

### W tym miesiącu:

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

**Maciej Reluga**  
Główny Ekonomista  
022 586 8363

**Piotr Bielski**  
022 586 8333

**Piotr Bujak**  
022 586 8341

**Cezary Chrapek**  
022 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

## Zmiany na lepsze

▪ **Nie było niespodzianką, że na pierwszym posiedzeniu w tym roku, a jednocześnie pierwszym pod przewodnictwem nowego prezesa NBP, Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy bez zmian. Na uwagę zasługuje jednak znaczna poprawa komunikatu.** W opinii Rady obecne stopy procentowe są odpowiednie dla stabilizacji inflacji w pobliżu celu, a podwyżka może być konieczna tylko jeżeli przyszłe dane (szczególnie dotyczące sytuacji na rynku pracy) pokażą czynniki mniej korzystne dla inflacji niż oczekiwane przez Radę. Nie przewidujemy, aby ten negatywny scenariusz się zrealizował i podtrzymujemy prognozę wzrostu stóp procentowych dopiero na początku 2008 roku.

▪ **Zmiany w sposobie komunikacji z rynkami finansowymi powinny zwiększyć przejrzystość decyzji RPP.** W styczniowym *Raporcie o inflacji* znalazł się zapis dyskusji Rady i rozpatrywanych zagadnień na posiedzeniach decyzyjnych (ang. *minutes*). Wynika z niego, że głównymi zagadnieniami poruszonymi podczas dyskusji, które jednocześnie różniły członków Rady, były perspektywy kształtowania się kursu walutowego, wpływ sytuacji na rynku pracy na inflację oraz wpływ struktury wzrostu na przyszłą inflację. Od maja taki zapis dyskusji ma być publikowany co miesiąc, przed kolejnym posiedzeniem RPP, a zapowiedziano również dalszą zmianę formy oficjalnego komunikatu po posiedzeniu. Tego typu inicjatywy postrzegamy jako kroki w dobrym kierunku, które mogą pomóc w prognozowaniu przyszłych decyzji Rady.

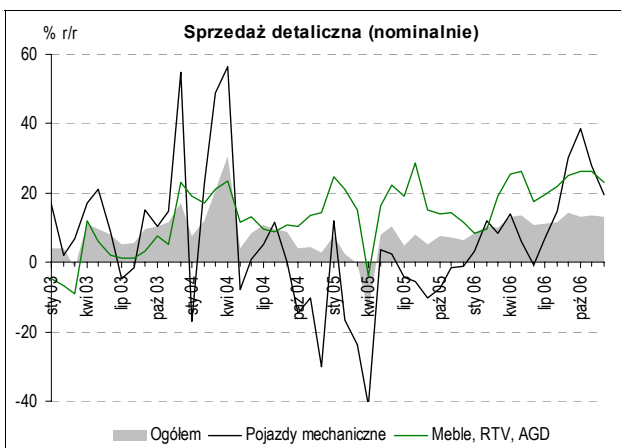
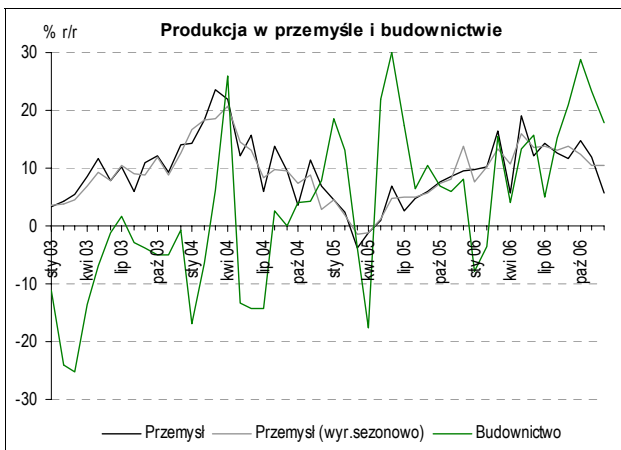
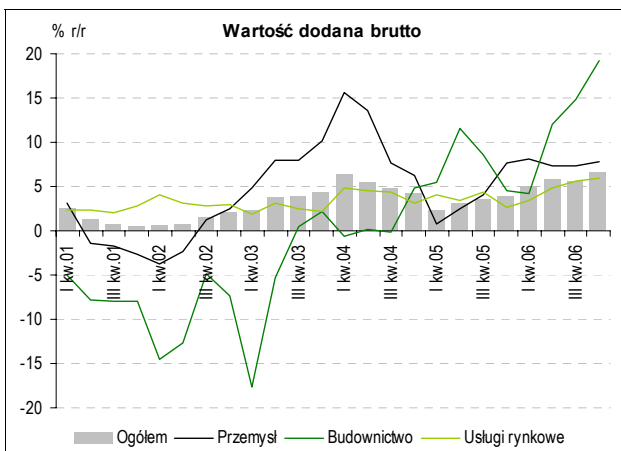
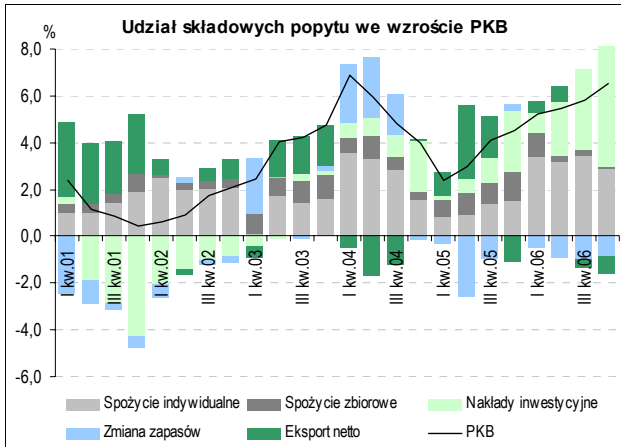
▪ **Jednocześnie jednak, z pewnym zdziwieniem przyjmujemy zachodzące ostatnio zmiany oczekiwań odnośnie stóp procentowych.** Nasz pogląd na stabilne stopy procentowe do końca 2007 roku, który utrzymujemy od ostatniej zmiany stóp w lutym 2006, znajduje coraz więcej zwolenników. Podczas gdy kilka miesięcy temu byliśmy niemalże osamotnieni nie oczekując podwyżki do 2008 roku, jest to coraz częściej pojawiająca się opinia w ankiecie Reutera. Naszym zdaniem, dane opublikowane w ostatnich miesiącach raczej zwiększyły, a nie zmniejszyły prawdopodobieństwo podwyżki stóp w tym roku. Co prawda nie jest to wciąż najbardziej prawdopodobny scenariusz, ale takiej zmianie bilansu ryzyk dała również wyraz Rada wprowadzając nieformalne restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej.

▪ **Po raz kolejny poprawie ulegają nasze (ale nie tylko) prognozy dotyczące wzrostu gospodarczego.** Nastąpiło to po publikacji wstępnych danych odnośnie tempa wzrostu PKB w 2006, który wyniósł 5,8%, lekko przewyższając prognozy, co oznacza, że w IV kwartale ub.r. wzrost wyraźnie przekroczył 6% (wg naszych szacunków wyniósł ok. 6,5%). Przewidujemy, że w 2007 r. wzrost PKB wyniesie ok. 5,5%, przy czym kwartalne tempo wzrostu będzie się stopniowo zmniejszało w ciągu roku. Najważniejszymi źródłami wzrostu pozostaną inwestycje i konsumpcja prywatna.

Na rynku finansowym 31 stycznia 2007 r.:					
Stopa depozytowa NBP	2,50	WIBOR 3M	4,19	USDPLN	3,0400
Stopa referencyjna NBP	4,00	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	4,07	EURPLN	3,9320
Stopa lombardowa NBP	5,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	4,84	EURUSD	1,2934

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 09.02.2007 r.

## Gospodarka Polski

**Wzrost PKB najwyższy od dziewięciu lat**

Wzrost PKB w 2006 wyniósł 5,8%, lekko przewyższając prognozy, co było najszybszym tempem wzrostu od 1997 roku. Nakłady inwestycyjne zwiększyły się o 16,7%, najszybciej od dekady, a konsumpcja prywatna wzrosła w ciągu roku o 5,2%.

Wg naszych szacunków, opartych na danych za cały rok oraz wynikach z trzech pierwszych kwartałów, wzrost PKB w IV kwartale 2006 wyniósł ok. 6,5% r/r, czyli najwięcej od I kw. 2004, kiedy to polska gospodarka odczuwała skokowy wzrost aktywności w przededniu wstąpienia do Unii Europejskiej. Wzrost konsumpcji prywatnej nieznacznie spowolnił pod koniec roku, do ok. 5,1% r/r z 5,5% w III kwartale, a wzrost inwestycji utrzymał się na bardzo wysokim poziomie powyżej 19% r/r.

Dane potwierdziły, że wzrost gospodarczy w Polsce jest nie tylko szybki, ale też w dużym stopniu zrównoważony. Nasze szacunki wskazują, że ujemna kontrybucja salda handlu zagranicznego do PKB pogłębiła się i w IV kwartale wynosiła ok. -0,8 pkt. proc. wobec -0,3 pp w III kw. Jednak wciąż jest to stosunkowo bezpieczny poziom, przede wszystkim dzięki świetnym wynikom polskich eksporterów.

Popyt krajowy pozostaje silnym źródłem wzrostu PKB, przy czym główny ciężar spoczywa nie na konsumpcji, ale na inwestycjach. Ich mocny wzrost, który najprawdopodobniej będzie kontynuowany w kolejnych kwartałach, zapowiada podwyższenie produktu potencjalnego w przyszłości, co będzie łagodziło presję inflacyjną wynikającą ze wzrostu popytu w średnim okresie.

Przewidujemy, że w 2007 r. wzrost PKB wyniesie ok. 5,5% (co oznacza lekką podwyżkę prognozy po ostatnich danych), przy czym kwartalne tempo wzrostu będzie się stopniowo zmniejszało w ciągu roku. Najważniejszymi źródłami wzrostu pozostaną inwestycje i konsumpcja prywatna.

**Przejdzie niższy wzrost produkcji w grudniu**

Wzrost produkcji przemysłowej spowolnił w grudniu do 5,7% r/r za sprawą mniejszej liczby dni roboczych. Po korekcie uwzględniającej ten czynnik oraz wahania sezonowe wzrost wyniósł 10,5% r/r wobec 10,2% r/r w listopadzie, co oznacza kontynuację trendu wzrostowego w przemyśle.

Równocześnie, bardzo dynamicznie rozwijała się produkcja w budownictwie, czemu oprócz dobrej koniunktury i silnego popytu sprzyjały korzystne warunki atmosferyczne. W grudniu produkcja budowlano-montażowa wzrosła o prawie 18% r/r (aż 26% po wyeliminowaniu czynników sezonowych).

Firmy najwyraźniej planują dalszą szybką ekspansję w kolejnych miesiącach, na co wskazuje kontynuacja wzrostu zatrudnienia, rosnąca dynamika kredytów dla przedsiębiorstw oraz pozytywne wyniki badań koniunktury (patrz dalej).

**Sprzedaż detaliczna nadal mocna**

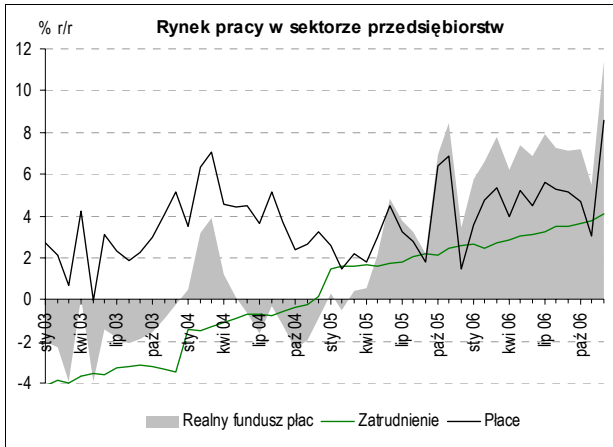
Nominalny wzrost sprzedaży detalicznej wyniósł w grudniu 13,3% r/r, co było mniej więcej zgodne z oczekiwaniami rynku i na poziomie zbliżonym jak w poprzednich miesiącach.

