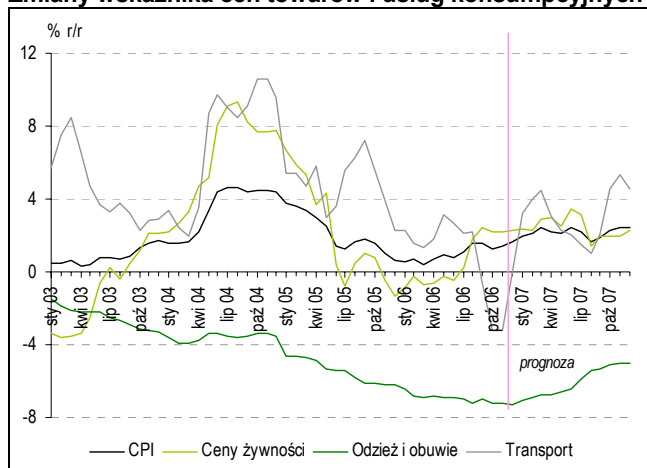
### Inflacja w końcu w celu?

Czynniki krajowe związane z szybkim wzrostem popytu krajowego oraz kontynuacją poprawy na rynku pracy, powodującej wzrost jednostkowych kosztów pracy, będą działały w tym roku w kierunku zwiększania presji na wzrost cen. Z drugiej strony, czynniki zagraniczne (globalna luka popytowa) będą działały w przeciwnym kierunku ze względu na spowolnienie gospodarcze (i spadek inflacji). A warto przypomnieć, że nawet według badań Narodowego Banku Polskiego, inflacja w naszym kraju coraz bardziej zależy od czynników globalnych, a nie tylko krajowych. Oczywiście, jak zwykle czynnikiem ryzyka jest globalna sytuacja polityczna, wpływająca na ceny surowców, w szczególności na ceny ropy, które według naszych założeń będą dość stabilne w tym roku. Ewentualny ich wzrost powinien być neutralizowany przez słabszego dolara. Przy słabszym dolarze wobec euro, umocnienie złotego do waluty amerykańskiej powinno być wyraźniejsze niż w stosunku do euro. Średni kurs EURPLN w 2007 roku przewidujemy na poziomie niższym niż w 2006 (szczegóły poniżej), co również będzie ograniczało presję inflacyjną.

Dodatkowo, czynnikiem ograniczającym tę presję jest trwający od kilku lat (a w dużej skali od kilku kwartałów) wzrost inwestycji, który w dłuższym okresie prowadzić będzie do wzrostu potencjalnego PKB. Wydaje się również, że o ile emigracja siły roboczej zwiększa będzie presję na wzrost wynagrodzeń w niektórych sektorach gospodarki, to średni wzrost płac (a tym bardziej mediana) nie powinien być gwałtowny również dlatego, że mamy do czynienia ze stopniowym zwiększaniem elastyczności rynku pracy w Polsce.

W sumie jednak, uważamy, że przy dość wyraźnym wzroście jednostkowych kosztów pracy (o ok. 3% średnio w roku i powyżej 3% w drugiej połowie roku) efekt netto wszystkich czynników oddziałujących na inflację będzie negatywny. Dlatego też spodziewamy się wzrostu inflacji w tym roku. Nie uważamy jednak, aby oznaczało to szczególnie problem dla banku centralnego. Wynika to w pewnym sensie z tego, że inflacja była przez pewien czas zbyt niska (poniżej celu przez wiele miesięcy, a pomijając efekt wejścia do UE to właściwie lat, czasami nawet znacząco). Powoduje to, że ryzyko wzrostu inflacji pojawiło się w momencie, gdy punkt startowy inflacji jest na niskim poziomie. Tak więc w tym roku w końcu bank centralny będzie mógł się pochwalić realizacją swojego celu. Spodziewamy się również wzrostu inflacji netto, choć przez znaczną część roku pozostanie ona, podobnie jak inflacja CPI, poniżej 2,5% (a nawet 2%), zbliżając się do tego poziomu w czwartym kwartale.

#### Zmiany wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych



Źródło: GUS, szacunki własne

#### Ryzyko wzrostu stóp

Przy takim scenariuszu inflacyjnym, a warto zaznaczyć, że w 2008 spodziewamy się stabilizacji inflacji przy nieco niższym wzroście gospodarczym, nie wydaje nam się, aby konieczna była podwyżka stóp procentowych NBP. Dlatego też utrzymujemy nasz pogląd, że stopy procentowe pozostaną stabilne w roku bieżącym, a delikatne podwyżki będą bardziej prawdopodobne na

początku 2008 roku. Wówczas to zresztą Rada Polityki Pieniężnej będzie miała okazję zsynchronizować cykl zmian stóp ze zmianami zachodzącymi na świecie (powrót Fed do cyklu podwyżek i wzrost stóp EBC do 4%). Wydaje się, że taki scenariusz jest coraz bardziej rozważany przez analityków, bo prognozowany moment pierwszej podwyżki stóp jest odwlekany w czasie w 2007 roku (nie wspominając już o prognozach podwyżek w 2006 r.).

Istotnym czynnikiem ryzyka dla naszej prognozy stóp oficjalnych w tym roku jest nominacja nowego prezesa NBP. Jak już pisaliśmy w poprzednim miesiącu paradoksalnie, im bardziej „gołębie” byłyby wypowiedzi nowego prezesa, tym bardziej prawdopodobna byłaby decyzja Rady Polityki Pieniężnej o delikatnej podwyżce stóp procentowych, celem podtrzymania antyinflacyjnej wiarygodności. Pierwsze wypowiedzi nowo wybranego szefa banku centralnego Sławomira Skrzypka były jak dotąd ostrożne i raczej ogólnikowe, co może ograniczać konieczność takiego posunięcia ze strony RPP.

Nawet jednak w przypadku takiej podwyżki, interpretowalibyśmy ją jako ruch sygnałny, nie stanowiący wcale początku cyklu podwyżek stóp. Zapewne jednak rynki finansowe, mające tendencję do przereagowania, odebrałyby to inaczej, wyceniając kilka kolejnych ruchów o 25 pkt bazowych. Wydaje się nam, że członkowie Rady będą wręcz podtrzymywać oczekiwania rynku na podwyżki stóp procentowych. Nawet jeśli nasz podstawowy scenariusz utrzymania stóp oficjalnych bez zmian miałyby się sprawdzić, to spodziewalibyśmy się, że członkowie Rady w ich publicznych wypowiedziach będą wskazywali na ryzyko wzrostu inflacji. Powód jest dość prosty – przy dobrej komunikacji z otoczeniem, utrzymywanie ryzyka wzrostu stóp może być dobrym instrumentem ograniczania oczekiwań inflacyjnych (może nawet lepszym niż same podwyżki), a stroma pozytywnie nachylona krzywa rentowności wykonuje za Radę część pracy. Dlatego też ryzyko podwyżek będzie „wisało nad rynkiem” przez cały rok, a wycena skali podwyżek będzie wahała się w przedziale 25-75 pkt bazowych.

#### Na świecie dolar wciąż słaby

Spodziewamy się, że ten rok będzie drugim z rzędu niezbyt korzystnym dla notowań dolara amerykańskiego. Sygnały świadczące o spowolnieniu gospodarczym z jednej strony i kontynuacja podwyżek stóp procentowych w strefie euro z drugiej będą, naszym zdaniem, wystarczającymi argumentami, aby spowodować wybicie się kursu EURUSD do poziomu 1,35. Choć pojawiają się głosy o możliwości dojścia nawet do 1,40, naszym zdaniem dalsze umocnienie euro nie jest bardzo



prawdopodobne. Spodziewamy się zmniejszenia presji na dolara w ciągu roku i prognozujemy kurs średni na poziomie 1,32, z możliwością spadku poniżej 1,30 w drugiej połowie 2007.

Zmiany rentowności na rynkach zagranicznych będą stały pod znakiem oceny sytuacji gospodarczej w Stanach Zjednoczonych i w strefie euro, od których to będzie zależała polityka banków centralnych. Ponieważ oczekujemy obniżek stóp przez Fed o 75 pkt bazowych, z których pierwsza powinna nastąpić w drugim kwartale, w połowie roku możemy mieć do czynienia z niskimi rentownościami (poniżej 4,5% dla obligacji 10-letniej). W drugiej połowie roku gospodarka amerykańska będzie wychodziła już powoli z okresu spowolnienia, więc uwzględnianie przez rynek ponownych podwyżek stóp procentowych spowoduje, naszym zdaniem, wzrost rentowności, a krzywa rentowności w USA będzie stroma. W strefie euro spodziewamy się jeszcze jednej podwyżki stóp oficjalnych (do 3,75%) w pierwszym kwartale i płaskiej krzywej rentowności w tym okresie oraz jej ponownego wystromienia pod koniec roku. Będzie to efektem wzrostu rentowności w USA oraz możliwego powrotu do podwyżek stóp na początku 2008 roku również w strefie euro. Na koniec 2007 roku spodziewamy się rentowności 10-letnich Bundów na poziomie ok. 4%.

### **Rynki w Polsce – wzrost rentowności, mocny złoty**

Okazało się, że niemalże idealną prognozą kursu złotego do euro na koniec 2006 roku był po prostu fixing z ostatniego dnia poprzedniego roku (różnica niecałych trzech groszy). Czy podobnie będzie w tym roku? Naszym zdaniem zobaczymy wyraźniejsze umocnienie złotego i na koniec roku prognozujemy poziom 3,75. Jeśli chodzi o dolara, to o ile w ciągu roku kurs USDPLN będzie zapewne notowany jeszcze niżej niż pod koniec 2006 roku (ze względu na dalsze osłabienie dolara na rynkach światowych), na koniec roku nie powinien on znacznie odbiegać od obserwowanego ostatnio poziomu 2,90. Umocnienie złotego w przyszłym roku wynikać będzie, naszym zdaniem, z utrzymania się polskiej gospodarki w dobrej kondycji, napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych, środków unijnych, kapitału portfelowego i walut od Polaków pracujących za granicą. Z drugiej strony, nie spodziewamy się gwałtownej aprecjacji, gdyż sytuacja na rynkach globalnych niekoniecznie będzie zachęcała do zwiększonego apetytu na ryzyko w krajach zaliczanych do rozwijających się.

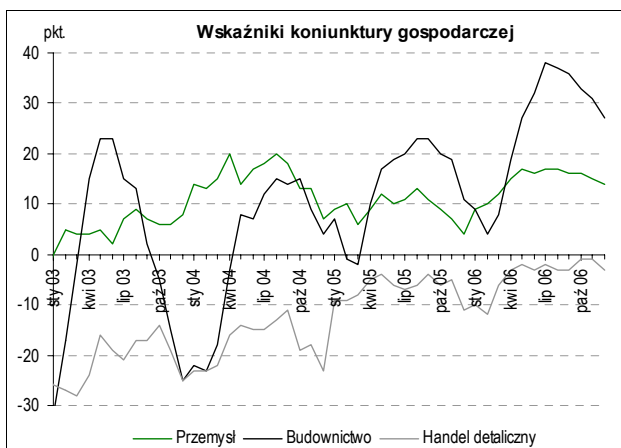
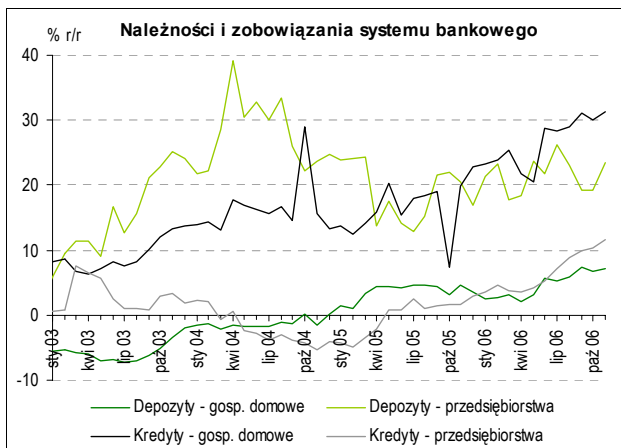
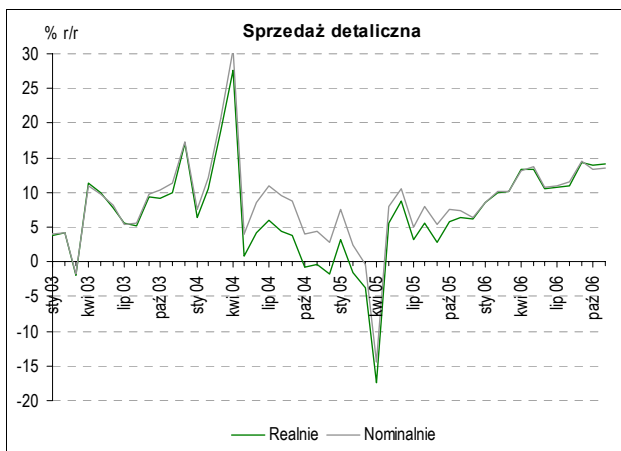
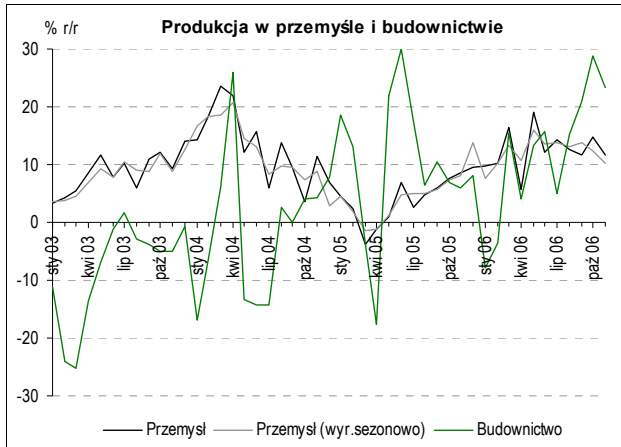
Na rok 2006 prognozowaliśmy, że kurs złotego będzie kształtował się średnio na poziomie 3,97 wobec euro i 3,23 wobec dolara. Realizacja okazała się nieco niższa,

przy czym różnica pomiędzy prognozą była większa w przypadku kursu dolara (siedem groszy dla euro, trzynaście groszy dla dolara), co wynikało z bardziej znaczącego od oczekiwań osłabienia waluty amerykańskiej wobec euro.

