

### W tym miesiącu:

Gospodarka Polski	2
Pod lupą: Bank centralny	4
Pod lupą: Rząd i polityka	6
Monitor rynku	7
Przegląd międzynarodowy	9
Kalendarz makroekonomiczny	10
Dane i prognozy ekonomiczne	11

**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

## Sytuacja się odwróciła

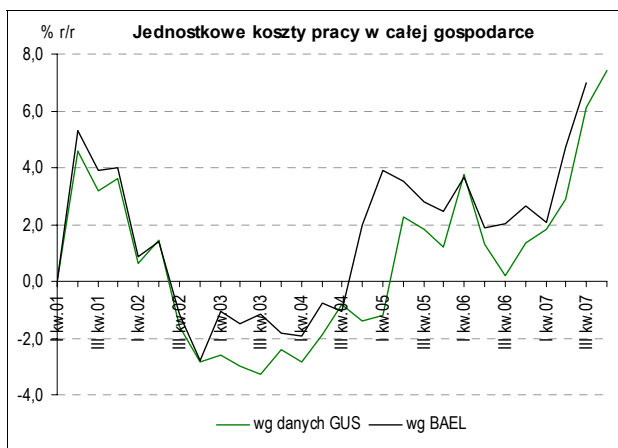
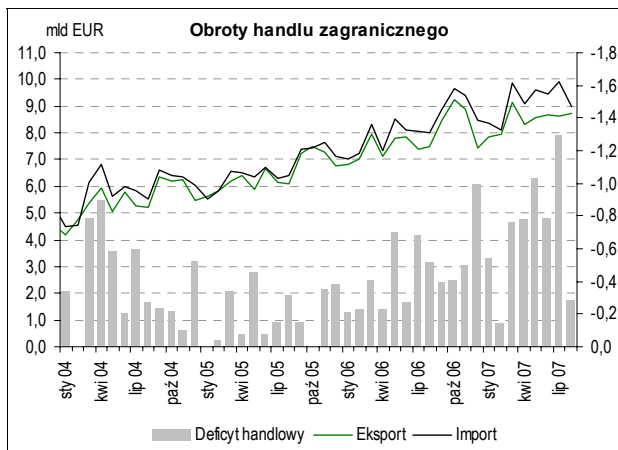
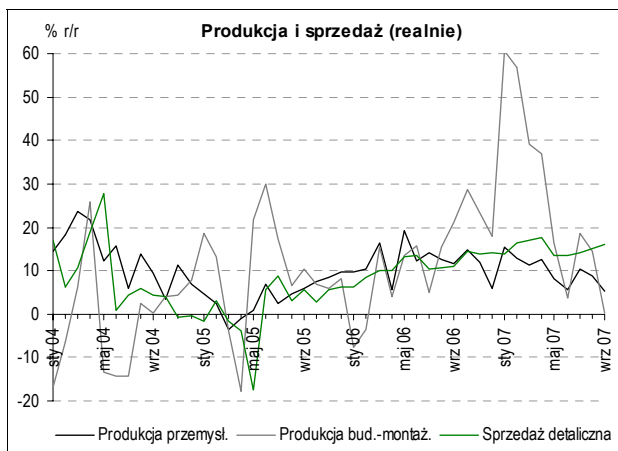
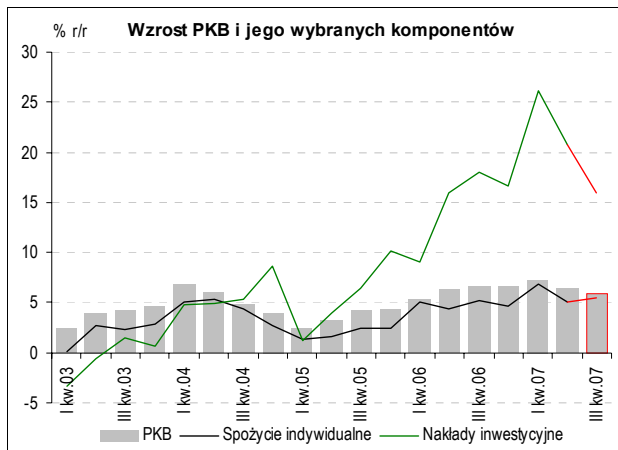
Od publikacji naszego poprzedniego raportu nastąpiły znaczące zmiany na scenie politycznej, które wpłynęły również na sytuację na rynku finansowym w postaci odwrócenia krzywej rentowności i umocnienia złotego. Wygląda na to, że rynek finansowy pokłada w nowym rządzie duże nadzieje na reformy, obniżenie deficytu budżetowego, szybkie wejście do strefy euro. Pierwsze wypowiedzi polityków nie uzasadniają, naszym zdaniem, takiego entuzjazmu. O ile rzeczywiście jest szansa na pewne zmiany po stronie podaźowej gospodarki (uproszczenie przepisów, deregulacja etc.), to pod znakiem zapytania stoi obniżenie podatków i klina podatkowego (nawet w formie przyjętej już przez poprzedni parlament) oraz obniżanie deficytu w warunkach nieco gorszej koniunktury, a wejście do strefy euro zapowiadane jest na lata 2012-13 (tak samo jak przez poprzedni rząd). Pozostaje więc pytanie, czy euforia rynku będzie trwała. Wydaje nam się, że zarówno czynniki krajowe, jak i globalne (zwiększona awersja do ryzyka) mogą doprowadzić w krótkim terminie do korekty złotego i wzrostu rentowności, szczególnie na krótkim końcu krzywej rentowności, który w najbliższych miesiącach pozostanie pod wpływem sytuacji płynnościowej oraz zmiany ścieżki inflacji, zwiększającej ryzyko większych podwyżek stóp procentowych. Obligacje długoterminowe wciąż będą pod wpływem gry na konwergencję, choć należy pamiętać, że o ile rynki finansowe mogą wierzyć bardziej PO niż PiS w realizację scenariusza wejścia do strefy euro za około pięć lat, to na drodze jego realizacji (oprócz konieczności spełnienia wymaganych kryteriów) mogą stanąć rozmowy z koalicjantem, NBP (raport na temat korzyści i kosztów dopiero pod koniec 2008 roku) oraz stroną europejską. Kandydat na ministra finansów jest pamiętany jako zwolennik szybkiego wejścia do strefy euro, jednak zobaczymy czy ograniczenia polityczne pozwolą mu na realizację zakładanego scenariusza.