Co ciekawe, realny wzrost sprzedaży był nawet wyższy od wzrostu nominalnego i wyniósł 13,7%, a w całym roku był dokładnie na takim samym poziomie jak nominalny. Pokazuje to brak presji na wzrost cen detalicznych w handlu.

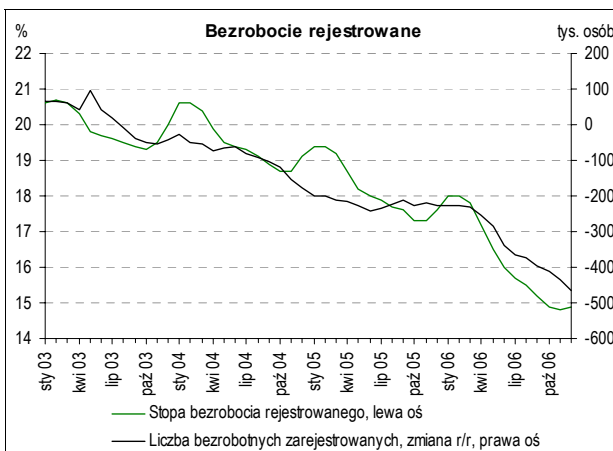
W 2006 r. sprzedaż detaliczna wzrosła o 12%, co stanowiło niemalże trzykrotność tempa wzrostu odnotowanego w 2005 r. i odzwierciedla ożywienie popytu konsumpcyjnego.

Trwający szybki wzrost płac i zatrudnienia (szczegóły na następnej stronie) pozwalają oczekiwać, że wysoka dynamika sprzedaży utrzyma się w kolejnych miesiącach 2007 roku, stanowiąc silne wsparcie dla wzrostu gospodarczego.

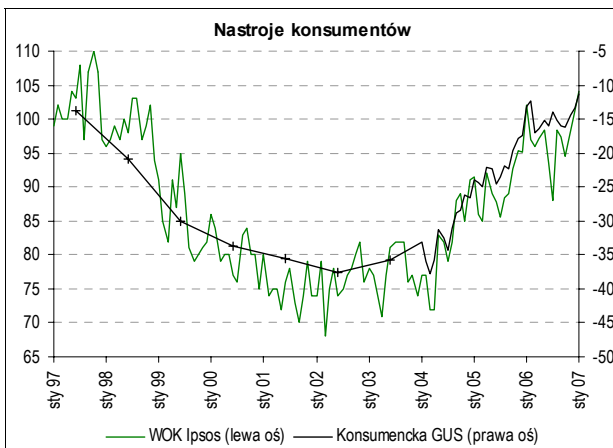
## Gospodarka Polski

**Płace i zatrudnienie rosną coraz szybciej**

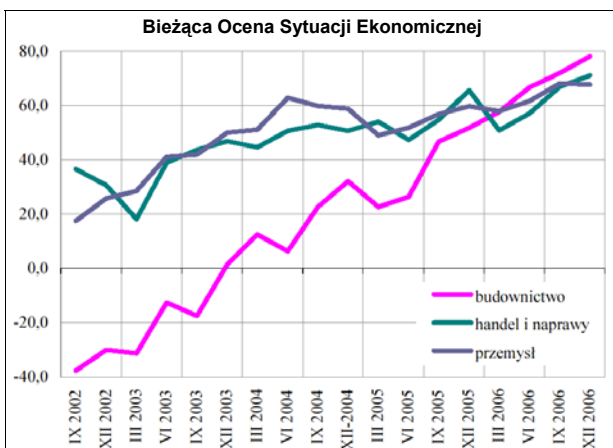
- Z każdym miesiącem przyspiesza wzrost zatrudnienia w przedsiębiorstwach – w grudniu padł kolejny rekord i liczba zatrudnionych wzrosła o 4,1% r/r (tj. prawie 200 tys. rocznie).
- Wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw wyniósł w grudniu aż 8,5% r/r, znacznie przewyższając prognozy. Wynik ten był nieco zawyżony w związku z przesunięciem wypłat premii górniczych w 2005 roku; dlatego dynamika płac w listopadzie 2006 (3,1% r/r) była poniżej, a w grudniu powyżej trendu. Jednak średni wzrost płac w okresie listopad-grudzień (5,8% r/r) wskazuje na wyraźne przyspieszenie w końcówce roku.
- Fundusz płac w firmach zwiększył się w grudniu aż o 13% r/r nominalnie i 11,4% r/r realnie, co jest prawie najwyższym wynikiem po 1989 r. Niewątpliwie będzie to mocnym wsparciem dla konsumpcji prywatnej w kolejnych miesiącach.

**Nieznaczny, sezonowy wzrost bezrobocia**

- Stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła w grudniu 14,9%, zaledwie 0,1 pkt. więcej niż w listopadzie.
- Był to jedyny miesiąc w 2006 roku, w którym nastąpił wzrost stopy bezrobocia. Co więcej był to wzrost typowo sezonowy i o wiele słabszy niż zwykle o tej porze roku. W ujęciu rocznym stopa bezrobocia spadła o 2,7 pkt. proc., a liczba bezrobotnych zarejestrowanych w urzędach pracy zmniejszyła się o 464 tys., co stanowi kolejny wynik najlepszy od niemal dziesięciu lat.
- Do końca I kwartału br. możliwy jest dalszy sezonowy wzrost bezrobocia (w styczniu do 15,2% wg szacunku resortu pracy), ale w kolejnych miesiącach 2007r. spodziewamy się spadku, do ok. 13% w grudniu.

**Coraz wyższy optymizm konsumentów**

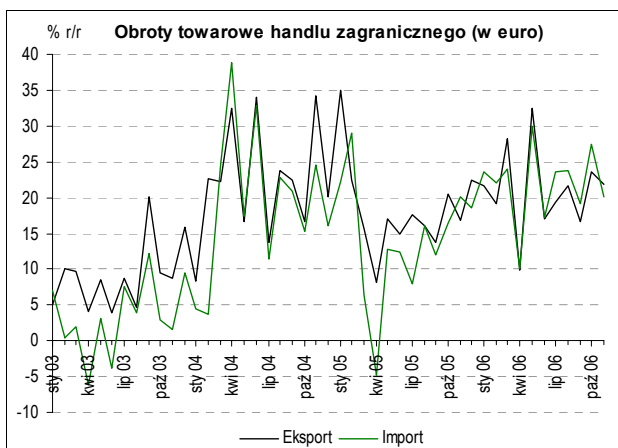
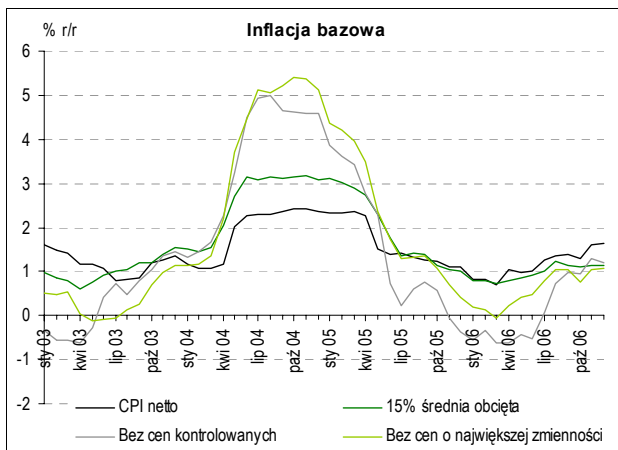
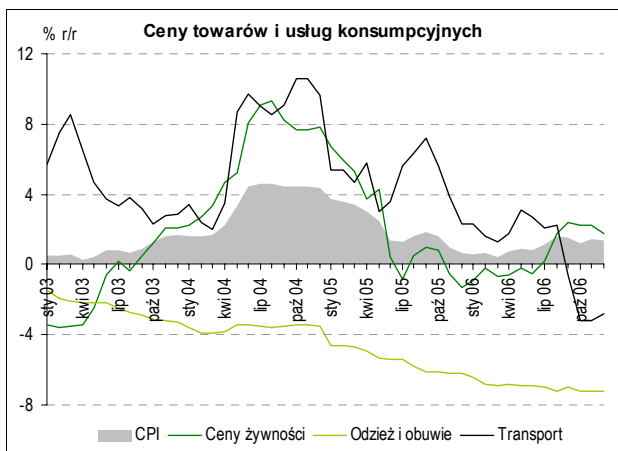
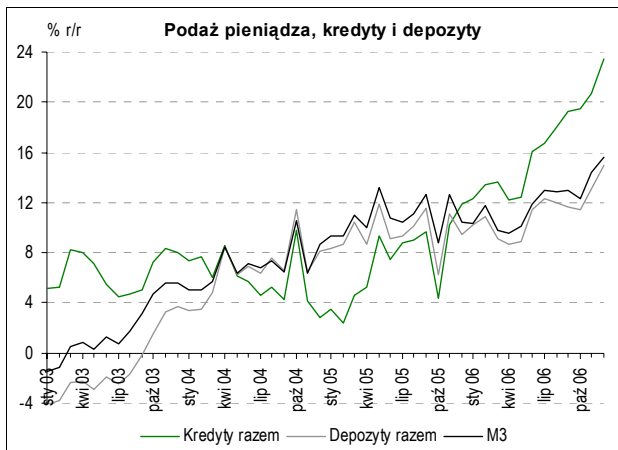
- Systematyczna i silna poprawa sytuacji na rynku pracy, która przekłada się na dochody gospodarstw domowych, sprzyja poprawie nastrojów konsumentów.
- Chociaż tempo poprawy nieco przygasło w styczniu, wyniki dostępnych badań wskazują, że poziom optymizmu gospodarstw domowych jest obecnie najwyższy od roku 1997.
- Co ciekawe, od grudnia pogorszyły się oczekiwania konsumentów dotyczące ogólnej sytuacji gospodarczej w kraju, co może sugerować brak wiary w trwałość ożywienia.
- Z drugiej strony wskaźniki skłonności do zakupów oraz obawy przed bezrobociem wciąż silnie się poprawiają, zapowiadając, że popyt konsumpcyjny nie powinien słabnąć w najbliższym czasie.

**Nastroje przedsiębiorców również bardzo dobre**

- Optymistycznie kształtują się również oceny koniunktury formułowane przez przedsiębiorców.
- Wg kwartalnego badania kondycji sektora przedsiębiorstw NBP, oceny bieżącej sytuacji ekonomicznej w IV kw. 2006 pozostały na jednym z najwyższych poziomów w historii badań.
- Rekordowo niski poziom osiągnęły oceny bariery popytu, na najwyższych poziomach w historii były prognozy zatrudnienia i coraz wyraźniejsze były problemy firm ze znalezieniem wykwalifikowanych pracowników. W efekcie, zwiększyły się sygnały o rosnącej presji płacowej.
- Przedsiębiorstwa planują dalszy szybki wzrost inwestycji, w coraz większym stopniu finansowany kredytem bankowym.

Źródło: GUS, NBP, Ipsos, obliczenia własne

## Gospodarka Polski

**Ożywienie na rynku kredytów przybiera na sile**

- Podaż pieniądza ogółem zwiększyła się w grudniu o 15,7% r/r, co jest najszybszym tempem wzrostu od 5,5 lat. Depozyty gospodarstw domowych wzrosły o 9,7% r/r, a firm o 25,6% r/r.
- Wzrost kredytów ogółem przyspieszył do 23,4% r/r, najmocniej od 2000 r. Co ważne, szybki wzrost kredytów wynika nie tylko z coraz wyższej dynamiki zadłużania się gospodarstw domowych (grudzień był ostatnim miesiącem, w którym można było podpisać umowę kredytową, aby skorzystać z ulgi odsetkowej), ale coraz szybciej rośnie również akcja kredytowa dla przedsiębiorstw – w grudniu kredyty firm podskoczyły 14,6% r/r.
- Szybki wzrost agregatów pieniężnych będzie zapewne uważnie obserwowany przez RPP, ale jak na razie zagrożenia dla inflacji płynące z tendencji na rynku kredytów i depozytów są niewielkie.