Choć różnica pomiędzy naszą prognozą, a realizacją w przypadku kursu EURPLN nie była duża, jeszcze lepszą trafnością wykazaliśmy się w przypadku prognoz dla krzywej rentowności. Oczekiwaliśmy w roku 2006 średnich rentowności dla obligacji pięcioletniej i dwuletniej odpowiednio 5,06 i 4,55, a wyniosły one 5,03 i 4,57. Nieco większa różnica wystąpiła dla obligacji 10-letniej (prognoza 5,14, a było 5,22). Sprawdziły się nasze oczekiwania wskazujące na pozytywne nastroje na rynku obligacji na początku roku oraz ich pogorszenie w drugim i trzecim kwartale, jednak ponowne umocnienie pod koniec roku nie było przez nas prognozowane. Przyczyniło się do niego umocnienie na rynkach zagranicznych (10-letnie Treasuries chwilowo nawet poniżej 4,50%) oraz polepszenie krótkoterminowych perspektyw inflacyjnych. Od tych dwóch czynników zależało będzie zachowanie inwestorów na rynku obligacji również w tym roku. Na początku tego roku inflacja wzrosła do powyżej 2%, co wzmocniło oczekiwania rynku na podwyżki stóp i może dojść wówczas do korekty, tym bardziej, że ostatnie dane ekonomiczne opublikowane w 2006 roku w Stanach Zjednoczonych wywołały tam wzrost rentowności. Jednocześnie oczekujemy jednak obniżek stóp w USA od drugiego kwartału, co wzmocni tamtejszy rynek, a przełoży się to na polskie obligacje tym bardziej, jeśli Rada Polityki Pieniężnej wytrzyma presję i pozostawi stopy procentowe bez zmian, gdy inflacja osiągnie swoje lokalne maksimum (ok. 2,5% w marcu). Dodatkowo, inflacja obniży się znacząco (do ok. 1,5%) w trzecim kwartale ze względu na efekt bazy statystycznej (efekt suszy w 2006 r.). Pod koniec roku z kolei zbliżająca się kolejna podwyżka stóp w strefie euro oraz uwzględnianie przez rynek możliwości zmiany kierunku polityki przez Fed mogą przynieść ponowny wzrost rentowności. Podsumowując, z rozważań powyższych wynika, że rok 2007 może być dla polskich obligacji przeciwieństwem roku poprzedniego – w pierwszym i ostatnim kwartale roku wyższe rentowności, a w drugim niższe, odwrotnie niż w 2006.

***Tabele z prognozami zmiennych makroekonomicznych znajdziecie Państwo jak zwykle na ostatnich stronach raportu.***

## Gospodarka Polski

**Produkcja nadal w silnym trendzie wzrostowym**

- Produkcja sprzedana przemysłu zwiększyła się w listopadzie mniej niż oczekiwano (wzrost wyniósł 11,7% r/r wobec oczekiwań na poziomie 14-15%), ale wynik i tak był solidny.
- Wzrost w samym przetwórstwie przemysłowym spowolnił z 17% r/r w październiku do 13,9%, a w górnictwie i kopalnictwie produkcja spadła o 3,8% r/r wobec spadku o 1,1% w poprzednim miesiącu.
- W budownictwie wzrost produkcji spowolnił z 28,7% r/r do 23,4%, ale nadal oznacza to szybkie tempo ekspansji, sugerujące, że aktywność inwestycyjna pozostaje wysoka.
- Pomimo że dane były nieco słabsze niż oczekiwano, są one nadal spójne z naszymi prognozami zakładającymi, że wzrost PKB w IV kwartale ub.r. nieznacznie przekroczył 6%. Na realizację takiego scenariusza wskazują również inne dane.

**...podobnie jak sprzedaż detaliczna**

- Sprzedaż detaliczna w listopadzie spadła nominalnie o 4,3% m/m i wzrosła o 13,6% r/r wobec wzrostu 13,3% w październiku.
- W ujęciu realnym wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył do 14,1% r/r z 13,9% r/r w październiku. Wzrost realny jest nadal wyższy od nominalnego, a więc deflator sprzedaży detalicznej jest wciąż ujemny. Wskazuje to, że praktycznie nie istnieje presja na wzrost cen na rynku detalicznym.
- Jednocześnie, ekspansja popytu konsumpcyjnego jest nadal silna i obejmuje różne kategorie dóbr. Solidny, dwucyfrowy wzrost był bowiem zarejestrowany w większości komponentów sprzedaży detalicznej.
- W sumie, dane potwierdziły, że ostatni kwartał minionego roku był udanym okresem dla polskiej gospodarki i wzrost PKB prawdopodobnie ponownie wówczas przyspieszył.

**Przyspieszający wzrost podaży pieniądza i kredytów**

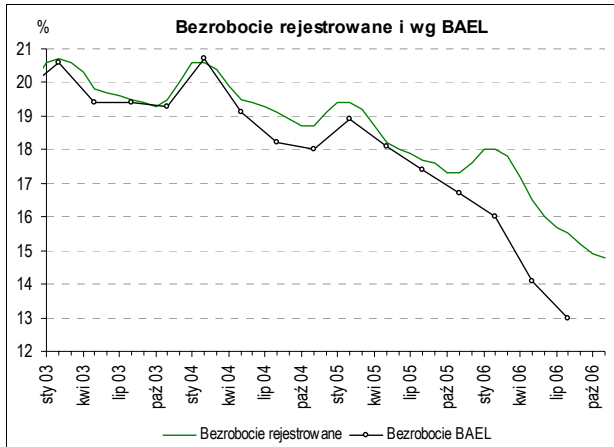
- Odzwierciedleniem silnej aktywności w IV kwartale minionego roku są również statystyki pieniężne. Wzrost podaży pieniądza mocno przyspieszył w listopadzie – do 14,4% r/r z 12,3% w poprzednim miesiącu.
- Wzrost depozytów przyspieszył zarówno w odniesieniu do gospodarstw domowych, jak i w firm, do odpowiednio 7,2% r/r i 23% r/r.
- To samo zostało zaobserwowane w przypadku kredytów. Kredyty ogółem wzrosły o 20,7% r/r (wzrost o 19,5% r/r w październiku), kredyty gospodarstw domowych o 31,4% r/r (30,9% w październiku), a kredyty dla firm o 11,6% r/r (10,3% w październiku). W naszej ocenie nie oznacza to znacznego ryzyka inflacyjnego dla RPP, a jednocześnie jest pozytywne dla prognoz wzrostu gospodarczego w 2007 roku.

**Dobre nastroje przedsiębiorstw utrzymują się**

- Opublikowane przez GUS wskaźniki koniunktury gospodarczej za grudzień pokazały, że optymistyczne nastroje wśród przedsiębiorców utrzymują się.
- Chociaż w porównaniu z listopadem nastąpił sezonowy spadek indeksów we wszystkich sektorach, to w ujęciu rocznym cały czas mamy do czynienia ze wzrostem wskaźników koniunktury. Wskaźnik w przetwórstwie przemysłowym spadł o 1 pkt do 14 pkt (wzrost o 10 pkt w porównaniu z grudniem 2005), wskaźnik w budownictwie spadł o 4 pkt do 27 (16 pkt w górę r/r), a wskaźnik w handlu detalicznym obniżył się o 2 pkt do -3 (8 pkt w górę w ujęciu rocznym).
- Wyniki te są kolejnym argumentem wspierającym pogląd, że wzrost PKB w czwartym kwartale mógł ponownie przekroczyć i wynieść nieco ponad 6%.

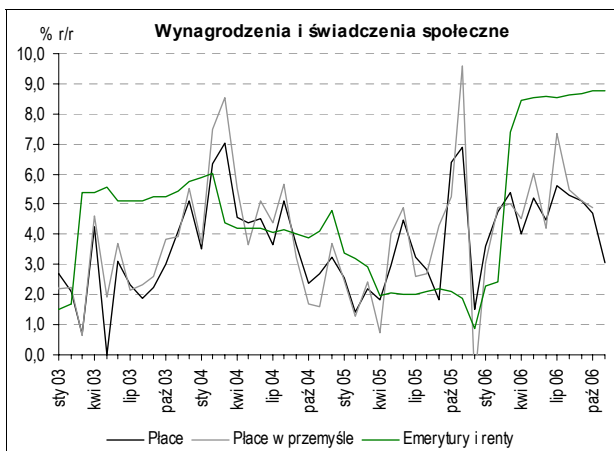
Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

# Gospodarka Polski



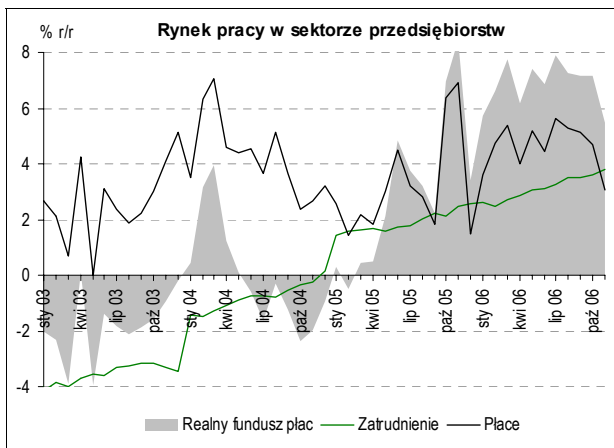
## Bezrobocie nieustannie w dół

- Stopa bezrobocia rejestrowanego osiągnęła na koniec listopada poziom 14,8%, spadając z 14,9% w październiku. Liczba bezrobotnych spadła do 2,287 mln, co oznacza spadek o 435,6 tysiąca w ujęciu rocznym.
- Spadek miał miejsce pomimo negatywnego efektu sezonowego, który zazwyczaj podnosi bezrobocie w okresie listopad-marzec.
- GUS opublikował także oficjalne wyniki BAEL za III kw. 2006. Potwierdziły one wcześniejsze wstępne statystyki i wskazały na spadek bezrobocia do 13% z 14,1 w II kw. 2006 r. i 17,4% rok wcześniej oraz na silny wzrost zatrudnienia o 3,9% r/r.
- Jednocześnie, dane wskazały, że współczynnik aktywności zawodowej spadł w ujęciu rocznym o 1,2pp, co podtrzymuje obawy o kurczące się zasoby wolnej siły roboczej.



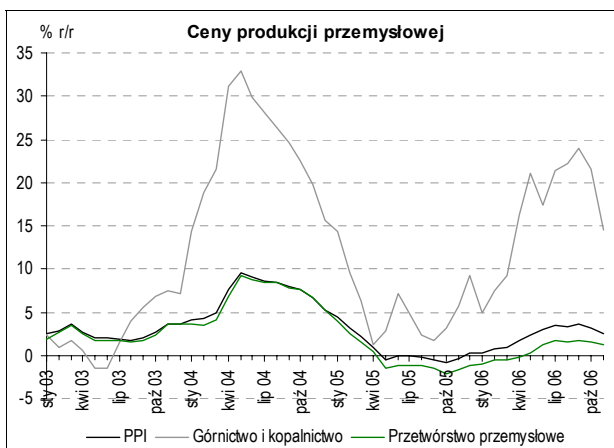
## Wzrost płac nadal pod kontrolą

- Pomimo bardzo szybko rosnącego popytu na pracę i kurczących się zasobów wolnej siły roboczej, presja płacowa w gospodarce wydaje się na razie pozostawać ograniczona.
- Tempo wzrostu przeciętnych wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw wyniosło w listopadzie 3,1% r/r, co oznacza spowolnienie z poziomu 4,7% w październiku i 4,8% odnotowanego średnio w pierwszych dziesięciu miesiącach 2006 roku.
- Niemniej jednak, warto zwrócić uwagę, że listopadowe dane o płacach były pod silnym wpływem efektu wysokiej bazy statystycznej z listopada 2005, kiedy to nastąpiła wypłata nagród w sektorze górniczym.
- Tak więc spowolnienie wzrostu płac było prawdopodobnie tymczasowe i możemy zobaczyć ponowne ich przyspieszenie w grudniu, a średni wzrost w tych dwóch miesiącach wyniesie, podobnie jak w poprzednich miesiącach, 4,5-5,5%.
- Podczas gdy wzrost płac przejściowo spowolnił w listopadzie, tempo wzrostu zatrudnienia pobiło kolejny rekord, osiągając poziom 3,8% r/r. Potwierdza to, że wraz z kontynuacją wzrostu aktywności ekonomicznej wciąż rośnie popyt na pracę.
- Biorąc pod uwagę z jednej strony rekordowy wzrost zatrudnienia, ale z drugiej strony wyraźnie spowolnienie dynamiki płac, nominalny wzrost funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw wyniósł w listopadzie 7% r/r w porównaniu ze wzrostem o 8,5% w październiku. W ujęciu realnym wzrost funduszu płac spowolnił do 5,5% r/r, co było najniższym miesięcznym wynikiem w 2006 roku.
- W sumie dane były dość optymistyczne z punktu widzenia perspektyw inflacji, gdyż nie wskazały na wzrost presji płacowej, pomimo znaczącego wzrostu popytu na pracę.



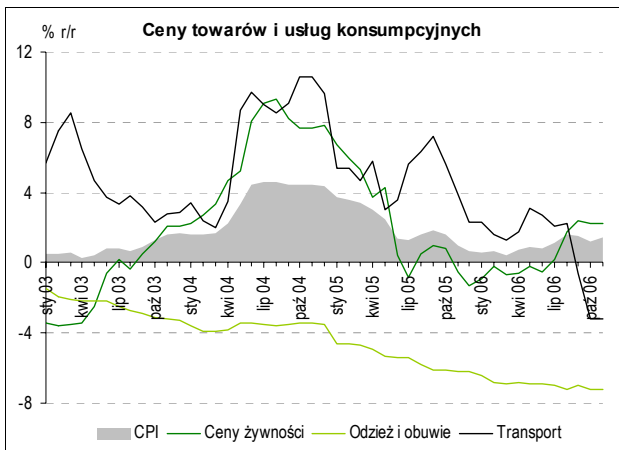
## Głębszy od oczekiwań spadek inflacji PPI

- Ceny produkcji zwiększyły się w listopadzie o 2,6% r/r, poniżej prognozy rynku na poziomie 3,1%. Chociaż ryzyko dla prognoz było po stronie niższego wyniku, wydźwięk danych był lepszy od oczekiwań również z powodu rewizji w dół danych za październik. PPI za październik obniżono do 3,2% r/r z 3,4% r/r.
- Roczne tempo wzrostu cen w górnictwie spadło w listopadzie do 14,6% z 21,5% w październiku, a dynamika cen w pozostałych branżach niewiele się zmieniła. Wydaje się, że spadek cen metali i surowców (np. miedzi) oraz silny złoty odegrały znaczącą rolę w tym procesie.
- Ważne jednak, że wzrost cen w przetwórstwie przemysłowym ponownie się osłabił (-0,3% m/m oraz 1,3% r/r), co pokazuje, że presja inflacyjna nadal nie jest za bardzo widoczna na poziomie cen producenta, nie wspominając już o cenach detalicznych.



Źródło: GUS, obliczenia własne

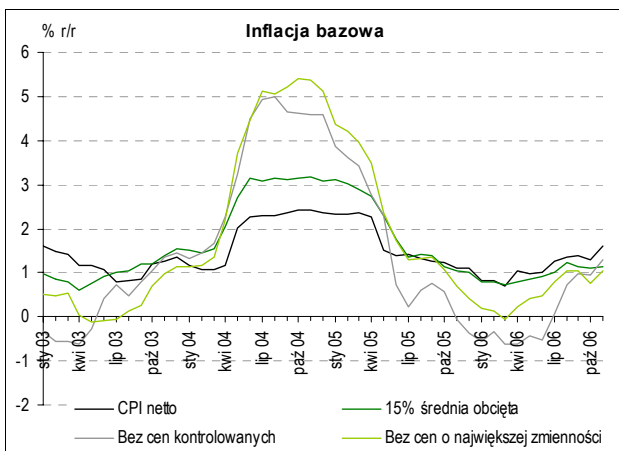
## Gospodarka Polski

**CPI ponownie niższy od oczekiwań**

▪ Inflacja CPI okazała się niższa niż oczekiwano. Ceny w listopadzie pozostały bez zmian wobec poprzedniego miesiąca, a ich roczne tempo wzrostu zwiększyło się do 1,4% z 1,2% w październiku. Wynik ten wydaje się pozytywny, pokazując spadek ryzyka wzrostu inflacji ponad cel w średnim okresie.

▪ Warto jednak zwrócić uwagę, jakie czynniki spowodowały, że wzrost inflacji był tak niewielki. W dużym stopniu były to niższe ceny paliw (-2,5% m/m i -7,1% r/r), związane z obniżką cen ropy na świecie, oraz aprecjacja złotego. Inny podażowy komponent CPI, ceny żywności, wzrosły jedynie o 0,2% m/m w efekcie nietypowego spadku cen mięsa, któremu towarzyszył sezonowy wzrost cen warzyw i owoców.

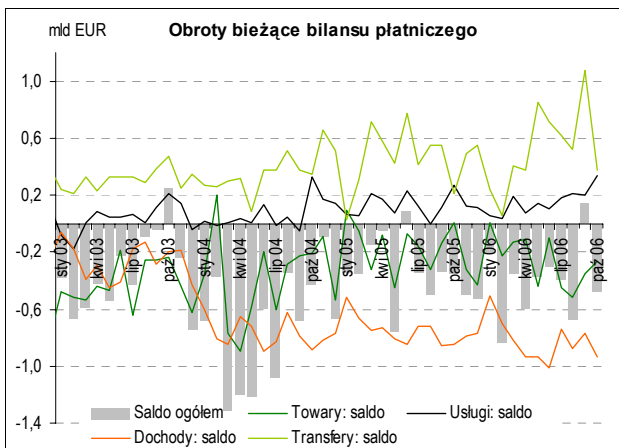
▪ Nadal przewidujemy stopniowy wzrost inflacji CPI do poniżej 2% w grudniu 2006 roku i poniżej 2,5% w I kw. 2007.

**Inflacja bazowa delikatnie rośnie, zgodnie z oczekiwaniami**

▪ W sytuacji znacznych wahań cen komponentów inflacji o egzogenicznym charakterze, lepszą ocenę kształtowania się fundamentalnej presji inflacyjnej umożliwiają miary inflacji bazowej.

▪ Inflacja netto, czyli CPI po wyłączeniu cen paliw i żywności wzrosła w listopadzie do 1,6% r/r z 1,3% w październiku. Do pewnego stopnia neutralizuje to pozytywny efekt niższej od oczekiwań inflacji CPI.

▪ Mimo tego warto zwrócić uwagę, że taki poziom inflacji netto był spodziewany, a w kolejnych miesiącach będzie on się jeszcze zwiększał (do ok. 2,2% średnio w 2007 r.). Nie zmienia to jednak perspektyw polityki pieniężnej, ponieważ różne miary inflacji bazowej (patrz wykres) nadal kształtują się znacznie poniżej celu banku centralnego na poziomie 2,5%.

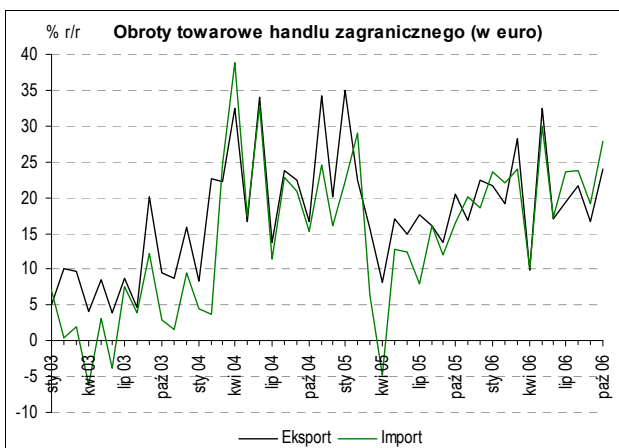
**Obraz bilansu płatniczego ciągle pozytywny**

▪ W październiku deficyt obrotów bieżących wyniósł 482 mln € w porównaniu do 195 mln € nadwyżki we wrześniu. Co ciekawe, zarówno saldo towarów, jak i usług poprawiły się w porównaniu do poprzedniego miesiąca: deficyt handlu towarami osiągnął tylko 269 mln € wobec 299 mln € we wrześniu, podczas gdy usługi zanotowały rekordową nadwyżkę na poziomie 340 mln € wobec 151 mln € miesiąc wcześniej. Pogorszenie salda obrotów bieżących było konsekwencją załamania bilansu dochodów i mniejszego napływu netto transferów bieżących. Ujemne saldo dochodów wyniosło 931 mln € wobec 638 mln € we wrześniu (wyplata dywidend dla zagranicznych właścicieli), podczas gdy nadwyżka transferów zmalała do 378 mln € z wysokiego poziomu 981 mln € miesiąc wcześniej (efekt niskiego napływu funduszy z UE w październiku).

▪ Ważną informacją jest świetny wynik eksportu, który wzrósł o 24% r/r do poziomu 9,3 mld €. Wzrost importu był jeszcze silniejszy i osiągnął blisko 28% r/r (drugi największy wynik w tym roku), za sprawą coraz silniejszego popytu krajowego.

▪ Wygląda na to, że produkcja kierowana na eksport będzie prawdopodobnie dalej ważnym czynnikiem polskiego wzrostu gospodarczego w przyszłości. Szczególnie, że dane potwierdziły silny napływ bieżących inwestycji zagranicznych (drugi miesiąc z rzędu powyżej 1 mld €).

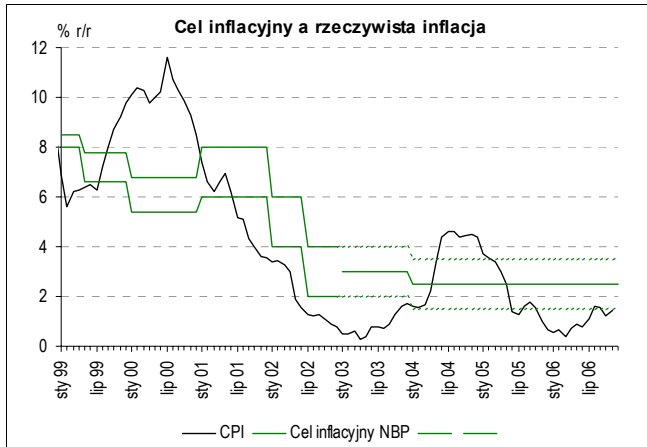
▪ W tym samym czasie, import będzie nadal zwiększał się w szybkim tempie w nadchodzących kwartałach z powodu umocnienia popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego, przy dodatkowym wsparciu ze strony silnego złotego. Wydają się jednak, że tempo pogorszenia deficytu handlowego powinno być umiarkowane i nie powinno budzić niepokoju o zewnętrzną stabilność gospodarki.



Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne



## Pod lupą: Bank centralny



### Fragmenty komunikatu RPP z 20 grudnia 2006

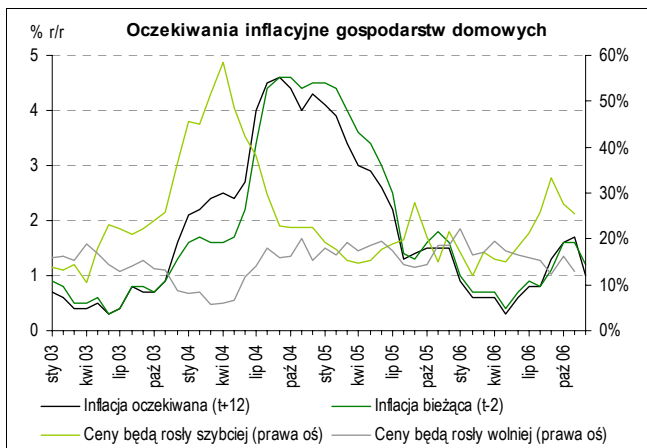
Najnowsze dane o PKB w III kw. w połączeniu z danymi o wzroście nominalnych wynagrodzeń w gospodarce (5,0% r/r w III kw.) i dynamice liczby pracujących poza rolnictwem indywidualnym (6,9% r/r w III kw.) potwierdzają wstępne oceny z listopada, że dynamika jednostkowych kosztów pracy (poza rolnictwem indywidualnym) w III kw. wyraźnie przyspieszyła (6,1% r/r wobec 4,5% r/r w II kw. oraz 2,7% w I kw. 2006 r.). Dynamika ta była nieco wyższa niż szacowano w październikowej projekcji.

Najnowsze dane sygnalizują, że inflacja CPI (r/r) w IV kw. br. będzie niższa niż wskazywała projekcja październikowa. Inflacja bazowa netto będzie się kształtować na poziomie zbliżonym do przewidywanego w projekcji. W 2007 r. możliwe jest wystąpienie czynników, które mogą przejściowo obniżyć inflację (CPI) w pewnych okresach.

Analiza perspektyw inflacji sygnalizuje, że utrzymanie inflacji blisko celu inflacyjnego 2,5% w średnim okresie może wymagać zacieśnienia polityki pieniężnej.