**Inflacja nadal poniżej celu**

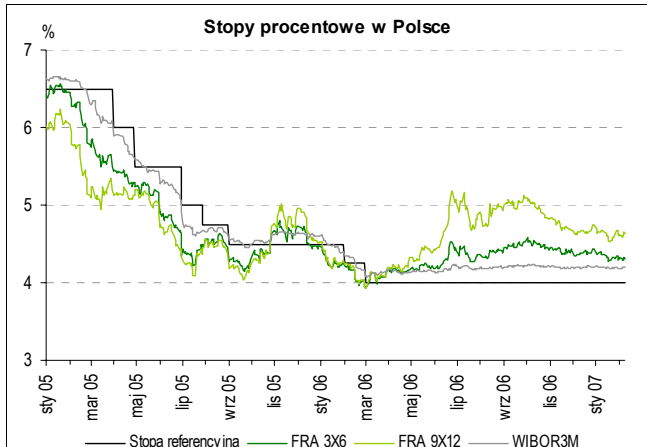
- Wzrost CPI w grudniu wyniósł 1,4% r/r, pozostając na poziomie z listopada, mimo powszechnie oczekiwanego wzrostu.
- Było to w dużym stopniu zasługą spadku cen żywności i paliw. Ceny żywności zmniejszyły się w grudniu o 0,3% m/m, co spowodowało spowolnienie ich rocznej dynamiki do 1,8% wobec 2,2% w listopadzie, a ceny paliw spadły aż o 4% m/m i 6,3% r/r.
- Jednak ceny pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych również nie wykazywały w końcówce roku wyraźnych tendencji wzrostowych, czego odzwierciedleniem była m.in. stabilizacja miar inflacji bazowej, w tym inflacji netto na poziomie 1,6% r/r.
- Wszystkie wskaźniki inflacji bazowej utrzymały się w grudniu na niskim poziomie, znacznie poniżej celu inflacyjnego 2,5%, a wszystkie z wyjątkiem jednego nawet poniżej dolnej granicy dopuszczalnych odchyień od tego celu (1,5%).
- Wzrost PPI wyniósł wzrost w grudniu z 2,5% do 2,8% r/r, ale głównie za sprawą niskiej bazy, bo od sierpnia 2006 r. włącznie ceny w przemyśle spadają w ujęciu miesiąc do miesiąca. Wzrost cen produkcji w przetwórstwie przemysłowym wyniósł 1,7% r/r wobec 1,1% w listopadzie.
- Niewątpliwie grudniowe dane nt. inflacji wskazują na brak oznak presji inflacyjnej, w szczególności takiej, która mogłaby zagrozić trwałym przekroczeniem celu inflacyjnego przez wskaźnik CPI w średnim okresie.
- Według naszych prognoz zarówno inflacja CPI jak i inflacja netto będą wzrastać w tym roku, ale tempo tego wzrostu będzie bardzo umiarkowane i przez cały rok obydwa wskaźniki nie powinny przekroczyć poziomu 2,5%.

**Wysoki deficyt obrotów bieżących mimo silnego eksportu**

- Deficyt obrotów bieżących w listopadzie okazał się większy niż oczekiwano, osiągając 510 mln €. Jednak deficyt handlowy był mniejszy od prognoz i wyniósł 246 mln €, głównie za sprawą doskonałego wyniku eksportu. Sprzedaż polskich towarów za granicę wzrosła w grudniu o 21,9% r/r i osiągnęła blisko 9 mld €, natomiast import zwiększył się o 20% r/r do niespełna 9,2 mld €.
- Za większy od oczekiwań deficyt obrotów bieżących odpowiadało głównie ujemne saldo dochodów, co wiąże się z wypłatami wysokich dywidend od rekordowych zysków, jakie w ostatnim okresie notują działające w Polsce przedsiębiorstwa.
- 12-miesięczny skumulowany deficyt obrotów bieżących utrzymał się na niskim poziomie 2% PKB. Ponadto, jest on finansowany przez rosnący napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych. W listopadzie w tej postaci napłynęło do Polski 1,4 mld €.

Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

## Pod lupą: Bank centralny



### Fragmety komunikatu RPP z 31 stycznia 2007

W ocenie Rady w krótkim okresie inflacja CPI będzie wyraźnie niższa niż wskazuje projekcja styczniowa, co jest związane z najprawdopodobniej niższymi niż przewiduje projekcja cenami ropy i żywności. Również inflacja bazowa netto może ukształtować się na poziomie wyraźnie niższym niż przewiduje projekcja.

W średnim okresie, mimo oczekiwanego pewnego obniżenia tempa wzrostu PKB może wystąpić stopniowe zwiększenie dynamiki płac prowadzące do wzrostu inflacji. Rada ocenia, że wzrost inflacji będzie prawdopodobnie umiarkowany, o ile utrzyma się wysokie tempo wzrostu wydajności oraz niska dynamika cen zewnętrznych, związana z procesem globalizacji i towarzyszącym jej wzrostem konkurencji na rynku dóbr i usług podlegających wymianie międzynarodowej.

Rada uznala, że obecny poziom stóp procentowych NBP sprzyja utrzymaniu inflacji w średnim okresie w pobliżu celu 2,5%. Ustabilizowanie inflacji na poziomie celu i stworzenie w ten sposób warunków dla stabilnego długofalowego wzrostu gospodarczego może jednak wymagać zacieśnienia polityki pieniężnej. Przyszłe decyzje Rady będą zależały od nowych informacji dotyczących procesów gospodarczych w Polsce i na świecie oraz ich wpływu na perspektywę inflacji w Polsce.

Głosowania RPP	paź. 06, +25pb	lis. 06, +25pb	gru. 06, +25pb*
Balcerowicz	+	+	+
Czekaj	-	-	-
Filar	+	+	+
Nieckarz	-	-	-
Noga	+	+	+
Owsiak	-	-	-
Pietrewicz	-	-	-
Sławiński	-	-	-
Wasilewska-Trenkner	+	+	+
Wojtyła	-	-	-

\* wyników grudniowego posiedzenia jeszcze nie znamy, jednak zakładamy, że „jastrzębi” członkowie byli konsekwentni

### Projekcje inflacji (% r/r)

	Sty 06	Kwi 06	Lip 06	Paź 06	Sty 07
IV kw. 2007	1,1-3,6	1,3-3,4	1,5-3,5	1,9-3,8	2,1-3,8
IV kw. 2008	0,8-3,9	1,2-3,9	1,7-4,3	2,2-4,6	2,2-4,5
IV kw. 2009	-	-	-	-	2,4-5,2

### Projekcje wzrostu PKB (%)

	Sty 06	Kwi 06	Lip 06	Paź 06	Sty 07
2007	3,4-5,2	3,4-5,8	3,6-5,9	4,1-6,2	4,9-6,7
2008	3,6-5,5	3,5-6,2	4,0-6,6	4,5-7,0	3,6-6,4
2009	-	-	-	-	3,5-6,5

Zródło: NBP, Raporty o inflacji

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

Zródło: NBP, Reuters

### Nastawienie restrykcyjne nie oznacza podwyżek

Na pierwszym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej w tym roku, a zarazem pierwszym pod przewodnictwem nowego prezesa NBP, główna stopa procentowa została utrzymana bez zmian na poziomie 4,0%, co było zgodne z oczekiwaniami.

Wydaje się, że stwierdzenia Rady Polityki Pieniężnej zawarte w komunikacie wskazują, że ocena perspektyw inflacyjnych i sytuacji gospodarczej przez Radę jest zgodna z naszym poglądem. Rada spodziewa się takiego scenariusza, który będzie sprzyjał utrzymaniu inflacji na umiarkowanym poziomie, co nie będzie wymagało podwyżek stóp w najbliższych miesiącach. Jeżeli jednak przyszłe dane – w szczególności dotyczy to informacji z rynku pracy – będą odbiegały od przewidywań RPP i pokażą wzrost roli czynników niekorzystnych dla przyszłej inflacji, ocena Rady może ulec zmianie i wówczas pojawi się możliwość zacieśnienia polityki.

Ponieważ w prognozowanym przez nas najbardziej prawdopodobnym scenariuszu makroekonomicznym nie zakładamy wystąpienia napięć płacowych i inflacyjnych w 2007 roku, które zagrażałyby celowi inflacyjnemu, podtrzymujemy prognozę, że podwyżka stóp procentowych nastąpi dopiero na początku 2008 roku.

Bardzo pozytywnie należy ocenić dokonane i zapowiedziane zmiany z komunikacji RPP, szczególnie publikację tzw. *minutes* (protokół dyskusji na posiedzeniach), które najpierw pojawiły się w *Raporcie o inflacji*, a od maja mają być publikowane co miesiąc. Zmianie ulegnie również forma oficjalnego komunikatu po posiedzeniu (już w styczniu brzmiał on dużo lepiej). Tego typu inicjatywy postrzegamy jako kroki w dobrym kierunku, które mogą pomóc w prognozowaniu przyszłych decyzji RPP przez rynek finansowy.

### I kto to mówi, część pierwsza

Nie jest niespodzianką, że w październiku i listopadzie zgłoszone zostały wnioski o podwyżkę stóp procentowych o 25 pkt bazowych (zapewne podobnie było w grudniu), które nie uzyskały większości głosów.

Wyniki głosowania (szczegóły obok) wskazują wyraźnie na poglądy których członków Rady należy zwracać szczególną uwagę, aby oceniać szanse na zmiany stóp procentowych.

Ważne jest nie tylko kto się wypowiada, ale i co mówi. W szczególności, ważne są kwestie, o których jest mowa w *minutes* za IV kw. Wynika z nich, że głównymi zagadnieniami poruszonymi podczas dyskusji, które jednocześnie różniły członków Rady, były perspektywy kształtowania się kursu walutowego, wpływ sytuacji na rynku pracy na inflację oraz wpływ struktury wzrostu na przysza inflację.

### Projekcja wysoka, ale czynniki ryzyka w dół

Nowa projekcja inflacji przewiduje nieznacznie wyższą inflację w IV kw. 2007, mniej więcej zbliżoną do poprzedniej w 2008 r. oraz kontynuację wzrostu CPI powyżej celu w 2009 roku (ten rok pojawił się w projekcji po raz pierwszy).

Po raz pierwszy od dłuższego czasu, bilans czynników ryzyka dla projekcji, według jej autorów, jest w dół, a nie w górę, gdyż faktyczna presja kosztowa w gospodarce jest obecnie mniejsza niż sugeruje model, a wzrostowi jednostkowych kosztów pracy może nie towarzyszyć wzrost cen, lecz spadek zysków (m.in. w wyniku rosnącej konkurencji).

W krótkim okresie bardziej prawdopodobna jest niższa inflacja niż w projekcji, a w dłuższej perspektywie kierunek odchylenia od projekcji jest trudny do określenia, choć mocniejszy kurs złotego może również powodować odchylenie w dół.

## Pod lupą: Bank centralny

### Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

### Komentarz

#### Sławomir Skrzypek, prezes NBP konferencja prasowa, PAP, 31 stycznia

Obecny poziom inflacji, można powiedzieć, że jest zbyt niski, ale można też powiedzieć, że mamy pewną rezerwę do tego, że w przypadku wzrostu dalej mieścić się będziemy w okolicach celu inflacyjnego.

Przeżywamy okres stabilności złotego (...) i poziom ten powinien się utrzymać i raczej oczekiwać można aprecjacji niż deprecjacji. RPP wyposażyła zarząd w ten instrument (interwencji rynkowych), ale ja jestem jego przeciwnikiem. Jednak mogą się zdarzyć takie sytuacje, jeśli będzie wymagała sytuacja. Jednak samym interwencjom jestem przeciwny.