### Notka biograficzna Sławomira Skrzypka

Sławomir Skrzypek ma 42 lata. Jest Absolwentem Politechniki Śląskiej w Gliwicach oraz magistrem nauk ekonomicznych Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Uzyskał dyplom MBA na University of Wisconsin - La Crosse, z rozszerzonym programem w zakresie finansów oraz dyplom Business Management Uniwersytetu Georgetown. Ukończył studia podyplomowe na Akademii Ekonomicznej w Krakowie w zakresie Zarządzania Aktywami i Pasywami w Polskim Systemie Bankowym oraz na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Śląskiego w Katowicach. W latach 1993-1997 pracował w Najwyższej Izbie Kontroli, w której zajmował się kontrolą finansową struktur administracji rządowej i samorządowej oraz sektora bankowego. W latach 1997-2000 pełnił funkcję Zastępcy Prezesa Zarządu Narodowego Funduszu Ochrony Środowiska i Gospodarki Wodnej w Warszawie. Od listopada 2002 r. był zastępcą Lecha Kaczyńskiego, gdy ten sprawował urząd Prezydenta Miasta Stołecznego Warszawy. Skrzypek odpowiadał m.in. za politykę finansową, inwestycje i nadzór właścicielski. Ostatnio pełnił obowiązki prezesa PKO BP.



Źródło: NBP, Reuters

### Perspektywy polityki pieniężnej bez zmian

Na ostatnim posiedzeniu w 2006 r. i jednocześnie ostatnim pod przewodnictwem prezesa NBP Leszka Balcerowicza Rada Polityki pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian.

Niemniej jednak w komunikacie po raz pierwszy znalazło się stwierdzenie, że „analiza perspektyw inflacji sygnalizuje, że utrzymanie inflacji blisko celu inflacyjnego 2,5% w średnim okresie może wymagać zacieśnienia polityki pieniężnej”. Może być to interpretowane jako wprowadzenie restrykcyjnego nastawienia w polityce pieniężnej, ale równocześnie większość członków Rady nie jest chyba nadal nadmiernie zaniepokojona perspektywami inflacji, skoro stopy pozostawiono bez zmian.

Rada zaznaczyła w komunikacie, że w IV kw. 2006 oraz w 2007 r. inflacja może być przejściowo niższa niż wskazywała ostatnia projekcja, co sugeruje, że perspektywy inflacji w ciągu najbliższych 12 miesięcy nie budzą większych obaw.

Naszym zdaniem podobna ocena sytuacji powinna być utrzymana w kolejnych miesiącach, a obniżone prognozy inflacji na 2006-2007 dają RPP swobodę w strategii wyczekiwania.

Naszym zdaniem stwierdzenie, że sytuacja „może wymagać zacieśnienia polityki pieniężnej” należy interpretować jako „istnieje pewne ryzyko dla inflacji w 2008 roku, ale prawdopodobieństwo tego, że inflacja trwale przekroczy cel jest nadal poniżej 50%”, czyli nie jest to najbardziej prawdopodobny scenariusz.

Mimo to warto podkreślić ponownie, że czynnikiem ryzyka dla decyzji RPP w najbliższym czasie może być nominacja nowego prezesa NBP. Jeśli powstanie wrażenie, że nowy szef banku centralnego będzie prezentować mocno „gółębią” postawę, Rada może zdecydować się na sygnałną podwyżkę stóp w celu podtrzymania antyinflacyjnej reputacji i wiarygodności RPP.

### Sławomir Skrzypek nowym prezesem NBP

Po niespodziewanej rezygnacji prof. Jana Sulmickiego z kandydowania na prezesa NBP, nowym szefem banku centralnego został wybrany mgr inż. Sławomir Skrzypek.

Brak gruntownego wykształcenia w dziedzinie makroekonomii, dorobku naukowego oraz doświadczenia w zakresie polityki pieniężnej i bankowości centralnej raczej nie będą pomocne w sprawowaniu tej funkcji.

Z drugiej strony, pierwsze wypowiedzi Skrzypka sugerowały, że nie przewiduje on gwałtownych działań w polityce pieniężnej i będzie dbał o niezależność, wiarygodność oraz przejrzystość polityki NBP. Nowemu prezesowi trudno będzie dominować w gronie profesorów wchodzących w skład RPP i można przypuszczać, że pierwsze skrzypce przejmą teraz członkowie o wyważonych poglądach – Andrzej Wojtyła i Andrzej Sławiński.

### Oczekiwania inflacyjne znowu w dół

W grudniu oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych ponownie spadły, po okresie kilkumiesięcznej tendencji umiarkowanego wzrostu.

Średnia oczekiwana stopa inflacji CPI w horyzoncie najbliższych 12 miesięcy wyniosła 1,0% wobec 1,7% w listopadzie.

Należy pamiętać, że zmiany miary oczekiwań używanej przez NBP są mocno powiązane ze zmianami faktycznej obserwowanej inflacji (CPI opóźnione o 2 miesiące). W efekcie, gdy CPI zacznie ponownie rosnać w kolejnych miesiącach, w ślad za tym podąży miara oczekiwań.

Niemniej jednak pozytywny jest fakt, że wg badania poprawia się struktura oczekiwań, tzn. zmniejsza się odsetek osób przewidujących szybszy wzrost cen.

# Pod lupą: Bank centralny

## Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

## Komentarz

### Sławomir Skrzypek, kandydat na prezesa NBP

#### oświadczenie prasowe, 4 stycznia

Jeśli Sejm zdecyduje się na powierzenie mi funkcji prezesa Narodowego Banku Polskiego, będę dbał o wartość polskiego pieniądza. Opowiadam się za stabilną i wiarygodną polityką pieniężną. Jestem przeciwnikiem gwałtownych zmian w tym zakresie. Jeżeli nie będzie to pociągało za sobą ryzyka wzrostu inflacji, będę także brał pod uwagę wzrost gospodarczy. Stawiam na transparentność banku centralnego.

#### wypowiedzi w parlamencie, 8-9 stycznia

Są cztery podstawowe filary, na których chciałbym się oprzeć. Jest to niezależność, transparentność, wiarygodność i merytoryczność.

Będę dbał o wartość polskiego pieniądza. Gwarantowanym w konstytucji filarem NBP jest niezależność. Będę dbał o ten filar. Moim podstawowym zadaniem będzie dbałość o wartość polskiego złotego i dbałość o wzrost gospodarczy, o ile nie pociągnie to za sobą zagrożeń inflacyjnych.

Nie przewiduję radykalnych zmian w polityce pieniężnej, będziemy podejmować decyzje w oparciu o rzetelne dane analityków NBP na posiedzeniach RPP, które zgodnie z ustawą muszą odbywać się przynajmniej raz w miesiącu.

Euro jest obecnie najważniejszym tematem gospodarczym. (...) Polska wejdzie do strefy euro, kiedy będzie to opłacalne. (...) dajcie mi 100 dni na ustosunkowanie się do tej sprawy.

[Interwencje walutowe] Jest to niezwykle rzadki i ważny instrument, który powinien być wykorzystywany z ogromną odpowiedzialnością. Decyzje będą podejmowane we właściwym układzie konstytucyjnym.

Mam inne (niż Leszek Balcerowicz) wzorce i tych wzorców chciałbym się trzymać.

Nie widzę powodu do szybkich i radykalnych zmian celu inflacyjnego w ramach strategii. (...) Nie będzie żadnych nerwowych ruchów, decyzje będę podejmował wspólnie z RPP, proszę nie rozumieć tego jako zapowiedzi zmian, że coś zamierzam, że coś planuję.

### Dariusz Filar, członek RPP

#### Rzeczpospolita, 4 stycznia

Nigdy nie wolno zapominać o tym, że rada jest ciałem dziesięcioosobowym. (...) Oczywiście nowa osoba może do pewnego stopnia zmienić wewnętrzny układ sił. (...) Ale to nie znaczy, że polityka pieniężna zawiśnie wyłącznie na nowym prezesie. (...) Nadal będę do tego przekonywał (do podwyżki stóp).

### Marian Noga, członek RPP

#### PAP, 4 stycznia

Układ w RPP pozostanie raczej niezmienny - nadal przeważa układ skłonny do niezacieśniania polityki monetarnej. Ale to na razie trudno jednoznacznie ocenić, gdyż nie znamy poglądów nowego prezesa.

### Mirosław Pietrewicz, członek RPP

#### Rzeczpospolita, 4 stycznia

Prezes NBP jest tylko jednym z członków rady i przewodniczy posiedzeniom. Nie sądzę, by jego zmiana miała wpływ na politykę rady. (...) Na razie nie zagraża nam trwale przekroczenie celu inflacyjnego. W związku z tym dopóki nie będziemy mieli podstaw, że takie zagrożenie istnieje w średnim okresie, nie ma potrzeby podnoszenia stóp procentowych.

### Andrzej Sławiński, członek RPP

#### Gazeta Prawna, 8 stycznia

W obliczu silnego ożywienia gospodarczego trzeba będzie zapewne w pewnym momencie zaostrzyć politykę pieniężną, by sprzyjało to realizacji naszego zadania, jakim jest średniookresowe stabilizowanie inflacji wokół celu inflacyjnego, a więc 2,5 procent.

#### PAP, 21 grudnia

Weszliśmy w okres szybkiego wzrostu gospodarczego. (...) W pewnym momencie RPP może uznać, że jest potrzebna polisa ubezpieczeniowa, w postaci zaostrzenia polityki pieniężnej, która zabezpieczyłaby gospodarkę przed niepożądanym wzrostem inflacji.

Chociaż głosowanie Sejmu nad wyborem Sławomira Skrzypka na szefa NBP przeciągało się i towarzyszyły mu targi polityczne w parlamencie pomiędzy partiami tworzącymi koalicję, w sumie decyzja nie była niespodzianką, więc nie jest również zaskoczeniem, że nie miała ona większego przełożenia na zachowanie rynku finansowego, dla którego znacznie ważniejsze były nastroje na międzynarodowych rynkach finansowych.

Inwestorzy będą jednak z uwagą śledzić pierwsze publiczne wypowiedzi i pierwsze decyzje Skrzypka w nowej roli. Jego dotychczasowe wypowiedzi podczas przesłuchań przed głosowaniem w parlamencie były dość ostrożne (to akurat dobrze) i ogólnikowe i można się spodziewać, że tak pozostanie w najbliższym czasie, przynajmniej do momentu kiedy pan Skrzypek bardziej wdroży się w nowy zakres obowiązków i zapozna z nowym miejscem pracy. Jednak według *Rzeczpospolitej* jeszcze przed głosowaniem w Sejmie nowy prezes NBP obiecał posłom Samoobrony zajęcie się wykorzystaniem części rezerw walutowych banku centralnego do wsparcia rozwoju gospodarczego (nie obiecywał rozwiązania rezerw, ale rozważenie zmiany strategii ich lokowania), a posłów LPR zapewnił, że wejście Polski do strefy euro jest niekorzystne, co może budzić pewne obawy co do jego przyszłych poczynań w roli najważniejszej osoby w NBP i strażnika oszczędności.

Naszym zdaniem podstawowymi wadami Sławomira Skrzypka na stanowisku prezesa NBP pozostaną brak dorobku naukowego i doświadczenia w zakresie polityki pieniężnej i bankowości centralnej. Na jego brak orientacji w świecie makroekonomii i bankowości centralnej wskazuje m.in. jego wypowiedź na przesłuchaniu Komisji Finansów Publicznych, kiedy na prośbę o wymienienie prezesów najważniejszych banków centralnych, z którymi będzie współpracować jako prezesa Europejskiego Banku Centralnego wymienił Wima Duisenberga, który zmarł w 2005 r., a prezesem EBC był do 2003 r.

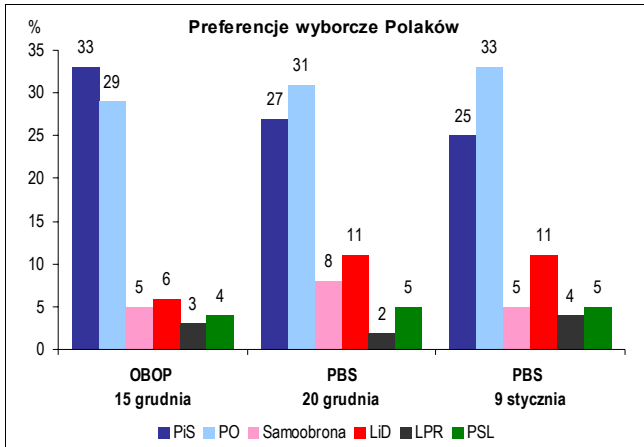
Członkowie Rady Polityki Pieniężnej słusznie podkreślają, że nowy prezes NBP będzie tylko jedną z dziesięciu osób decydujących o poziomie stóp procentowych w Polsce, więc trudno oczekiwać by mógł on narzucić ton całej Radzie. Tym bardziej, że nie udało się to w pełni nawet jego poprzednikowi o bardzo silnej osobowości, podczas gdy nowy prezes banku centralnego niewątpliwie ustępuje wszystkim pozostałym członkom RPP zarówno pod względem teoretycznej wiedzy o makroekonomii i bankowości centralnej, jak też praktyki w prowadzeniu polityki monetarnej.