Chciałbym znacząco wzmocnić obszar analiz w naszym banku. Będę go chciał rozszerzyć i wzmocnić, dodać następne moduły. Będzie to jeden z priorytetów. Moją ambicją jest, by analizy NBP odgrywały coraz ważniejszą rolę w systemie banków centralnych w Europie.

Można powiedzieć, że pierwsza konferencja prasowa nowego prezesa NBP zakończyła się sukcesem. Szczególnie wobec oczekiwań zdefiniowanych na podstawie (dość słabego) wystąpienia Sławomira Skrzypka na przesłuchaniu przed Komisją Finansów Publicznych, o czym pisaliśmy miesiąc temu. Właściwie nie można wiele zarzucić jego wypowiedziom na temat inflacji, kursu walutowego czy perspektyw polityki pieniężnej, choć widać, że nie ma on jeszcze wyrobionego zdania na wiele aspektów. Wynika to zapewne z tego, że niestety tematyką polityki pieniężnej wcześniej się nie zajmował.

Pozytywnie postrzegamy jego zamiary co do wzmocnienia działu analiz w NBP oraz poprawy komunikacji NBP (w tym względzie już styczniowe spotkanie Rady przyniosło poprawę). Jednocześnie, warto odnotować jego wywiad z tygodnikiem *Wprost*, w którym odrzucił on możliwość, jeszcze nie tak dawno lansowaną przez niektórych polityków, wykorzystania tzw. rezerwy rewaluacyjnej.

#### Marian Noga, członek RPP

##### PAP, 1 lutego

Podchodzę do projekcji ostrożnie, ale w dużej mierze się z nią zgadzam. W związku z zagrożeniem jakie rysuje się przed inflacją w 2008 roku w nieodległym czasie RPP będzie musiała się zastanowić nad zacieśnieniem polityki monetarnej, dlatego podwyżki w tym roku nie są wykluczone. Moim zdaniem inflacja osiągnie cel w końcu 2007 roku, natomiast w 2008 jest zagrożenie przekroczeniem tego poziomu.

Zmniejszona osobowo po odejściu prezesa Balcerowicza tzw. frakcja jastrzębia w Radzie podtrzymuje swoje poglądy na politykę pieniężną. Co prawda Dariusz Filar nie wystąpił tym razem po konferencji prasowej Rady w mediach, jednak pozostałych dwoje członków wyraziło dość wyraźnie swoje poglądy. Opowiedzieli się oni za w miarę szybką podwyżką stóp procentowych, choć warto zauważyć, że w ich opinii zacieśnienie polityki pieniężnej miałyby być dość łagodne. Miałyby ono uchronić przed koniecznością ewentualnych bardziej wyraźnych podwyżek stóp procentowych w przyszłości. Mamy jednak sporo wątpliwości co do takiego rozumowania. Jeśli bowiem miałyby zrealizować się pesymistyczny scenariusz odnośnie perspektyw inflacji (np. ten przedstawiony w projekcji inflacji), to wymagana byłaby zapewne podwyżka stóp wyraźniejsza niż 25-50 pkt bazowych, a przewencyjne zaostrzenie polityki pieniężnej niekoniecznie byłoby wystarczającym sygnałem ograniczającym np. wzrost jednostkowych kosztów pracy. Z kolei, wyraźny sygnał Rada może utrzymywać poprzez nieformalne restrykcyjne nastawienie w polityce pieniężnej. I taki naszym zdaniem, jest cel nieco ostrzejszych ostatnich komunikatów.

Jak już wielokrotnie pisaliśmy, wypowiedzi członków będących w Radzie w mniejszości są mało istotne dla perspektyw stóp procentowych, a uczestnicy rynku powinni się skupić na pozostałych członkach (poniżej). Wydaje nam się, że nowy prezes NBP nie zmieni w najbliższym czasie układu sił w Radzie na korzyść „jastrzębi”.

#### Halina Wasilewska-Trenkner, członkini RPP

##### Radio PiN, 1 lutego

[Skala zacieśnienia] będzie zależała od tego, co będą pokazywały prognozy i jaka będzie nasza ocena różnic między sytuacją rzeczywistą a tą narysowaną w projekcjach. W tej chwili Rada jako całość nie jest pewna, kiedy należy przystąpić do tej akcji zacieśniania, tak jak i nie jesteśmy pewni, jak długo to zacieśnianie może potrwać. Mam na ten temat zdanie, że należałoby to zaczynać możliwie szybko. To jest być może pierwszy kwartał, na pewno pierwsze półrocze tego roku, (...) żeby uciec od konieczności zbyt gwałtownego zacieśniania. (...) 25 pkt bazowych prawdopodobnie by wystarczyło, żeby dać wyraźny sygnał, że jeśli te napięcia, które mogą zaistnieć, już istnieją, to nie cofniemy się przed dalszymi krokami.

#### Stanisław Nieckarz, członek RPP

##### PAP, 1 lutego

Możliwość przechylenia się w przyszłości bilansu ryzyk w stronę większej niż dotychczas presji inflacyjnej, może wynikać w istocie z jednego, w dodatku najmniej rozpoznanego czynnika - jest nim skala wpływu na presję płacową emigracji zarobkowej. Stąd dynamika kosztów pracy w sektorze przedsiębiorstw, jak i publicznym wymagać będzie szczególnej uwagi. Jednak przewencyjne podnoszenie stóp procentowych, bez uprawdopodobnienia tego ryzyka byłoby niewłaściwe, zwłaszcza przy niskiej inflacji. Gdyby, bowiem w przyszłości pojawiło się rzeczywiste zagrożenie wzrostu cen wymagające podwyżki stóp procentowych, to kumulacja tych podwyżek doprowadziłaby do nadmiernej restrykcyjności polityki pieniężnej. Doświadczenia ostatnich lat są tego potwierdzeniem.

Najwyraźniej większość członków Rady Polityki Pieniężnej nie podziela opinii, które nawołują do przewencyjnego podniesienia stóp procentowych w najbliższym czasie. Na uwagę zwraca wypowiedź Stanisława Owsiaaka, który stwierdził, że jeśli w ogóle będzie konieczna podwyżka stóp procentowych, to dopiero pod koniec roku. Nie jest to odległe od naszego scenariusza zakładającego podwyżkę na początku 2008 roku. My również nie przewidujemy, aby inflacja wzrosła powyżej celu (2,5%) w tym roku ani powyżej 3,5% w perspektywie sześciu kwartałów. Dla uczestników rynku ważne były wypowiedzi Andrzeja Wojtyny, który mówiąc o restrykcyjnym nastawieniu w polityce pieniężnej podkreślił, że nie oznacza to żadnego automatyzmu podwyżek w najbliższych miesiącach. Oznacza to tylko tyle, że prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych jest dzisiaj wyższe niż prawdopodobieństwo obniżki, co wydaje się już od jakiegoś czasu oczywiste. Ponadto, Wojtyna zwrócił uwagę, że projekcja inflacji jest tylko jednym z materiałów, na których opiera się RPP przy podejmowaniu decyzji. Co prawda, podczas konferencji prasowej padło stwierdzenie, że zbyt ostrym jest określenie jakoby Rada dystansowała się od projekcji, jednak fakt, że Rada zapoznaje się również z innymi pracami prognostycznymi oraz że utrzymuje stopy procentowe bez zmian świadczy o tym, że Rada podchodzi z pewną rezerwą do głównych wniosków projekcji.

Oczywiście pozostaje pytanie jakie czynniki będą w przyszłości brali pod uwagę członkowie Rady tworzący większość, aby ocenić prawdopodobieństwo zwiększenia presji inflacyjnej. Jak do tej pory nie zdarzało się to często, ale tym razem odpowiedź znajdujemy w komunikacie (oraz w wypowiedziach np. Nieckarza). Na pierwszy front wysuwa się perspektywa sytuacji na rynku pracy (wzrost jednostkowych kosztów pracy), a oprócz tego dynamika cen zewnętrznych (globalizacja, konkurencja, kurs złotego). Nam wciąż się wydaje, że o ile przewaga pierwszego elementu może mieć miejsce to nie będzie to w skali stanowiącej zagrożenie dla celu inflacyjnego. Póki co, Rada ten pogląd podziela.

#### Stanisław Owsiak, członek RPP

##### Gazeta Prawna, 1 lutego

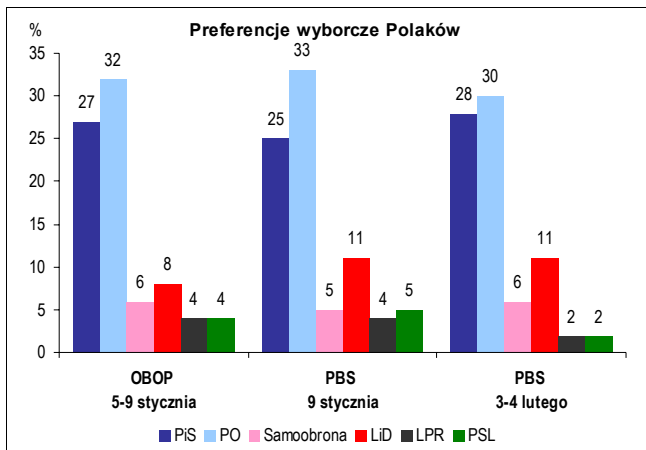
Okazało się, że projekcja z października była zbyt pesymistyczna i inflacja w I kw. 2007 r. nie przekroczy 2,5%. O podwyżce stóp będzie można myśleć dopiero, gdy inflacja przekroczy 2,5% i groziłoby wybiecie się jej ponad 3,5%. Stąd moje przekonanie, że w bieżącym roku, jeśli w ogóle będzie konieczna podwyżka, to dopiero pod koniec roku i wystarczy 25-50 pb jako sygnał, że RPP czuwa nad przyszłą inflacją.

#### Andrzej Wojtyna, członek RPP

##### PAP, 31 stycznia

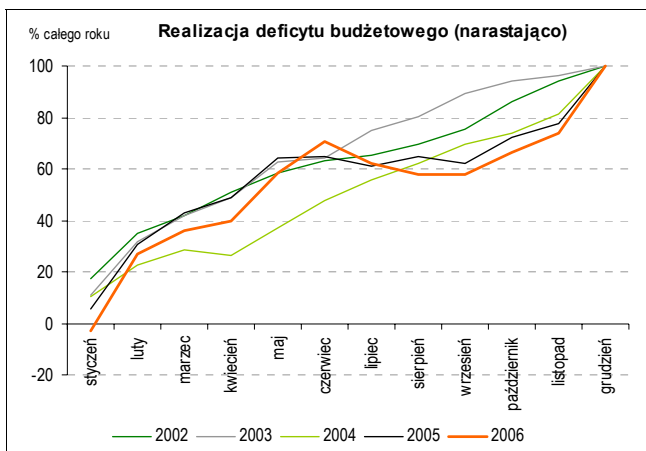
Bilans ryzyk opisany w dzisiejszym komunikacie można by z pewnymi zastrzeżeniami utożsamiać z nastawieniem restrykcyjnym. Zastrzeżenie jest takie, że nie ma tu automatyzmu w przekładaniu na decyzję (Rady). Takie porównanie jako substytut narzędzia komunikowania można tu zastosować.

## Pod lupą: Rząd i polityka



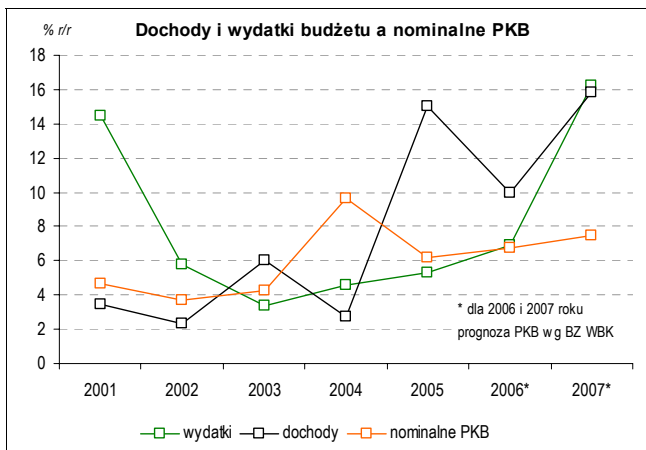
### Koalicja trwa, mimo drobnych sporów

- W ostatnich tygodniach po raz kolejny doszło do sporu w ramach koalicji rządzącej. Po tarciach przy okazji nominacji prezesa NBP, tym razem powodem sporu w koalicji była kwestia niskich cen i potrzeby skupu żywności wieprzowego. Jednak podobnie jak było w poprzednich przypadkach, jak na razie spory nie zagroziły trwałości układu rządzącego.
- Taki stan rzeczy wiąże się zapewne z wynikami sondaży opinii publicznej. Pokazują one, że na prowadzeniu nadal utrzymuje się PO z niewielką przewagą nad rządzącym PiS. Istotny jest fakt, że notowania koalicyjnych LPR i Samoobrony oscylują wokół progu wyborczego. Jest to czynnik stabilizujący koalicję, ponieważ ogranicza skłonność mniejszościowych koalicjantów do ryzykowania ostrego konfliktu z PiS i doprowadzenia do przedterminowych wyborów.



### Realizacja budżetu 2006 lepiej od planu

- Deficyt budżetowy w całym 2006 roku wyniósł 25,08 mld zł, czyli 82,1% planu na cały rok. Dochody zwiększyły się o 9,9% zamiast planowanego wzrostu o 8,6% (co początkowo uważano za zbyt optymistyczne założenie). Wydatki wzrosły natomiast o 6,9% wobec planowanego wzrostu o 8,4%.
- Takie wyniki ubiegłorocznego budżetu to zasługa silniejszej niż przewidywano ekspansji polskiej gospodarki.
- Niestety, o ile deficyt budżetowy okazał się niższy niż oczekiwano, to potrzeby pożyczkowe netto były sporo wyższe od planowanych za sprawą niskich wpływów z prywatyzacji oraz konieczności podwyższenia transferów dla FUS z tytułu składek przekazywanych do OFE. Składki okazały się większe o 2,2 mld zł, ponieważ bardziej niż oczekiwano wzrósł fundusz płac w gospodarce.



### Budżet 2007 ostatecznie uchwalony

- Sejm ostatecznie zakończył prace nad budżetem na 2007 r., przyjmując większość z 76 poprawek Senatu.
- Główna zmiana dotyczy przeznaczenia dodatkowych 0,5 mld zł na podwyżki na nauczycieli. Sfinansowane zostało to dzięki zwiększeniu wpłaty z zysku NBP za 2006 r. W sumie, dochody i wydatki zwiększono o blisko 1 mld zł.
- Przyjęte poprawki są na tyle mało znaczące w skali całego budżetu, że nie zmieniają jego ogólnej oceny. Założenia dotyczące wzrostu dochodów są mocno ambitne, ale możliwe do realizacji i dlatego nie powinno być większych problemów z realizacją tegorocznego budżetu.
- Szkoda natomiast, że planowany wzrost wydatków ma być dużo szybszy niż nominalny wzrost PKB, co uniemożliwia wyraźną redukcję deficytu fiskalnego.

### Program Konwergencji (aktualizacja listopad 2006)

#### Planowane parametry fiskalne (% PKB)

	2006	2007	2008	2009
Dochody ogółem	39,6	40,2	39,3	37,4
Wydatki ogółem	43,5	43,6	42,4	40,3
Deficyt	-3,9	-3,4	-3,1	-2,9

Uwaga: Prognozy dotyczą sektora general government przy założeniu, że OFE klasyfikowane są poza sektorem.

#### Założenia makroekonomiczne

	2006	2007	2008	2009
Wzrost PKB (%)	5,4	5,1	5,1	5,6
Średnioroczna inflacja (%)	1,4	2,1	2,5	2,5

### Bruksela chce od Warszawy głębszej redukcji deficytu

- Komisja Europejska poinformowała, że Polska musi obniżyć deficyt fiskalny poniżej 3% PKB do końca tego roku, a nie do 2009 r., jak założono w Programie Konwergencji. Zdaniem Komisji wymaga to zwłaszcza ograniczenia wydatków. Na wykazanie skutecznych działań Polska dostanie sześć miesięcy od posiedzenia ECOFIN w dniu 27 lutego.
- Podczas gdy Komisja krytykuje plany fiskalne Polski, rząd w Warszawie liczy na skorzystanie z klauzuli mówiącej o ulgowym traktowaniu krajów, których deficyt jest „trwale” redukowany, a jednocześnie „nieznacznie” przekracza unijny limit 3 proc. PKB z powodu kosztów reformy emerytalnej. Problem polega na tym, że oceniając poziom deficytu Komisja opiera się na swoich prognozach, które obecnie wskazują, że deficyt w tym roku wyniesie 3,7% PKB.

## Pod lupą: Rząd i polityka

### Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

#### Jarosław Kaczyński, Premier RP

PAP, 7 lutego

Możliwe są jeszcze dalsze zmiany w rządzie, mogą być z powodów merytorycznych (...) Jednak ci, co się cieszą z „kryzysu” w rządzie robią to przedwcześnie, wszystko jest pod kontrolą. Chodziło o pewne różnice odnoszące się do sposobu koordynowania różnych przedsięwzięć, które są prowadzone nie tylko przez MSWiA, ale też inne służby. To kwestia czysto merytoryczna.

PAP, 16 stycznia

Bardzo bym namawiał koalicjantów, żeby już kolejnych kryzysów nie powodowali, żeby nie było tak, że każdy wybór na jakieś stanowisko, każda okazja jest wykorzystywana do tego, żeby powodować jakieś zamieszanie, bo któregoś dnia zostanie to uznane za wyczerpanie się możliwości tej koalicji. Nie będę ukrywał, że to co się działo wokół wyboru prezesa Narodowego Banku Polskiego już było na granicy mojej wytrzymałości. (...) Trudno z góry rozstrzygać, ale z całą pewnością nie będzie kontynuacji tego co jest. (...) Nie można rządzić od kryzysu do kryzysu. (...) Sądzę, że limit kryzysów tej koalicji jest bliski wyczerpania.

PAP, 11 stycznia

Wolałbym się nie dowiadywać, że np. pani premier ma być odwołana (...) Można rozmawiać, jak duża ma być ulga w akcyzie, ale to nie jest powód, aby kogokolwiek odwoływać.

#### Zyta Gilowska, wicepremier, minister finansów

PAP, 5 lutego

Jesteśmy w stanie wygospodarować w ramach istniejącego budżetu kwotę ok. 700 mln zł [na sfinansowanie niezbędnych zmian w systemie ochrony służby zdrowia].

PAP, 25 stycznia

Bezwzględnie trzeba przeprowadzać reformy (...). Traktuję swoją działalność publiczną zadaniowo. Nie interesuje mnie bycie ministrem finansów. Jest wiele dobrych uczelni wyższych, które byłyby zainteresowane współpracą ze mną, bo mam tytuł profesora. Tu jestem ze względu na zadania (...) Jeśli nie uda się zmniejszyć stawki składki rentowej, nie będę robiła tego co robię dalej. Niech ktoś inny to robi.

#### Elżbieta Suchocka-Roguska, wiceminister finansów

PAP, 25 stycznia

Myślę, że nie będzie nadwyżki, bo są płatności związane ze wspólną polityką rolną, ale nie tylko. Nie potrafię w tej chwili powiedzieć jak będą wyglądały wydatki.

#### Katarzyna Zajdel-Kurowska, wiceminister finansów

PAP, 1 lutego

Wzrost inflacji w styczniu to efekt wzrostu cen żywności, spodziewamy się, że w ciągu miesiąca wzrosły one o 0,8 proc., głównie za sprawą cen mięsa drobiowego i warzyw. Drugi element to wyższe ceny energii i gazu. W kategorii użytkownika mieszkania i nośniki energii ceny wzrosły ponad 1 proc. Te dwa czynniki przełożyły się na wzrost styczniowej inflacji. Stąd w ujęciu miesięcznym nasz szacunek to 0,5 proc., co daje wynik roczny na poziomie 1,7 proc.

PAP, 25 stycznia

Cieszy nas ta decyzja [podwyższenie ratingu dla długoterminowych zobowiązań Polski w walutach obcych]. To jest uzasadnione przez bardzo solidne fundamenty gospodarcze i solidną sytuację budżetu. Jesteśmy zadowoleni. Myślimy, że może to zachęci inne agencje do podniesienia ratingów. Nasza sytuacja ekonomiczna jest bardzo dobra. Mocne fundamenty polskiej gospodarki wciąż wspierają rynek walutowy. Jest to na pewno argument za tym, że nasza waluta pozostanie w trendzie aprecjacyjnym. (...) Jest mało prawdopodobne, aby złoty umocnił się w ciągu najbliższych tygodni do 3,7 (zł za euro). Jednak z drugiej strony jeżeli utrzymane zostanie tempo wzrostu (PKB), napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, będą zwiększały się wpływy z tytułu transferów środków unijnych do Polski i utrzymywała się bardzo wysoka wydajność pracy, to niewykluczone, że złoty będzie podążał w tym kierunku. (...)

### Komentarz

Przeprowadzony przez premiera przegląd pracy poszczególnych ministerstw zaowocował na razie wymianą dwóch ministrów. Nie dotyczyło to jednak żadnego z resortów gospodarczych. Dlatego ogłoszenie zmian w rządzie nie miało wpływu na rynek. Pojawiły się jednak komentarze sugerujące, że odwołanie szefa MSWiA Ludwika Dorna to oznaka poważnych napięć w rządzącej partii i powód do niepokoju dla rynków. Naszym zdaniem teżom takim przeczy chociażby fakt, że Dorn pozostał w rządzie w randze wicepremiera. Sugeruje to, że jego odwołanie było rzeczywiście efektem wyłącznie sporów co do koncepcji działania resortu, a nie rezultatem poważnych sporów personalnych, świadczących o kryzysie politycznym.

Sytuacja polityczna jest jednak cały czas daleka od pełnej stabilności. Wypowiedź premiera z 16 stycznia pokazuje, że kończy się jego cierpliwość dla zgłaszanych co i rusz żądań ze strony mniejszościowych koalicjantów. Problem polega na tym, że mimo bardzo niskich notowań w sondażach opinii publicznych (oznaczających ryzyko wypadnięcia ze sceny politycznej w przypadku przedterminowych wyborów) nadal zachowują się w nieprzewidywalny sposób. Sądzymy jednak, że twarde stanowisko będzie prezentowane przez mniejszościowych koalicjantów jedynie w mediach, podczas gdy w konkretnych negocjacjach będą oni ustępować pod siłą argumentu w postaci przedterminowych wyborów. Częstym przedmiotem ataku mniejszościowych koalicjantów jest szefowa resortu finansów, ale premier sygnalizuje, że nie zrezygnuje z usług wicepremiera Gilowskiej.

Premier popiera wicepremier i minister finansów, ale nie wiadomo, czy popiera ją również większość parlamentarna. Na razie reformy pozostają w sferze planów, a zamiast ograniczania wydatków budżetowych mamy do czynienia z ich wzrostem. Rząd musiał na przykład zagwarantować dodatkowe 700 mln zł w związku z kryzysem w systemie ochrony służby zdrowia. Pokazuje to, że nawet jeśli w tym roku ponownie udałoby się uzyskać większe od planowanych dochody budżetowe, to zapewne zostaną one szybko zagospodarowane i trudno liczyć na dużo niższy od planowanego deficyt. Niemniej, większe emocje niż realizacji budżetu będą towarzyszyć implementacji reform planowanych przez Zytę Gilowską. Jeśli po raz kolejny nie dojdzie do planowanych zmian, to minister finansów chyba rzeczywiście zrezygnuje, to na pewno zaniepokoi uczestników rynku.