Warto podkreślić raz jeszcze, że gdyby nowy prezes NBP zaczął zbyt mocno orędownać na rzecz luźniejszej polityki pieniężnej lub swoimi wypowiedziami czy działaniami stworzył wrażenie zagrożenia podważeniem zaufania do banku centralnego, mogłoby to wręcz skłonić większość członków Rady Polityki Pieniężnej do głosowania za podwyżką stóp procentowych w celu potwierdzenia wiarygodności i reputacji antyinflacyjnej RPP.

O wiele ważniejsze z punktu widzenia rynku finansowego powinny być poglądy nowego prezesa NBP w sprawach polityki kursowej (m.in. w kwestii interwencji walutowych), jednak nawet w tym zakresie prezes nie podejmuje decyzji samodzielnie, ale wspólnie z zarządem NBP, którego większość członków (oprócz dwóch) jest nieodwołalna do końca ich kadencji (2010-2011).

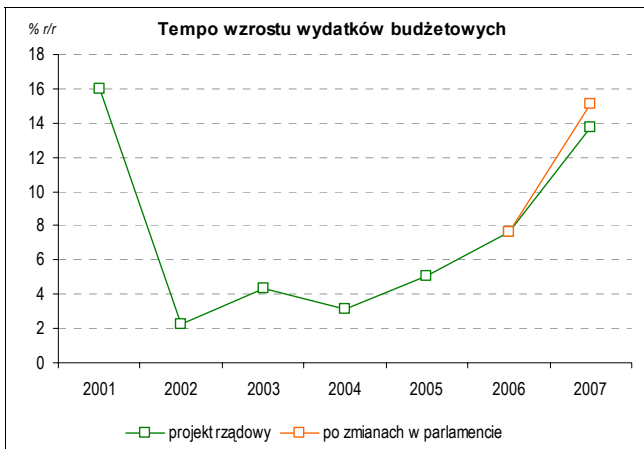
Ostatnie wypowiedzi profesora Sławińskiego potwierdzają, że istnieje ryzyko wzrostu stóp, co znalazło odzwierciedlenie w kluczowym stwierdzeniu ostatniego komunikatu RPP w grudniu. Co prawda zmiany zachodzące w gospodarce (napływ inwestycji bezpośrednich, wzrost wydajności, większa otwartość gospodarki zwiększająca konkurencję) podwyższą potencjalne tempo wzrostu PKB w dłuższym okresie, jednak w międzyczasie nastąpi (powszechnie oczekiwany) wzrost inflacji. Naszym zdaniem, kluczowe jest do jakiego poziomu inflacja wzrośnie, a według naszych prognoz cel inflacyjny nie jest zagrożony, co nie powinno skłaniać Rady do zbyt szybkiego zacieśnienia polityki pieniężnej.

## Pod lupą: Rząd i polityka



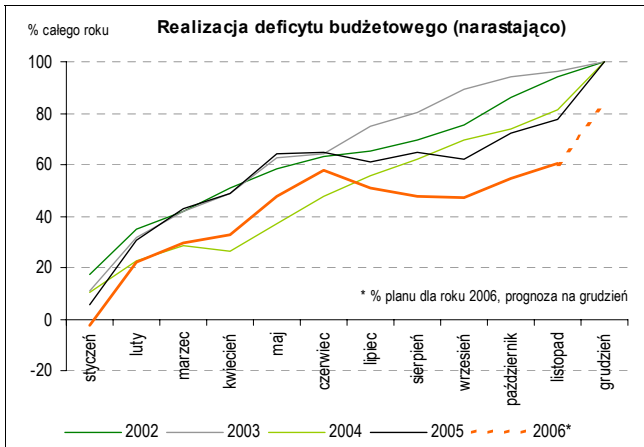
### Koalicja skrzypi, ale trwa nadal

- Ostatnie sondaże opinii publicznej nie przyniosły znaczących zmian nastrojów społecznych. Na prowadzeniu utrzymuje się PO z lekką przewagą wobec PiS, a koalicyjne LPR i Samoobrona oscylują wokół progu wyborczego. Z pewnością ta ostatnia informacja skutecznie studzi temperamenty mniejszościowych koalicjantów, którzy obawiają się wyborów.
- W koalicji rządzącej dość regularnie pojawiają się nowe konflikty i tarcia. Do kolejnych napięć doszło przy okazji nominacji prezesa NBP i w związku z decyzją Zyty Gilowskiej nt. akcyzy na biopaliwa. Jednak podobnie jak było w poprzednich przypadkach, jak na razie te spory nie zagroziły trwałości układu rządzącego.
- Kolejną okazją do konfrontacji będzie końcowe głosowanie nad projektem budżetu na 2007 rok pod koniec stycznia.



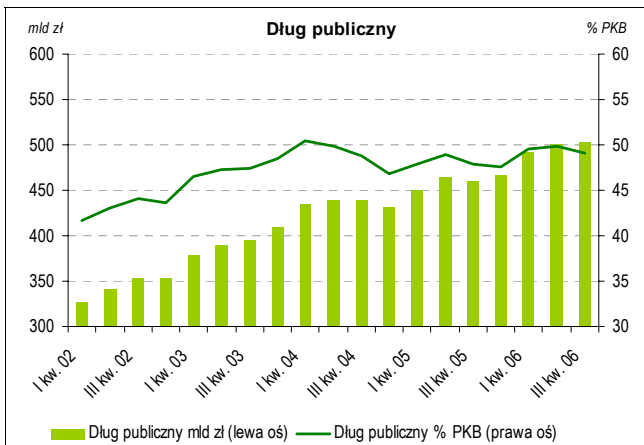
### Budżet 2007 prawie gotowy

- Prace nad ustawą budżetową na 2007 r. dobiegają końca. Senat zatwierdził w toku prac ponad 100 poprawek w stosunku do wersji zaakceptowanej przez Sejm.
- Posłowie i senatorowie zwiększyli dochody i wydatki budżetu w sumie o ponad 2 mld zł w porównaniu do pierwotnej propozycji rządowej. Deficyt, zgodnie z prawem, nie mógł zostać zwiększony i pozostał na poziomie 30 mld zł.
- Utrzymanie dobrej koniunktury będzie pomagało w realizacji budżetu, ale nawet przy optymistycznych założeniach wzrostu PKB planowane zwiększenie dochodów budżetu o ok. 15% w 2007 r. wydaje się nieostrożne.
- Następnie budżet trafi do Sejmu, który przyjmie lub odrzuci poprawki Senatu 24 stycznia. Dwa dni później budżet trafi do prezydenta, który powinien podpisać ustawę w ciągu 7 dni.



### Deficyt budżetu w 2006 r. znacznie poniżej planu

- Deficyt budżetu państwa wyniósł w listopadzie 18,5 mld zł, czyli 60,7% planu na cały rok 2006.
- Wzrost podatków utrzymał się na wysokim poziomie, potwierdzając, że ekspansja gospodarcza jest kontynuowana. Równocześnie, wciąż nie było widać poważnego przyspieszenia wzrostu wydatków, które było spodziewane pod koniec roku w związku z opóźnieniem ich części we wcześniejszych miesiącach.
- Według wstępnych szacunków Ministerstwa Finansów również wynik grudnia okazał się znacznie lepszy od oczekiwań. Na koniec roku niedobór szacowany jest na 25-26 mld zł, co odpowiada za 82-85% planu z ustawy budżetowej. To rekordowo dobry wynik, osiągnięty głównie dzięki wyjątkowo szybkiemu rozwojowi gospodarki w 2006 r.



### Dług publiczny blisko 50% PKB

- Według danych Ministerstwa Finansów dług sektora finansów publicznych wyniósł po III kwartale 2006 roku 503,7 mld zł, co oznacza, że w ciągu roku zwiększył się o ponad 42 mld zł.
- Oznacza to, że relacja długu publicznego do PKB (wg polskiej metodologii finansów publicznych) zmniejszyła się nieznacznie w III kwartale do 49,1%.
- Oficjalne dane dotyczące całego roku zostaną podane dopiero za parę miesięcy, ale można podejrzewać, że dług w IV kwartale pozostał lekko poniżej poziomu 50% PKB. Sprzyjało temu zarówno lepsze od planu wykonanie budżetu w 2006 roku, jak też szybki wzrost PKB, który wg naszych szacunków przekroczył 6% r/r.

Źródło: Ministerstwo Finansów, ośrodki badawcze, szacunki własne



## Pod lupą: Rząd i polityka

### Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

### Komentarz

#### Lech Kaczyński, Prezydent RP

PAP, 5 stycznia

Pan Skrzypek ma taki życiorys, że mu powiedziano, że gratulujemy tego rodzaju życiorysu. Prezes NBP jest całkowicie niezależny, jest na tę niezależność skazany, bo tak polska konstytucja go sytuuje. Niepokój jest niczym nieuzasadniony.

Jesteśmy w okresie szybkiego rozwoju, jeśli mnie coś troszeczkę martwi to nadmierny optymizm konsumpcyjny w naszym społeczeństwie, bardzo gwałtowny wzrost zakupów, bardzo istotny wzrost kredytów, szczególnie mieszkaniowych. Należy dostosowywać politykę pieniężną do konkretnej sytuacji (...) Być może trzeba będzie troszeczkę zapanować nad nadmiernym optymizmem.

Po nominacji na prezesa NBP Sławomir Skrzypek faktycznie będzie miał możliwość wykazać się niezależnością, jaką powinna gwarantować mu nieodwołalność przez całą sześciolletnią kadencję, oraz wykazać merytoryczność swojej nominacji. W tym kontekście pozytywny jest fakt, że w dotychczasowych wypowiedziach Skrzypek cały czas podkreślał konieczność respektowania ustawowych celów i ram funkcjonowania NBP. Z drugiej strony nie może umknąć uwadze fakt, że zawsze w tych wypowiedziach pojawiała się też uwaga o trosce o wzrost gospodarczy. Interesujące w tym kontekście jest to, że zdaniem prezydenta Lecha Kaczyńskiego szybki wzrost popytu konsumpcyjnego może być obecnie powodem do zaniepokojenia i być może będzie wymagał pewnych działań ze strony polityki pieniężnej.

#### Jarosław Kaczyński, Premier RP

PAP, 10 stycznia

Mamy na czele banku centralnego człowieka, który jest z całą pewnością osobą mającą kwalifikacje - nawet jeśli zapomniał jakiegoś nazwiska - to nie zmienia faktu, że te kwalifikacje ma. Wybór Skrzypka to dobra wiadomość także dla tych, którzy dzisiaj go krytykują, ale dobrze Polsce życzą. (...) Bardzo się cieszę, bo wiem jakie były kłopoty z wyłonieniem kandydatury.

Obecnie rynek cierpliwie czeka na działania nowego prezesa NBP. Niewątpliwie jednym z bardziej widocznych efektów pierwszych decyzji prezesa mogą być zmiany personalne w banku centralnym. O ile w składzie zarządu banku pole manewru jest ograniczone (jedynie dwóch członków zarządu nie ma nominacji kadencyjnych), to znak zapytania dotyczy merytorycznych departamentów badań i analiz, których opracowania są istotne przy podejmowaniu decyzji przez RPP. Na podstawie tych zmian można będzie wysnuć pierwsze wnioski nt. merytoryczności podejmowanych decyzji.

#### Elżbieta Suchocka-Roguska, wiceminister finansów

PAP, 9 stycznia

Presja inflacyjna w 2007 roku powinna być ograniczona. PLN powinien umacniać się ze względu na silne fundamenty gospodarki. Jednak aprecjacja ta będzie mniejsza ze względu na malejący parytet stóp.

Według danych GUS w III kwartale wzrost wyniósł 5,8 proc., a my spodziewamy się, że w IV kwartale wyniesie około 6 proc.

Opinie resortu finansów na temat presji inflacyjnej są zgodne z naszymi przewidywaniami. Stopa inflacji będzie najprawdopodobniej rosła na początku 2007 roku, chociaż wzrost ten będzie startował z niższego poziomu niż się do niedawna wydawało, a do tego powinien być ograniczony co do skali.

Wg naszej prognozy wzrost PKB w ostatnim kwartale 2006 nieznacznie przekroczył 6%.

PAP, 3 stycznia

Deficyt budżetu w 2006 wyniesie prawdopodobnie około 25-26 mld zł. 2,5 mld zł to są wyższe dochody, a 2,8 mld zł to jest to, co nie zeszło z rachunków, co nie zostało wykorzystane. To jest stan na 29 grudnia i może się jeszcze trochę zmienić.

Doskonały wynik budżetu w 2006 roku to przede wszystkim zasługa bardzo szybkiego rozwoju polskiej gospodarki, a po części również powściągliwości resortu finansów przy ponoszeniu niektórych wydatków. Dopóki utrzymuje się dobra koniunktura w gospodarce, wykonanie kolejnego budżetu wydaje się niezagrażone.