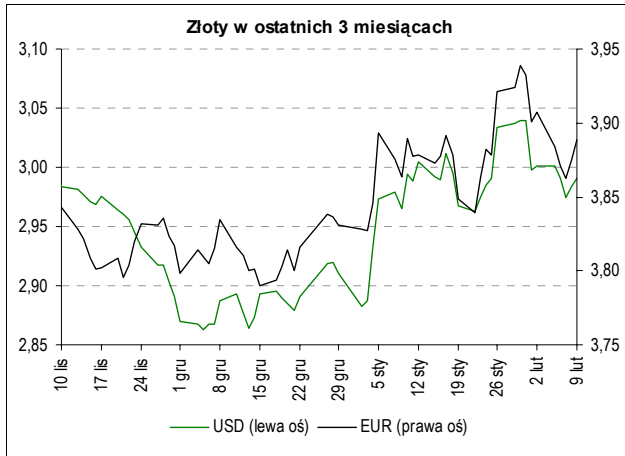
Z wypowiedzi wiceminister finansów wynika, że realizacja tegorocznego budżetu w pierwszym miesiącu tego roku nie będzie tak dobra jak w poprzednim roku, ale nie oznacza to, że należy obawiać się o realizację tegorocznego budżetu. Plan dochodów jest napięty, ale wzrost gospodarczy okazuje się na razie silniejszy od przewidywanego, więc nie powinno być większych problemów z jego realizacją.

Nasza prognoza inflacji w styczniu jest taka sama jak Ministerstwa Finansów. Podobnie jak ministerstwo zakładamy, że na początku roku nastąpił wzrost cen żywności i paliw. W tym ostatnim przypadku rolę odegrał powrót do wyższego poziomu akcyzy sprzed obniżki we wrześniu 2005 r. Ponieważ są to zjawiska o charakterze egzogenicznym, nie mającym wiele wspólnego z fundamentalną presją inflacyjną, spodziewany wzrost inflacji w styczniu nie zmienia oceny średnioterminowych perspektyw inflacji. Według naszych szacunków wzrost inflacji bazowej był w styczniu minimalny i wyniosła ona 1,7% r/r wobec 1,6% r/r na koniec 2006 r. To ciągle bardzo niski poziom.

Podwyższenie oceny wiarygodności kredytowej Polski przez agencję Fitch z poziomu BBB+ do A- zostało bardzo pozytywnie odebrane przez rynek, ograniczając osłabienie złotego wynikające z trwającego w styczniu odwrotu inwestorów z rynków wschodzących. Poprawa ratingu Polski jest rezultatem bardzo dobrej sytuacji gospodarczej i można się spodziewać, że jeśli będzie się ona utrzymywać, to w ślad agencji Fitch pójda inne agencje ratingowe. Należy zgodzić się z wiceminister finansów, że zarówno przewidywane utrzymywanie się dobrej sytuacji gospodarczej, jak i ewentualna, idąca w ślad za tym poprawa ratingów Polski będą przekładać się na utrzymanie dobrych notowań złotego. Dalsza aprecjacja złotego będzie jednak hamowana przez stopniową rosnącą wśród inwestorów awersję do ryzyka. Dlatego podtrzymujemy nasze oczekiwania, że kurs złotego względem głównych walut zanotuje w tym roku niewielkie umocnienie.

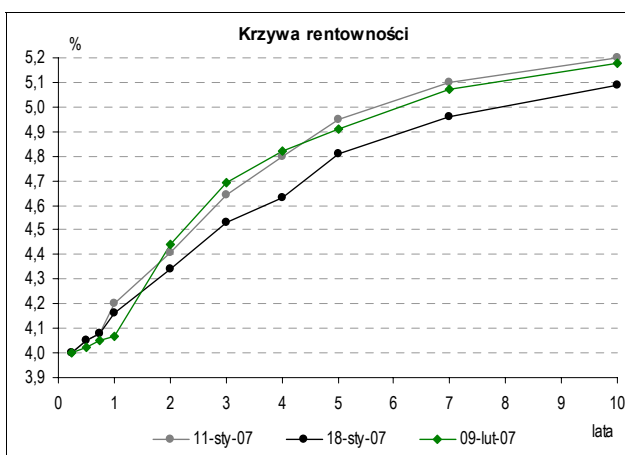


## Monitor rynku

**Złoty znów nieco mocniejszy po sporej przecenie**

Przecena na rynku złotego trwała przez większą część stycznia. Do lekkiego umocnienia doszło po podwyższeniu ratingu dla Polski przez agencję Fitch, jednak niedługo potem doszło do kolejnej fali osłabienia. Po tym jak Bank Japonii nie zmienił stóp procentowych, a komunikat Fed okazał się bardziej optymistyczny niż oczekiwano (lepsze dane z gospodarki, niższa inflacja) złoty zdecydowanie się umocnił. Wyważone wypowiedzi szefa NBP mogły również uspokoić inwestorów.

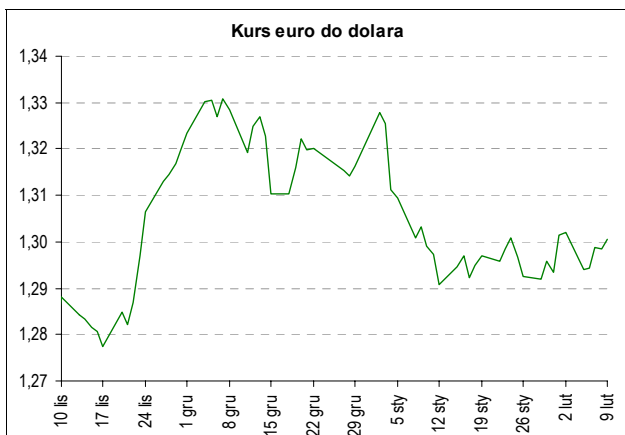
Mimo umocnienia złotego w dalszym ciągu atmosfera wokół rynków wschodzących nie jest zbyt pozytywna. Głównym czynnikiem wpływającym na te waluty oraz w efekcie na złotego będą wciąż dane z USA i zachowanie jena. Dobre dane wskazujące na wysoki wzrost gospodarczy oraz niska inflacja będą w średnim terminie sprzyjać złotemu. Zmiany w rządzie, o ile nie dotyczą Zyty Gilowskiej nie powinny mieć znaczenia.

**Niewielkie zmiany cen obligacji**

Od publikacji poprzedniego raportu krzywa rentowności wypłaszczyła się głównie za sprawą spadku rentowności na długim końcu krzywej. Spread 2-10 spadł z 78 pb do 74 a 2-5 z 54 do 47. Krótki koniec umacniał się za sprawą niskich danych o inflacji oraz wypowiedzi członków RPP, a długi koniec był wspierany dzięki podwyższeniu ratingu Polski (Fitch) przy wzroście rentowności na rynkach bazowych.

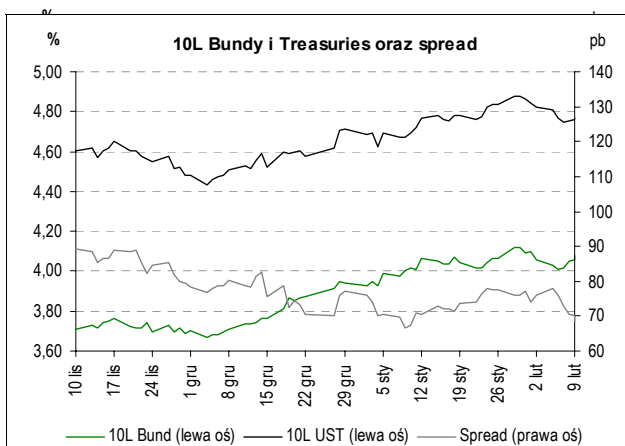
Podtrzymujemy nasz pogląd, że stopy procentowe mogą pozostać bez zmian do końca roku, biorąc pod uwagę wypowiedzi bankierów centralnych na temat sytuacji gospodarczej w Polsce oraz zakładaną przez nas ścieżkę inflacji.

Znów spore znaczenie może mieć zachowanie na rynkach bazowych (mogą pozostać na mocniejszych poziomach) oraz nastawienie do rynków wschodzących w obliczu danych z USA.

**Po stabilizacji dolar lekko traci**

Od połowy stycznia dolar oscylował w wąskim przedziale wahań wobec euro (1,288-1,30). Dolar umacniał się po wyższych danych o PPI i statystykach z rynku nieruchomości, natomiast euro zyskiwało po wypowiedziach EBC o dalszych podwyżkach stóp procentowych. Kurs EURUSD wzrósł powyżej 1,3 mimo lepszych danych o PKB w USA, z powodu niskich indeksów PCE, Chicago PMI, ISM i danych z rynku pracy.

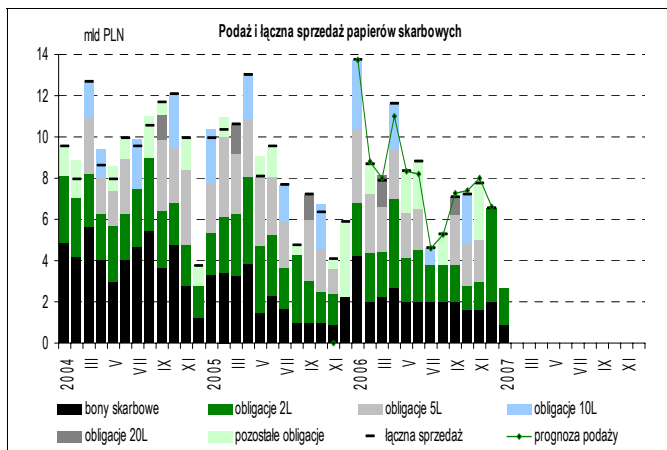
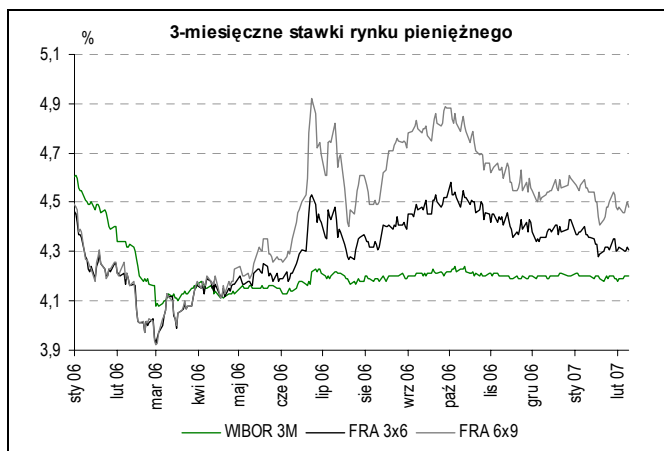
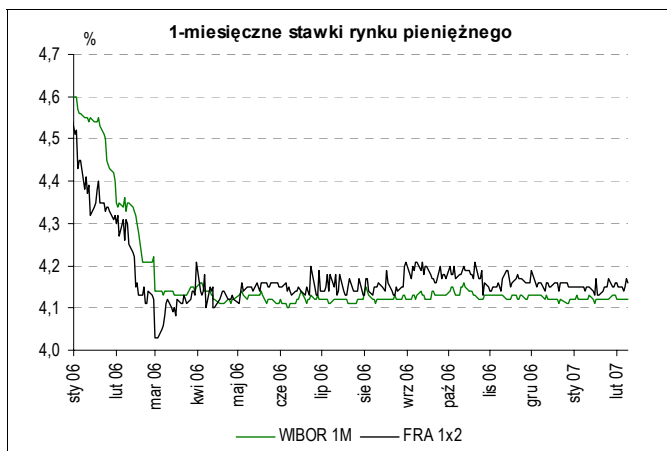
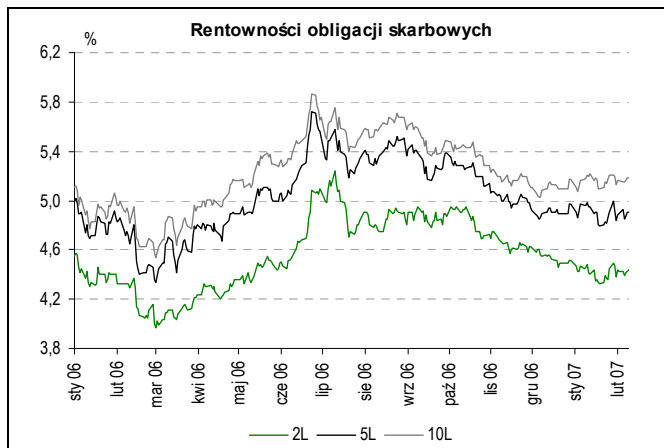
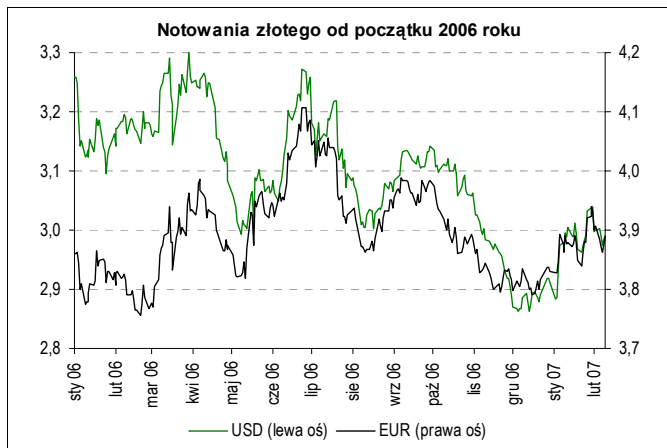
W obliczu mieszanych danych z USA dalej uważamy, że wciąż istnieje pewien potencjał do osłabienia dolara. Kurs EURUSD może rosnąć do połowy roku. Po obniżkach stóp procentowych w USA i spodziewanej lekkiej poprawie sytuacji gospodarczej w dalszej części roku może dojść do lekkiego odreagowania dolara. Wciąż kluczowym problemem jest spowolnienie na rynku nieruchomości w USA oraz skala wpływu na pozostałe sektory.

**Spadek rentowności po znacznym osłabieniu**

Przeceny z początku stycznia była kontynuowana po danych o PPI, z rynku nieruchomości i danych o PKB za IV kw. przy sporej podaży papierów na aukcjach w USA. Obligacje w strefie euro były dodatkowo osłabiane przez wypowiedzi bankierów centralnych z EBC o presji inflacyjnej. Od końca stycznia po publikacji indeksów aktywności Chicago PMI, ISM i komunikacie Fed doszło do sporego umocnienia. W ciągu miesiąca rentowności 10-letnich Treasuries i Bundów pozostały niemal bez zmian.

Kluczowe dla rynków bazowych będzie dalszy rozwój sytuacji gospodarczej w USA. Biorąc pod uwagę publikowane ostatnio dane nie zmieniamy scenariusza zakładającego cięcia stóp w USA od III kw. tego roku do 4,5% na koniec roku. Po podwyżce w marcu podtrzymujemy również, że stopy w EU13 wzrosną do co najmniej 4,0% (mogą nawet do 4,25% do końca roku).

# Monitor rynku



**Przetargi bonów skarbowych (mln zł)**

OFERTA / SPRZEDAŻ		
Data przetargu	52-tyg.	Suma
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 / 900	900 / 900
<b>razem styczeń</b>	<b>1 800 / 1 800</b>	<b>1 800 / 1 800</b>
05.02.2007	900 / 900	900 / 900
19.02.2007	900 - 1 100	900 - 1 100
<b>razem luty*</b>	<b>1 800 - 2 000</b>	<b>1 800 - 2 000</b>

\* na podstawie informacji Ministerstwa Finansów

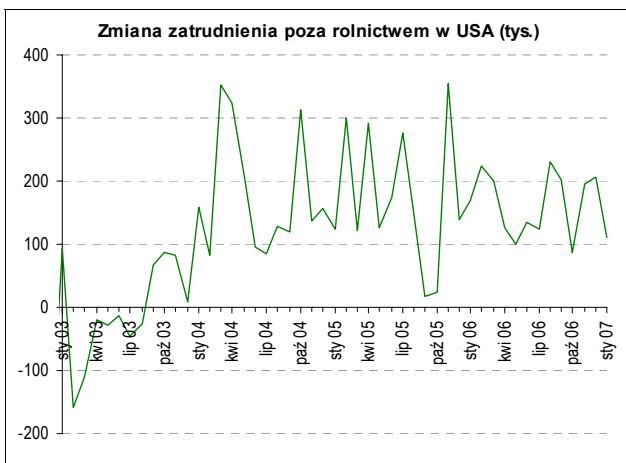
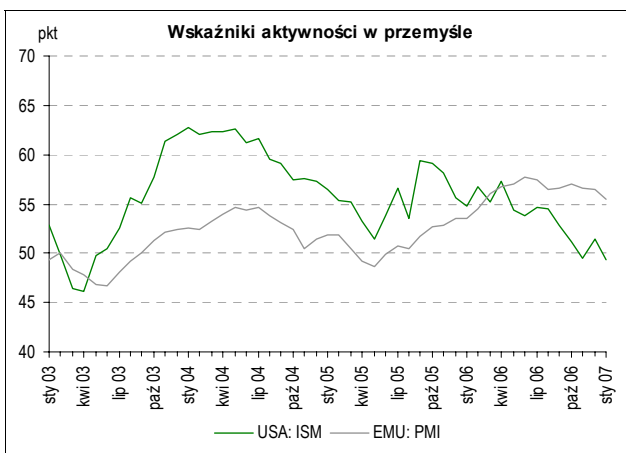
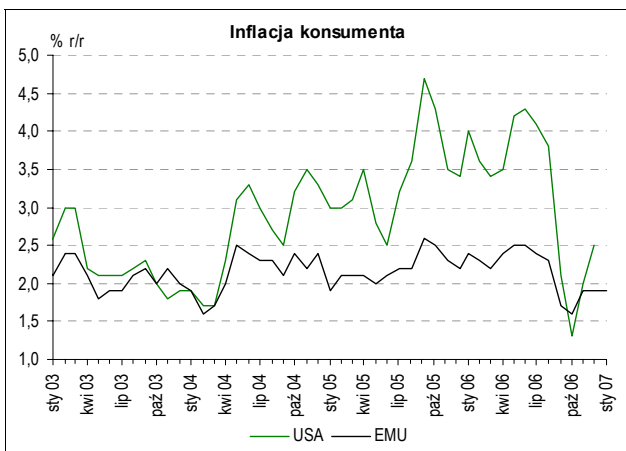
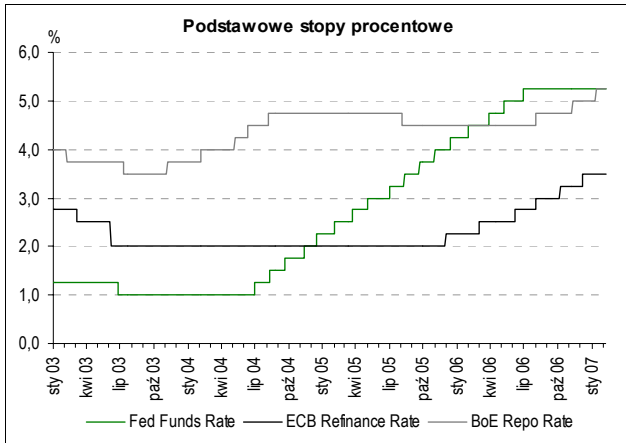
**Przetargi obligacji skarbowych w 2007 r. (mln zł)**

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	3 000	3 000
luty	07.02	OK0709	1 000	1 000	14.02	WZ0118   IZ0816	1500-2500   0-500	-	21.02	PS0412	1 000 - 2 000	-
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**

- Na styczniowym posiedzeniu Fed po raz kolejny pozostawił stopę Fed Funds na poziomie 5,25%. Komunikat zauważał nieco lepsze dane z gospodarki amerykańskiej oraz pewną stabilizację na rynku nieruchomości. Ponadto nie zawierał pewnych sformułowań sugerujących wysoki poziom inflacji bazowej, a potwierdzał scenariusz spadku inflacji.
- W lutym EBC zdecydował, że główna stopa w strefie euro pozostanie na poziomie 3,5%. Komunikat EBC zawierał sformułowania o wzmoczonej czujności i sugerował, że do kolejnej podwyżki o 25 pb może dojść w marcu, co było zgodne z oczekiwaniami. EBC po raz kolejny stwierdził, że stopy procentowe w strefie euro są wciąż niskie, a polityka pieniężna pozostaje akomodacyjna przy ryzyku wzrostu inflacji i spadku tempa wzrostu gospodarczego.

**Lekki wzrost inflacji w USA, stabilizacja bazowego CPI**

- Grudniowy CPI w Stanach Zjednoczonych wzrósł o 0,5% m/m nieco powyżej oczekiwań na poziomie 0,4% m/m. W ujęciu rocznym CPI wzrósł o 2,5% wobec 2,0% poprzednio. Bazowy wskaźnik wzrósł odpowiednio o 0,2% m/m i 2,6% r/r (również 2,6% w listopadzie), co było zgodne z oczekiwaniami. Wskaźnik PPI wzrósł o 0,9% m/m (1,1% r/r) wobec oczekiwanych 0,2% m/m i 2,0% miesiąc wcześniej. Bazowy wskaźnik PPI wzrósł o 0,2% m/m (2,0% r/r) przy prognozie rynkowej 0,1% m/m.
- Dane o grudniowej inflacji w strefie euro pokazały utrzymanie indeksu HICP na niezmiennym poziomie 1,9% r/r. Wstępne dane za styczeń pokazały ponownie indeks HICP w strefie euro bez zmian wobec grudnia na poziomie 1,9% r/r oraz poniżej oczekiwań na poziomie 2,1% r/r. Indeks PPI pozostał bez zmian m/m i wzrósł o 4,1% r/r (4,3% w listopadzie).

**ISM w USA ponownie poniżej 50**

- Indeks ISM dla sektora przetwórczego spadł w styczniu do 49,3 z 51,4, podczas gdy analitycy spodziewali się wzrostu do 51,9. ISM dla sektora usług wzrósł znacznie powyżej oczekiwań do 59 z 56,7. Indeks cen spadł z 59,7 do 55,2, a indeks zatrudnienia z 53,2 do 51,7. Indeks PMI dla strefy euro spadł w styczniu do 55,5 z 56,5 w poprzednim miesiącu. Indeks PMI obrazujący aktywność gospodarczą w sektorze usług w strefie euro wzrósł w styczniu do 57,9, najwyższego poziomu od sześciu miesięcy, z 57,2 w grudniu wobec oczekiwanego spadku do 56,9.
- Według wstępnych szacunków wzrost PKB w USA wyniósł w IV kw. 3,5%, a w całym 2006 r. 3,4% r/r i był wyższy niż w 2005 r. (3,2% r/r), pomimo spowolnienia na rynku nieruchomości. Bazowy wskaźnik PCE wzrósł w IV kw. o 2,1% wobec 2,3% w III kw. i oczekiwanych 2,3%.