#### Janusz Maksymiuk, poseł Samoobrony

PAP, 9 stycznia

Mimo zapewnienia kandydata (na prezesa NBP), że chciałby dbać o gospodarkę i zmniejszenie bezrobocia, uważamy, że lepiej by było, żeby on to czynił mając wsparcie ustawy. Ustawa była już w komisji ustawodawczej i teraz to jest kwestia, kiedy pan Marszałek zarządzi pierwsze czytanie

Po sukcesie przy nominacji nowego prezesa banku centralnego, koalicjanci planowali zabrać się za nowelizację ustawy o NBP. Takie zmiany dla rynku finansowego mogłyby być znacznie mniej obojętne niż sama osoba prezesa NBP, ponieważ potencjalnie mogłyby godzić w solidne ramy funkcjonowania tej instytucji w Polsce. Wśród pomysłów zawartych w projekcie autorstwa Samoobrony duża część była niezgodna ze światowymi standardami obowiązującymi w bankowości centralnej, z Konstytucją RP oraz z regulacjami Unii Europejskiej. Do takich należała np. propozycja umożliwienia odwoływania prezesa NBP i członków RPP przez Sejm w trakcie kadencji, czy też np. ustanowienia troski o wzrost gospodarczy równorzędnym celem dla NBP obok dbania o stabilność cen. Na szczęście zostało to dostrzeżone przez sejmową Komisję Ustawodawczą, która uznała projekt nowelizacji ustawy o NBP autorstwa Samoobrony za niedopuszczalny, zamykając dalsze procedowanie. Pytanie, czy oznacza to, że posłowie stracą zainteresowanie wprowadzaniem zmian w regulacjach dotyczących funkcjonowania banku centralnego, czy też powrócą do nich w zmodyfikowanej formie. Wśród propozycji Samoobrony, które nie wydają się sprzeczne z prawem jest np. zmniejszenie liczby członków RPP. Sam w sobie nie jest to pomysł zupełnie pozbawiony racji, ale gdyby doszedł do skutku, niewątpliwie postawiłby w nowym świetle dokonany właśnie wybór Sławomira Skrzypka na szefa NBP (jego rola znacznie by wzrosła).

#### Artur Zawisza, poseł PiS

PAP, 9 stycznia

My w tej sprawie (nowelizacji ustawy o NBP) mieliśmy zawsze jasne stanowisko. Nie popieramy tych zmian, które ograniczają niezależność NBP np. odwołanie prezesa przed upływem kadencji. Popieramy te, które zwiększają zakres odpowiedzialności, czyli dbanie o wzrost jako o cel równorzędny wobec inflacyjnego.

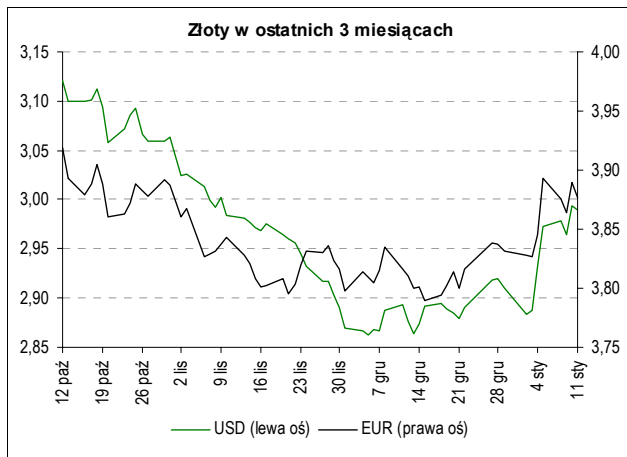
#### Wojciech Szarama, przewodniczący sejmowej Komisji Ustawodawczej

Reuters, 11 stycznia

Komisja uznała za prawnie niedopuszczalną propozycję zmian w ustawie o NBP, co oznacza zakończenie procedowania nad tym projektem nowelizacji. Największe zastrzeżenia natury prawnej były związane z niezgodnością z prawem Unii Europejskiej.



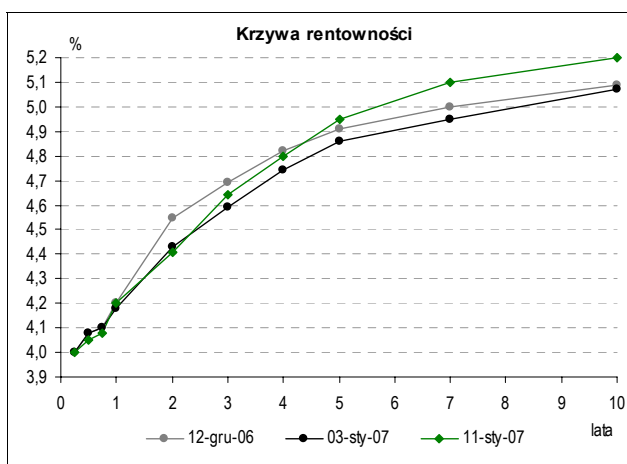
## Monitor rynku



### Wyprzedaż na rynkach wschodzących osłabia złotego

▪ W ostatnich dniach 2006 roku złoty nieco się osłabił, a na początku tego roku polska waluta dalej traciła na wartości podążając za osłabieniem na rynkach wschodzących. Po znaczącym umocnieniu pod koniec ubiegłego roku inwestorzy zagraniczni zaczęli realizować zyski w obliczu znaczącej przeceny na rynkach surowców oraz korekt na rynkach akcji i możliwego zmniejszania globalnej płynności w związku z zacieśnianiem polityki pieniężnej w Japonii.

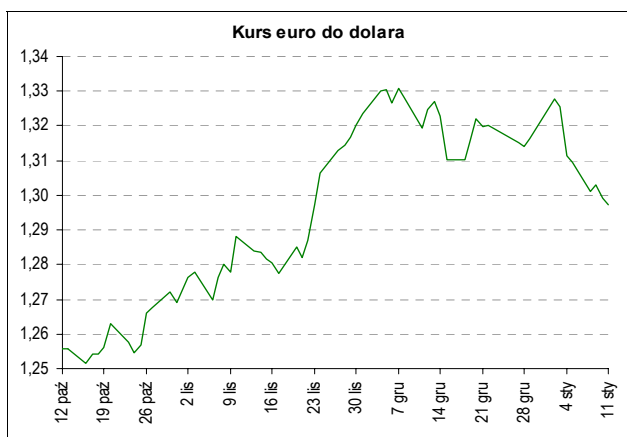
▪ Sądzymy, że obecnie najistotniejszym czynnikiem wpływającym na wartość złotego jest nastawienie inwestorów zagranicznych wobec rynków wschodzących. Jeśli korekta na tych rynkach przedłuży się złoty może jeszcze stracić na wartości. Negatywny wpływ mogą mieć ewentualne wypowiedzi nowego prezesa NBP. Jednak w dłuższym terminie będzie wspierany przez solidne fundamenty i powinien powrócić do mocniejszych poziomów.



### Obligacje na nieco mocniejszych poziomach, trwa korekta

▪ Obligacje umacniały się od połowy grudnia, choć pod koniec roku nastąpiła spora korekta w związku ze sporym osłabieniem na rynkach bazowych. Początek tego roku to ponowne umocnienie związane z publikacją obniżonych prognoz inflacji przez resortu finansów oraz danych o deficycie budżetowym. Późniejsza wyprzedaż na rynkach wschodzących negatywnie wpłynęła na polskie obligacje. Od publikacji poprzedniego raportu krzywa się wystromiła (krótszy koniec jest niżej dzięki CPI).

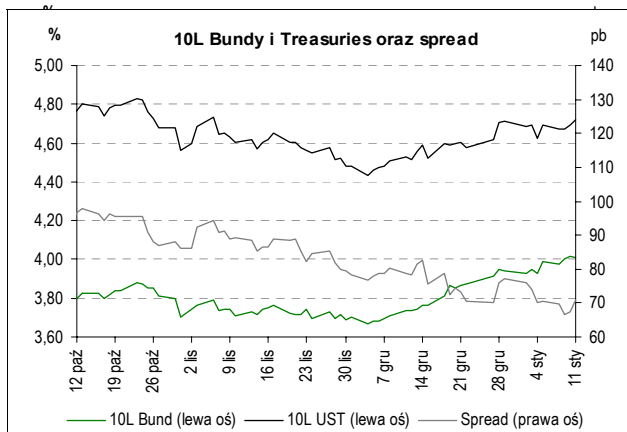
▪ Jeśli korekta na rynkach wschodzących przedłuży się może to negatywnie wpłynąć na polskie obligacje, podobnie jak ewentualne niefortunne zachowania nowego prezesa NBP. Jastrzębie wypowiedzi niektórych członków RPP mogą również być w pewnym stopniu wpływać na wzrost rentowności podobnie jak dobre dane z rynku pracy. Krótki koniec krzywej będą wspierały dane inflacyjne.



### Dolar wraca do łask po lepszych danych z USA

▪ Od publikacji grudniowego raportu nastąpiła korekta kursu EURUSD, m.in. za sprawą lepszych danych z rynku pracy, sprzedaży detalicznej z USA. Lekkie odreagowanie nastąpiło po wysokim indeksie Ifo, jednak potem dolar ponownie się umacniał, dzięki dobrym danym z gospodarki amerykańskiej, m.in. z rynku nieruchomości oraz ISM z sektora przetwórczego jak również danych o zatrudnieniu poza rolnictwem.

▪ Podtrzymujemy scenariusz osłabienia dolara w dalszej części roku z nieco niższych poziomów do III kw., ze względu na osłabienie gospodarcze w USA. Po spodziewanych obniżkach stóp w USA pod koniec roku może być widoczne lekkie umocnienie. Kluczowe będą dane z USA głównie z sektora przetwórczego i rynku nieruchomości oraz sygnały z EBC na temat dalszych ruchów stóp.

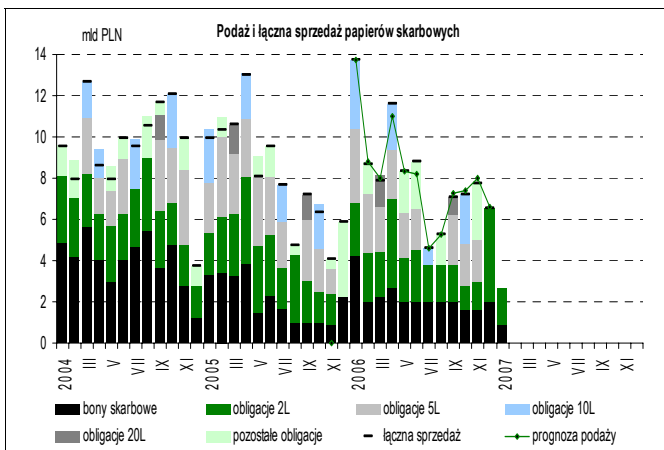
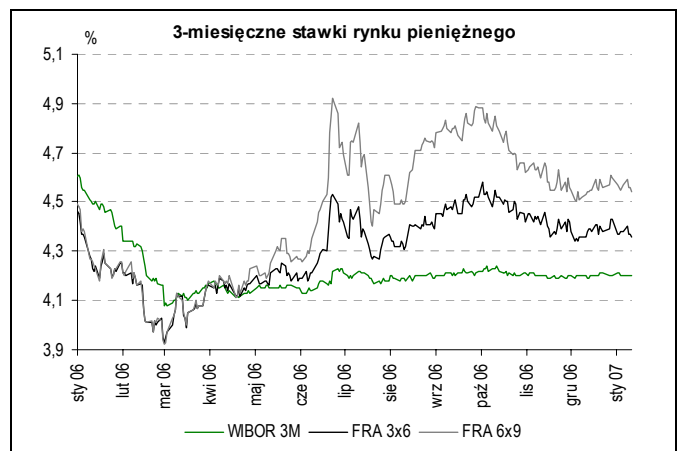
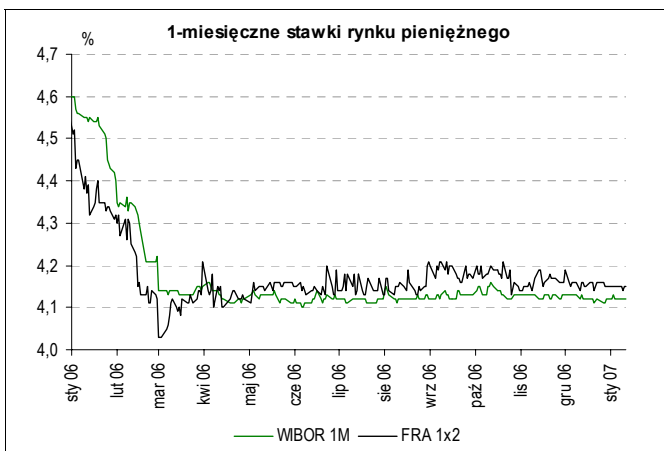
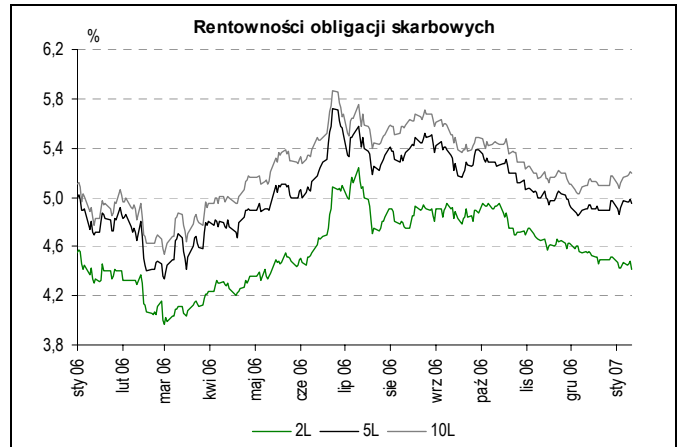
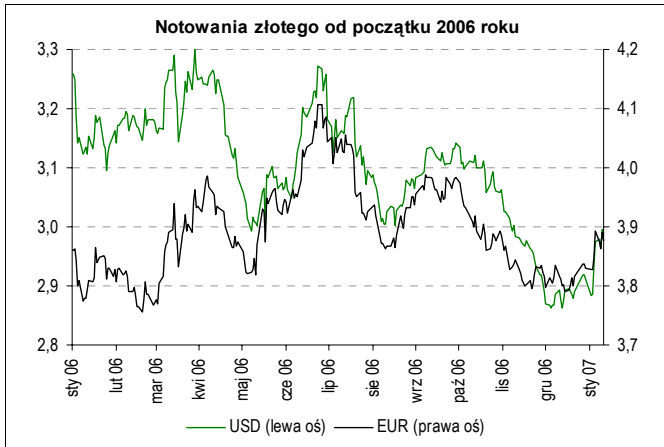


### Spore osłabienie na rynkach bazowych

▪ Rentowności 10-letnich amerykańskich obligacji wzrosły o ok. 17 pb od połowy grudnia za sprawą lepszych danych z gospodarki amerykańskiej (rynek pracy, ISM dla sekt. przetwórczego oraz częściowo także rynek nieruchomości). Ceny Bundów podążały za rynkiem amerykańskim i spadły w jeszcze większym stopniu (ok. 30 pb wzrost rent. obligacji 10-letnich) po lepszych danych ze strefy euro (Ifo). Spread między 10-latkami spadł do 70 pb.