**Mieszane dane z rynku pracy**

- Raport ADP pokazał wzrost nowych miejsc pracy w sektorze prywatnym poza rolnictwem w USA o 152 tys. wobec oczekiwanych 122 tys. i spadku o 40 tys. w poprzednim miesiącu.
- Statystyki pokazały wzrost liczby nowozatrudnionych o 111 tys. osób wobec oczekiwanych 149 tys. Dane za poprzednie dwa miesiące zostały zrewidowane w górę. Grudniowe statystyki zrewidowano ze 167 tys. do 206 tys. natomiast dane za listopad zostały zrewidowane z 154 tys. do 196 tys. Stopa bezrobocia wzrosła do 4,6% wobec oczekiwanego braku zmian z 4,5% miesiąc wcześniej.
- Wydajność pracy w USA wzrosła w IV kw. o 3,0% wobec oczekiwanych 1,8% w porównaniu do zrewidowanych w dół - 0,1% w III kw. (wcześniej 0,2%). Jednostkowe koszty pracy wzrosły w mniejszym stopniu niż wskazywały oczekiwania, bo jedynie o 1,7% w porównaniu do oczekiwań na poziomie 2,3%. Dane za III kw. zostały zrewidowane w górę do 3,2% z 2,3%.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>12 lutego</b> POL: Bilans płatniczy (XII) USA: Budżet federalny (I)	<b>13</b> GER: Indeks ZEW (II) EMU: Wstępny PKB (IV kw.) USA: Bilans handlowy (XII)	<b>14</b> POL: Aukcja obligacji 10-letnich zmiennokuponowych oraz 12-letnich indeksowanych inflacją POL: Podaż pieniądza (I) USA: Sprzedaż detaliczna (I)	<b>15</b> POL: Wstępny CPI (I) POL: Płace brutto i zatrudnienie (I) USA: Ceny w handlu zagranicznym (I) USA: Napływ kapitału netto (XII) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnej (I) USA: Produkcja przemysłu (I) USA: Indeks Philadelphia Fed (II)	<b>16</b> USA: Liczba rozpoczętych inwestycji budowlanych (I) USA: PPI (I) USA: Wstępny Michigan (II)
<b>19</b> POL: Przetarg bonów skarbowych POL: Ceny produkcji (I) POL: Produkcja przemysłowa (I) USA: Dzień wolny	<b>20</b>	<b>21</b> POL: Aukcja obligacji 5-letnich USA: CPI (I) JP: Spotkanie BOJ – decyzja USA: Protokół FOMC	<b>22</b> POL: Wskaźniki koniunktury (II)	<b>23</b> POL: Sprzedaż detaliczna (I) POL: Bezrobocie (I) GER: Indeks Ifo (II)
<b>26</b> JP: Protokół z posiedzenia BOJ	<b>27</b> POL: Spotkanie RPP EMU: Podaż pieniądza M3 (I) USA: Zamówienia na dobra trwałe (I) USA: Sprzedaż domów (I)	<b>28</b> POL: Spotkanie RPP – decyzja EMU: Wskaźnik nastrojów (II) EMU: Finalny HICP (I) USA: Wstępny PKB (IV kw.) USA: Bazowy PCE (IV kw.) USA: Sprzedaż nowych domów (I)	<b>1 marca</b> POL: Przetarg zamiany EMU: PMI sektor przetwórczy (II) EMU: Wstępny HICP (II) USA: Bazowy PCE (I) USA: ISM sektor przetwórczy (II)	<b>2</b> USA: Finalny Michigan (II)
<b>5</b> POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: PMI sektor usług (II) USA: ISM sektor usług (II)	<b>6</b> EMU: PKB (IV kw.) USA: Sprzedaż detaliczna (I) USA: Jednostkowe koszty pracy i produktywność pracy (IV kw.) USA: Zamówienia w przemyśle (I)	<b>7</b> POL: Aukcja obligacji 2-letnich USA: Raport ADP (I)	<b>8</b> EMU: Spotkanie EBC – decyzja	<b>9</b> USA: Bilans handlowy (I) USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (II) USA: Bezrobocie (II) USA: Zapasy hurtowe (I)
<b>12</b> USA: Budżet federalny (II)	<b>13</b> GER: Indeks ZEW (II) USA: Sprzedaż detaliczna (II) USA: Ceny w handlu zagranicznym (II)	<b>14</b> POL: CPI (I&II) POL: Podaż pieniądza (II) POL: Bilans płatniczy (XII)	<b>15</b> POL: Płace brutto i zatrudnienie (II) EMU: Finalny HICP (II) USA: PPI (II) USA: Indeks Philadelphia Fed (III)	<b>16</b> USA: CPI (II) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnej (II) USA: Produkcja przemysłu (II) USA: Wstępny Michigan (III)

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	23	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	16	15	15	18	17	19	17	16	15	16	16	15
Bezrobocie	29	23	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	2	-	30	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	16 <sup>c</sup>	12	14	13	18	-	-	-	-	-	-	-
Podaż pieniądza	12	14	14	13	14	-	-	-	-	-	-	-
Bilans NBP	5	7	7	6	7	-	-	-	-	-	-	-
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

		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	lut 07
Produkcja przemysłowa	% r/r	9,8	10,2	16,4	5,7	19,1	12,2	14,3	12,6	11,6	14,8	12,0	5,7	12,9	11,6
Sprzedaż detaliczna <sup>c</sup>	% r/r	8,6	10,2	10,1	13,2	13,7	10,7	11,0	11,5	14,5	13,3	13,6	13,3	13,0	14,2
Stopa bezrobocia	%	18,0	18,0	17,8	17,2	16,5	16,0	15,7	15,5	15,2	14,9	14,8	14,9	15,2	15,2
Place brutto <sup>b c</sup>	% r/r	3,6	4,8	5,4	4,0	5,2	4,5	5,6	5,3	5,1	4,7	3,1	8,5	6,6	6,3
Zatrudnienie <sup>b</sup>	% r/r	2,6	2,4	2,7	2,8	3,0	3,1	3,3	3,5	3,5	3,6	3,8	4,1	4,2	4,2
Eksport (w euro) <sup>d</sup>	% r/r	21,7	19,2	28,2	9,8	32,5	16,9	19,4	21,8	16,6	23,6	21,9	18,9	16,0	15,7
Import (w euro) <sup>d</sup>	% r/r	23,7	22,0	23,9	10,1	29,9	17,2	23,6	23,7	19,2	27,5	20,0	20,2	19,8	19,5
Bilans handlowy <sup>d</sup>	mln EUR	6	-229	-130	-108	-439	-103	-450	-518	-356	-283	-246	-600	-250	-535
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	mln EUR	-211	-839	-356	-597	-374	-300	-387	-668	143	-587	-510	-640	-355	-875
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	% PKB	-1,6	-1,8	-1,9	-2,1	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0
Deficyt budżetowy (narastająco)	mlrd PLN	0,7	-6,7	-9,0	-10,0	-14,6	-17,7	-15,6	-14,5	-14,5	-16,6	-18,5	-25,1	-1,5	-7,5
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu <sup>e</sup>	-2,8	26,7	35,8	40,0	58,2	70,4	62,3	57,9	57,8	66,3	73,9	100,0	5,0	25,0
Inflacja (CPI)	% r/r	0,6	0,7	0,4	0,7	0,9	0,8	1,1	1,6	1,6	1,2	1,4	1,4	1,7	1,9
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	0,3	0,7	0,9	1,7	2,3	3,0	3,5	3,3	3,6	3,2	2,5	2,8	2,8	3,1
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	10,4	11,7	9,8	9,6	10,1	11,9	13,0	12,9	13,0	12,3	14,4	15,7	15,6	15,1
Depozyty	% r/r	10,2	10,8	9,1	8,6	8,9	11,4	12,3	12,0	11,6	11,4	13,1	15,0	14,0	13,8
Kredyty	% r/r	12,3	13,5	13,6	12,2	12,4	16,0	16,7	18,0	19,2	19,5	20,7	23,4	23,2	23,1
USD/PLN	PLN	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	2,95
EUR/PLN	PLN	3,82	3,79	3,88	3,92	3,90	4,02	4,00	3,90	3,97	3,90	3,82	3,81	3,88	3,84
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	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	4,00
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	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	5,50
WIBOR 3M	%	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	4,20
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,22	3,97	3,87	3,95	4,02	4,20	4,30	4,35	4,44	4,35	4,29	4,20	4,14	4,12
Rentowność obligacji 2L	%	4,40	4,20	4,10	4,28	4,44	4,75	4,95	4,85	4,87	4,84	4,65	4,54	4,41	4,50
Rentowność obligacji 5L	%	4,82	4,60	4,59	4,80	5,00	5,33	5,37	5,41	5,31	5,24	5,01	4,91	4,90	4,90
Rentowność obligacji 10L	%	4,94	4,78	4,78	5,02	5,26	5,54	5,55	5,61	5,48	5,39	5,18	5,10	5,16	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	1 046,5	1 124,8	240,9	251,7	258,6	295,3	260,2	271,6	276,3	316,8
PKB	% r/r	5,3	3,5	5,8	5,4	5,2	5,5	5,8	6,5	6,0	5,7	5,0	4,9
Popyt krajowy	% r/r	5,9	2,4	5,8	6,1	4,8	4,8	6,1	7,2	6,4	6,5	5,6	5,9
Spożycie indywidualne	% r/r	4,0	1,9	5,2	5,2	5,2	4,9	5,5	5,1	5,8	5,1	5,0	5,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,3	6,5	16,7	12,8	7,7	14,8	19,8	19,4	20,5	14,0	12,0	10,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	12,3	4,0	12,5	9,2	12,4	12,1	12,3	10,7	11,3	10,1	8,0	7,6
Sprzedż detaliczna realnie	% r/r	7,1	1,5	11,9	11,6	9,0	11,8	13,8	12,6	13,6	13,2	10,6	9,2
Stopa bezrobocia <sup>a</sup>	%	19,1	17,6	14,9	13,0	17,8	16,0	15,2	14,9	15,2	13,7	13,0	13,0
Place realne brutto <sup>c</sup>	% r/r	0,8	1,2	4,2	4,3	4,3	3,9	4,1	4,5	4,3	4,6	4,8	3,4
Zatrudnienie <sup>c</sup>	% r/r	-0,8	1,9	3,2	3,8	2,6	3,0	3,4	3,8	4,2	4,0	3,7	3,5
Eksport (w euro) <sup>b</sup>	% r/r	22,3	17,8	20,9	14,8	23,3	19,5	19,3	21,5	16,0	15,5	14,5	13,5
Import (w euro) <sup>b</sup>	% r/r	19,5	13,4	21,8	16,6	23,3	19,0	22,2	22,6	17,8	17,5	15,5	16,0
Bilans handlowy <sup>b</sup>	mln EUR	-4 552	-2 242	-3 449	-5 740	-352	-646	-1 322	-1 129	-806	-1 212	-1 759	-1 964
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	mln EUR	-8 670	-4 130	-5 306	-6 377	-1 396	-1 266	-907	-1 737	-1 545	-1 527	-1 039	-2 267
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	% PKB	-4,3	-1,7	-2,0	-2,2	-1,9	-2,0	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,2
Deficyt budżetowy <sup>a</sup>	mld PLN	-41,5	-28,6	-25,1	-30,0	-9,0	-17,7	-14,5	-25,1	-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	1,0	2,0	0,6	0,8	1,4	1,3	1,9	2,0	1,7	2,2
Inflacja (CPI) <sup>a</sup>	% r/r	4,4	0,7	1,4	2,5	0,4	0,8	1,6	1,4	2,2	2,2	1,7	2,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	7,0	0,7	2,6	2,3	0,9	3,0	3,6	2,8	3,0	2,0	1,6	2,7
Podaż pieniądza (M3) <sup>a</sup>	% r/r	8,7	10,5	15,7	12,1	9,8	11,9	13,0	15,7	15,4	13,9	13,5	12,1
Zobowiązania <sup>a</sup>	% r/r	8,1	9,4	15,0	10,8	9,1	11,4	11,6	15,0	13,7	13,2	12,8	10,8
Należności <sup>a</sup>	% r/r	2,9	11,8	23,4	18,2	13,6	16,0	19,2	23,4	22,6	21,4	20,2	18,2
USD/PLN	PLN	3,65	3,23	3,10	2,94	3,19	3,14	3,10	2,98	2,98	2,89	2,96	2,94
EUR/PLN	PLN	4,53	4,02	3,90	3,85	3,83	3,95	3,96	3,85	3,87	3,84	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	4,21	4,02	4,06	4,37	4,28	4,14	4,15	4,20	4,30
Rentowność obligacji 2L	%	6,89	5,04	4,57	4,63	4,23	4,49	4,89	4,67	4,47	4,60	4,60	4,85
Rentowność obligacji 5L	%	7,02	5,25	5,03	5,06	4,67	5,04	5,36	5,05	4,93	5,00	5,00	5,30
Rentowność obligacji 10L	%	6,84	5,24	5,22	5,28	4,83	5,27	5,55	5,22	5,20	5,20	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 09.02.2007 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.