▪ Mimo nieco lepszych danych z gospodarki amerykańskiej Fed sądzymy, że osłabienie gospodarki amerykańskiej przybierze na sile w I-iej połowie roku, co spowoduje cięcia stóp do 4,5%. W związku z komunikatem EBC oraz danymi z krajów strefy euro, że przy dobrych wynikach gospodarek krajów EU-12 stopy procentowe wzrosną do 4,0% do połowy roku, a nawet do 4,25% na koniec 2007 roku.

# Monitor rynku



**Przetargi bonów skarbowych (mln zł)**

OFERTA / SPRZEDAŻ		
Data przetargu	52-tyg.	Suma
06.11.2006	800 / 800	800 / 800
20.11.2006	800 / 800	800 / 800
<b>razem listopad</b>	<b>1 600 / 1 600</b>	<b>1 600 / 1 600</b>
04.12.2006	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
18.12.2006	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
<b>razem grudzień</b>	<b>2 000 / 2 000</b>	<b>2 000 / 2 000</b>
08.01.2007	900 / 900	900 / 900
22.01.2007	900 - 1 100	900 - 1 100
<b>razem styczeń*</b>	<b>1 800 - 2 000</b>	<b>1 800 - 2 000</b>

\* na podstawie informacji Ministerstwa Finansów

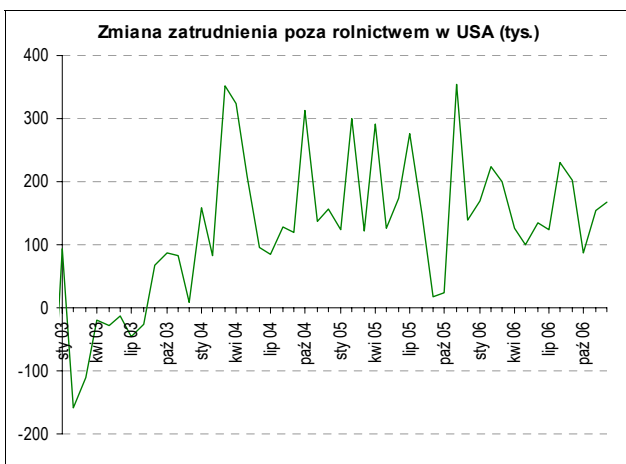
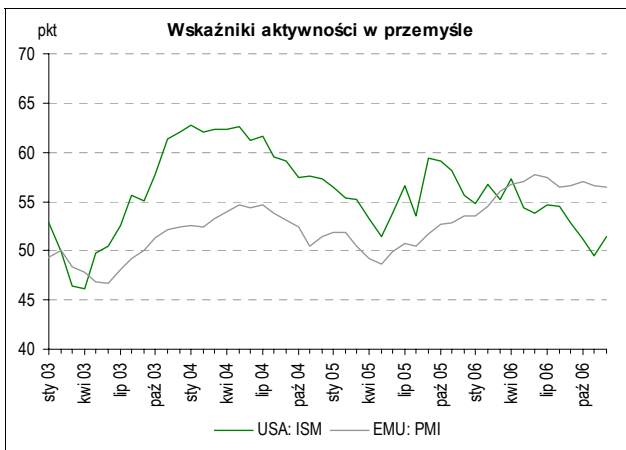
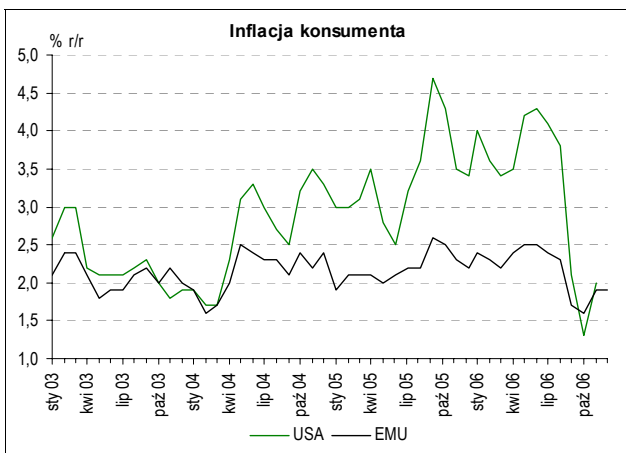
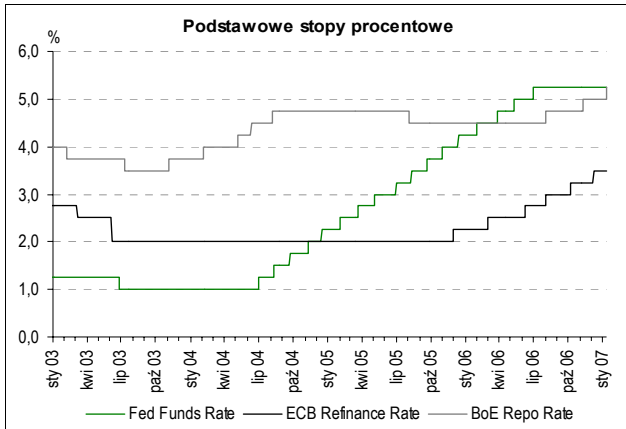
**Przetargi obligacji skarbowych w 2007 r. (mln zł)**

miesiąc	I przetarg			II przetarg			III przetarg			
	data	obligacje	oferta / sprzedaż	data	obligacje	oferta / sprzedaż	data	obligacje	oferta / sprzedaż	
styczeń	-	-	-	10.01	DS1017	1 800 / 1 800	17.01	PS0412	1 800 - 2 800	-
luty	07.02	2L	-	14.02	10L WIBOR   12L CPI	-	21.02	5L	-	-
marzec	07.03	2L	-	14.03	20L	-	21.03	5L	-	-
kwiecień	04.04	2L	-	11.04	10L	-	18.04	5L	-	-
maj	-	-	-	09.05	10L WIBOR   12L CPI	-	16.05	5L	-	-
czerwiec	06.06	2L	-	-	-	-	20.06	5L	-	-
lipiec	04.07	2L	-	11.07	10L	-	-	-	-	-
sierpień	01.08	2L	-	08.08	10L WIBOR   12L CPI	-	-	-	-	-
wrzesień	05.09	2L	-	12.09	20L	-	19.09	5L	-	-
październik	03.10	2L	-	10.10	10L	-	17.10	5L	-	-
listopad	07.11	2L	-	14.11	7L WIBOR   12L CPI	-	21.11	5L	-	-
grudzień	05.12	2L	-	-	-	-	-	5L	-	-

\* razem z przetargiem uzupełniającym

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

## Przegląd międzynarodowy



Źródło: Reuters, EBC, Federal Reserve

**W EMU spodziewane dalsze podwyżki**

- W grudniu Fed pozostawił stopy procentowe bez zmian na poziomie 5,25%. Komunikat podkreślał spowolnienie gospodarcze w USA zwłaszcza w kontekście sytuacji na rynku nieruchomości. Protokół z grudniowego posiedzenia FOMC podkreślił większe ryzyka dla wzrostu gospodarczego zaznaczając jednocześnie, że inflacja wciąż jest najistotniejszą kwestią.
- Na styczniowym posiedzeniu EBC pozostawił stopę procentową na poziomie 3,5%. Komunikat EBC stwierdził, że polityka monetarna jest wciąż akomodacyjna, choć nie zawierał spodziewanego sformułowania o zachowaniu „wzmoczonej czujności” wobec inflacji. Komunikat stwierdzał, że EBC będzie „działał w zdecydowany sposób w odpowiednim czasie” aby zapewnić stabilność cenową. To przesunęło oczekiwania podwyżki stóp procentowych najwcześniej na marzec.

**Dalszy spadek CPI**

- Amerykański CPI w listopadzie pozostał bez zmian w ujęciu miesięcznym (+2,0% r/r) w porównaniu do spadku o 0,5% m/m w październiku. Bazowy CPI także nie zmienił się w ujęciu miesięcznym i spadł do 2,6% r/r z 2,7% r/r. PPI wzrósł w listopadzie aż o 2%, co było spowodowane wzrostem cen ciężarówek. Wskaźnik 12-miesięczny PPI wyniósł 0,9%. Komponent dotyczące energii, benzyny i oleju grzewczego wyniosły odpowiednio 6,1%, 17,9% i 7,7% m/m. Wskaźnik bazowy inflacji PPI wyniósł 1,3% m/m i 1,8% r/r.
- Finalna inflacja HICP w strefie euro w listopadzie wyniosła 1,9% r/r i była powyżej konsensusu rynkowego, który wskazywał na brak zmian z poziomu 1,8% r/r. Wskaźnik bazowy pozostał na poziomie 1,5%. Wstępne dane o HICP za grudzień pokazują brak zmian indeksu na poziomie 1,9%.

**Zaskakująco wysoki ISM**

- Indeks ISM dla sektora przetwórczego w USA wzrósł zaskakująco silnie do 51,4 z 49,5 (oczekiwania: 49,9). Indeks cen płaconych spadł do 47,5 z 53,5, z kolei indeks nowych zamówień wzrósł do 52,1 z 48,7. Wskaźnik ISM dla sektora usług w USA spadł w grudniu do 57,1 z 58,9 w listopadzie. Indeks cen płaconych wzrósł do 59,1 wobec 55,6 miesiąc wcześniej, natomiast indeks zatrudnienia wzrósł do 53,3 z 51,6.
- PMI dla sektora przetwórczego w strefie euro spadł do 56,5 najniższego poziomu od sierpnia z 56,6. Indeks dla sektora usług spadł delikatnie z 57,6 do 57,2. Indeks oczekiwań przedsiębiorstw wzrósł do najwyższego poziomu od ubiegłego maja 65,3 z 64,1.
- Finalne dane o amerykańskim PKB za III kw. zostały zrewidowane w dół do 2,0% kw./kw. To było poniżej oczekiwań na poziomie 2,2% kw./kw. Analitycy oczekiwali braku zmian w porównaniu do poprzednich szacunków. Indeks cen bazowych pozostał bez zmian na poziomie 2,2% kw./kw.

**Lepsze od oczekiwań dane o zatrudnieniu poza rolnictwem**

- Raport ADP pokazał spadek miejsc pracy poza rolnictwem w sektorze prywatnym w grudniu o 40 tys., podczas gdy rynek prognozował wzrost o 128 tys. wobec 158 tys. w poprzednim miesiącu.
- W grudniu liczba nowych miejsc pracy utworzona w Stanach Zjednoczonych poza sektorem rolniczym wyniosła 167 tys. (wzrost o 178 tys. w sektorze usług, spadek o 11 tys. w sektorze wytwórczym) wobec prognozowanych 100 tys., a wartości za poprzednie dwa miesiące zostały zrewidowane w górę w sumie o 29 tys. (za listopad o 22 tys., a za październik o 7 tys.). Stopa bezrobocia pozostała bez zmian na poziomie 4,5%. Średnie godzinowe wynagrodzenie wzrosło o 0,5% m/m (najsilniej od kwietnia 2006) i 4,2% r/r.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>8 stycznia</b> <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i>	<b>9</b>	<b>10</b> <i>POL: Aukcja obligacji 10-letnich</i> USA: Zapasy hurtowe (XI)	<b>11</b> EMU: Spotkanie ECB – decyzja USA: Budżet federalny (XII)	<b>12</b> <i>POL: Podaż pieniądza (XII)</i> USA: Ceny w handlu zagranicznym (XII) USA: Sprzedaż detaliczna (XII)
<b>15</b> <i>POL: Wstępny CPI (XII)</i> EMU: Produkcja przemysłowa (XI)	<b>16</b> <i>POL: Płace brutto i zatrudnienie (XII)</i> <i>POL: Bilans płatniczy (XI)</i> GER: Indeks ZEW (I)	<b>17</b> <i>POL: Aukcja obligacji 5-letnich</i> EMU: Finalny HICP (XII) USA: PPI (XII) USA: Napływ kapitału netto (XI) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnej (XII) USA: Produkcja przemysłu (XII)	<b>18</b> JP: Spotkanie BOJ – decyzja USA: CPI (XII) USAL Liczba rozpoczętych inwestycji budowlanych (XII) USA: Indeks Philadelphia Fed (I)	<b>19</b> <i>POL: Ceny produkcji (XII)</i> <i>POL: Produkcja przemysłowa (XII)</i> USA: Wstępny Michigan (I)
<b>22</b> <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i> <i>POL: Inflacja bazowa (XII)</i>	<b>23</b> <i>POL: Wskaźniki koniunktury (I)</i> JP: Protokół z posiedzenia BOJ USA: Indeks Richmond Fed dla sekt. usług (I)	<b>24</b> <i>POL: Przetarg zamiany</i>	<b>25</b> GER: Ifo indeks (I) USA: Sprzedaż domów (XII)	<b>26</b> EMU: Podaż pieniądza M3 (XII) USA: Zamówienia na dobra trwałe (XII) USA: Sprzedaż nowych domów (XII)
<b>29</b> <i>POL: Sprzedaż detaliczna (XII)</i> <i>POL: Bezrobocie (XII)</i>	<b>30</b> <i>POL: Spotkanie RPP</i>	<b>31</b> <i>POL: Spotkanie RPP – decyzja</i> EMU: Wskaźnik nastrojów (I) EMU: Wstępny HICP (I) USA: Raport ADP (I) USA: Wstępny PKB (IV kw.) USA: Bazowy PCE (IV kw.) USA: Spotkanie Fed – decyzja	<b>1 lutego</b> EMU: PMI sektor przetwórczy (I) USA: Bazowy PCE (XII) USA: ISM sektor przetwórczy (I)	<b>2</b> EMU: PPI (XII) USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (I) USA: Bezrobocie (I) USA: Zamówienia w przemyśle (XII) USA: Finalny Michigan (I)
<b>5</b> <i>POL: Przetarg bonów skarbowych</i> EMU: PMI sektor usług (I) USA: ISM sektor usług (I)	<b>6</b> EMU: Sprzedaż detaliczna (XII)	<b>7</b> <i>POL: Aukcja obligacji 2-letnich</i> USA: Jednostkowe koszty pracy i produktywność pracy (IV kw.)	<b>8</b> EMU: Spotkanie EBC – decyzja USA: Zapasy hurtowe (XII)	<b>9</b>

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

## Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2007 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie RPP	30-31	27-28	27-28	24-25	29-30	26-27	24-25	28-29	25-26	30-31	27-28	18-19
PKB*	-	-	2	-	31	-	-	30	-	-	30	-
Inflacja	15	15 <sup>a</sup>	14 <sup>b</sup>	13	15	13	13	14	13	15	14	13
Inflacja bazowa	22		23 <sup>b</sup>	23	23	22	23	23	24	22	23	21
Ceny producenta	19	19	19	20	21	20	19	20	19	18	20	19
Produkcja przemysłowa	19	19	19	20	21	20	19	20	19	18	20	19
Sprzedaż detaliczna	29	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	16	15	15	18	17	19	17	16	15	16	16	15
Bezrobocie	29	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	2	-	30	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	16 <sup>c</sup>	12	14	13	-	-	-	-	-	-	-	-
Podaż pieniądza	12	14	14	13	-	-	-	-	-	-	-	-
Bilans NBP	5	7	7	6	-	-	-	-	-	-	-	-
Wskaźniki koniunktury	23	22	22	23	23	22	23	23	24	23	23	21

\* dane kwartalne; <sup>a</sup> dane wstępne za styczeń, <sup>b</sup> dane za styczeń i luty, <sup>c</sup> za listopad 2005 itd., <sup>d</sup> za styczeń, <sup>e</sup> za luty

Źródło: GUS, NBP



## Dane i prognozy ekonomiczne

## Wskaźniki miesięczne

		gru 05	sty 06	lut 06	mar 06	kwi 06	maj 06	cze 06	lip 06	sie 06	wrz 06	paź 06	lis 06	gru 06	sty 07
Produkcja przemysłowa	% r/r	9,6	9,8	10,2	16,4	5,7	19,1	12,2	14,3	12,6	11,6	14,8	11,7	6,4	10,1
Sprzedaż detaliczna <sup>c</sup>	% r/r	6,3	8,6	10,2	10,1	13,2	13,7	10,7	11,0	11,5	14,5	13,3	13,6	14,2	13,8
Stopa bezrobocia	%	17,6	18,0	18,0	17,8	17,2	16,5	16,0	15,7	15,5	15,2	14,9	14,8	14,9	15,3
Place brutto <sup>b c</sup>	% r/r	1,5	3,6	4,8	5,4	4,0	5,2	4,5	5,6	5,3	5,1	4,7	3,1	5,9	6,2
Zatrudnienie <sup>b</sup>	% r/r	2,6	2,6	2,4	2,7	2,8	3,0	3,1	3,3	3,5	3,5	3,6	3,8	3,8	3,9
Eksport (w euro) <sup>d</sup>	% r/r	22,5	21,7	19,2	28,2	9,8	32,5	16,9	19,4	21,8	16,6	24,0	18,7	18,9	16,0
Import (w euro) <sup>d</sup>	% r/r	18,6	23,7	22,0	23,9	10,1	29,9	17,2	23,6	23,7	19,2	27,8	17,6	19,5	19,1
Bilans handlowy <sup>d</sup>	mln EUR	-425	6	-229	-130	-108	-439	-103	-450	-518	-356	-269	-300	-550	-203
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	mln EUR	-530	-211	-839	-356	-597	-374	-300	-387	-668	143	-482	-380	-590	-308
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	% PKB	-1,7	-1,6	-1,8	-1,9	-2,1	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9
Deficyt budżetowy (narastająco)	mln PLN	-28,6	0,7	-6,7	-9,0	-10,0	-14,6	-17,7	-15,6	-14,5	-14,5	-16,6	-18,5	-25,5	-1,5
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu <sup>e</sup>	100,0	-2,3	21,9	29,4	32,8	47,8	57,8	51,1	47,5	47,4	54,4	60,7	83,5	5,0
Inflacja (CPI)	% r/r	0,7	0,6	0,7	0,4	0,7	0,9	0,8	1,1	1,6	1,6	1,2	1,4	1,7	2,0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	0,2	0,3	0,7	0,9	1,7	2,3	3,0	3,5	3,3	3,6	3,2	2,6	3,0	3,0
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	10,5	10,4	11,7	9,8	9,6	10,1	11,9	13,0	12,9	13,0	12,3	14,4	14,1	14,8
Depozyty	% r/r	9,4	10,2	10,8	9,1	8,6	8,9	11,4	12,3	12,0	11,6	11,4	13,1	13,1	13,2
Kredyty	% r/r	11,8	12,3	13,5	13,6	12,2	12,4	16,0	16,7	18,0	19,2	19,5	20,7	22,3	23,2
USD/PLN	PLN	3,25	3,16	3,18	3,23	3,20	3,05	3,17	3,15	3,05	3,12	3,09	2,97	2,88	2,98
EUR/PLN	PLN	3,85	3,82	3,79	3,88	3,92	3,90	4,02	4,00	3,90	3,97	3,90	3,82	3,81	3,87
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	4,50	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	6,00	6,00	5,75	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
WIBOR 3M	%	4,62	4,49	4,26	4,12	4,14	4,15	4,17	4,19	4,19	4,21	4,22	4,20	4,20	4,20
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,38	4,22	3,97	3,87	3,95	4,02	4,20	4,30	4,35	4,44	4,35	4,29	4,20	4,20
Rentowność obligacji 2L	%	4,64	4,40	4,20	4,10	4,28	4,44	4,75	4,95	4,85	4,87	4,84	4,65	4,54	4,50
Rentowność obligacji 5L	%	5,04	4,82	4,60	4,59	4,80	5,00	5,33	5,37	5,41	5,31	5,24	5,01	4,91	4,95
Rentowność obligacji 10L	%	5,14	4,94	4,78	4,78	5,02	5,26	5,54	5,55	5,61	5,48	5,39	5,18	5,10	5,20

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

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

**Wskaźniki kwartalne i roczne**

		2004	2005	2006	2007	I kw. 06	II kw. 06	III kw. 06	IV kw. 06	I kw. 07	II kw. 07	III kw. 07	IV kw. 07
PKB	mld PLN	923,2	980,7	1 045,7	1 124,7	240,9	251,7	258,6	294,5	259,5	272,2	276,8	316,2
PKB	% r/r	5,3	3,5	5,7	5,3	5,2	5,5	5,8	6,1	5,5	5,7	5,0	4,9
Popyt krajowy	% r/r	5,9	2,4	5,6	5,9	4,8	4,8	6,1	6,5	5,8	6,5	5,6	5,6
Spożycie indywidualne	% r/r	4,0	1,9	5,3	5,1	5,2	4,9	5,5	5,5	5,6	5,1	5,0	4,8
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,3	6,5	14,5	12,5	7,7	14,8	19,8	14,0	18,0	14,0	12,0	10,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	12,3	4,0	11,9	8,2	12,4	12,1	12,3	11,0	8,4	9,5	7,8	7,2
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	7,1	1,5	12,0	12,4	9,0	11,8	13,8	13,4	14,4	14,0	11,4	9,7
Stopa bezrobocia <sup>a</sup>	%	19,1	17,6	14,9	13,0	17,8	16,0	15,2	14,9	15,4	13,7	13,0	13,0
Place realne brutto <sup>c</sup>	% r/r	0,8	1,2	3,7	3,9	4,3	3,9	4,1	3,1	3,7	4,0	4,3	3,8
Zatrudnienie <sup>c</sup>	% r/r	-0,8	1,9	3,2	3,6	2,6	3,0	3,4	3,7	3,9	3,7	3,5	3,2
Eksport (w euro) <sup>b</sup>	% r/r	22,3	17,8	20,6	14,8	23,3	19,5	19,3	20,5	16,0	15,5	14,5	13,5
Import (w euro) <sup>b</sup>	% r/r	19,5	13,4	21,5	16,6	23,3	19,0	22,2	21,6	17,8	17,5	15,5	16,0
Bilans handlowy <sup>b</sup>	mln EUR	-4 552	-2 242	-3 439	-5 724	-352	-646	-1 322	-1 119	-806	-1 212	-1 759	-1 947
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	mln EUR	-8 670	-4 130	-5 021	-6 086	-1 396	-1 266	-907	-1 452	-1 545	-1 527	-1 039	-1 975
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	% PKB	-4,3	-1,7	-1,9	-2,1	-1,9	-2,0	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-2,0	-2,1
Deficyt budżetowy <sup>a</sup>	mld PLN	-41,5	-28,6	-25,5	-30,0	-9,0	-17,7	-14,5	-25,5	-11,1	-18,0	-21,0	-30,0
Deficyt budżetowy	% PKB	-4,5	-2,9	-2,4	-2,7	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	3,5	2,1	1,1	2,2	0,6	0,8	1,4	1,4	2,2	2,2	1,9	2,4
Inflacja (CPI) <sup>a</sup>	% r/r	4,4	0,7	1,7	2,5	0,4	0,8	1,6	1,7	2,5	2,4	1,9	2,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	7,0	0,7	2,6	2,5	0,9	3,0	3,6	3,0	3,2	2,2	1,8	2,8
Podaż pieniądza (M3) <sup>a</sup>	% r/r	8,7	10,5	14,1	10,7	9,8	11,9	13,0	14,1	14,4	13,7	13,2	11,1
Zobowiązania <sup>a</sup>	% r/r	8,1	9,4	13,1	10,7	9,1	11,4	11,6	13,1	12,9	12,4	12,0	11,8
Należności <sup>a</sup>	% r/r	2,9	11,8	22,3	15,5	13,6	16,0	19,2	22,3	22,6	21,4	20,2	19,2
USD/PLN	PLN	3,65	3,23	3,10	2,95	3,19	3,14	3,10	2,98	2,96	2,93	2,96	2,94
EUR/PLN	PLN	4,53	4,02	3,90	3,86	3,83	3,95	3,96	3,85	3,87	3,89	3,88	3,80
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	6,50	4,50	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	8,00	6,00	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
WIBOR 3M	%	6,21	5,29	4,21	4,30	4,29	4,15	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20
Rentowność bonów 52-tyg.	%	6,50	4,92	4,18	4,30	4,02	4,06	4,37	4,28	4,30	4,30	4,30	4,30
Rentowność obligacji 2L	%	6,89	5,04	4,57	4,73	4,23	4,49	4,89	4,67	4,75	4,70	4,60	4,85
Rentowność obligacji 5L	%	7,02	5,25	5,03	5,14	4,67	5,04	5,36	5,05	5,15	5,10	5,00	5,30
Rentowność obligacji 10L	%	6,84	5,24	5,22	5,34	4,83	5,27	5,55	5,22	5,35	5,30	5,20	5,50

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

<sup>a</sup> wartość na koniec okresu; <sup>b</sup> dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji; <sup>c</sup> w sektorze przedsiębiorstw

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 11.01.2007 r. zostało przygotowane przez:

## **ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY**

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

Email: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto: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](mailto: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.