O ile sytuacja w realnej sferze gospodarki pozostaje bez zmian (oczekiwane spowolnienie gospodarcze w trzecim kwartale), to odwróciła się ona w przypadku krótkoterminowych perspektyw inflacji. Po bardzo pozytywnej niespodziance sierpniowej, inflacja wzrosła znacząco we wrześniu, a dodatkowo Ministerstwo Finansów opublikowało pesymistyczną prognozę na październik. Oznacza to, że inflacja może w najbliższych miesiącach wzrosnąć powyżej górnej granicy dopuszczalnych wahań wokół celu inflacyjnego. Miesiąc temu uczestnicy rynku wspierani przez wypowiedzi członków Rady Polityki Pieniężnej zastanawiali się czy stopy procentowe wzrosną tylko do poziomu 5,25%, podczas gdy dzisiaj rozważany jest scenariusz wzrostu stóp do poziomu 6%. Podobnie jak przed miesiącem, uważamy że po listopadowej podwyżce Rada dokona jeszcze dwóch na początku przyszłego roku i na tym zakończy cykl podwyżek. Będzie to wynikało z obniżenia wskaźników wzrostu gospodarczego, ustabilizowania się sytuacji na rynku pracy, spadku inflacji począwszy od II kwartału oraz zmiany polityki prowadzonej przez główne banki centralne na świecie (mniejsza restrykcyjność).

Na rynku finansowym 31 października 2007 r.:					
Stopa depozytowa NBP	3,25	WIBOR 3M	5,21	USDPLN	2,5155
Stopa referencyjna NBP	4,75	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	5,39	EURPLN	3,6306
Stopa lombardowa NBP	6,25	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,61	EURUSD	1,4433

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 12.11.2007 r.

## Gospodarka Polski

**Czy wzrost PKB sięgnie 6% w III kwartale?**

- We wrześniu produkcja przemysłowa wzrosła o 5,2% r/r, a sprzedaż detaliczna o 14,2% r/r. Wzrost sprzedaży w ujęciu realnym wyniósł 12,2% r/r - najniższy wynik w tym roku.
- Dużo bardziej pesymistyczny był obraz w sektorze budowlanym, gdzie po wielu miesiącach wzrostów dwucyfrowych odnotowano wzrost produkcji o zaledwie 0,2% r/r. Uwzględniając fakt, że wrześniowe dane były pod wpływem mniejszej liczby dni roboczych, sezonowo dostosowane wskaźniki wzrostu produkcji były wyższe i wyniosły odpowiednio 7,5% r/r i 5,0% dla przemysłu i budownictwa.
- Trudno na podstawie danych za jeden miesiąc stwierdzić, czy mamy do czynienia z początkiem trendu, szczególnie jeśli chodzi o budownictwo (inne sygnały płynące z gospodarki raczej tego nie potwierdzają). Jednak drugi miesiąc z rzędu produkcja przemysłowa oraz budowlano-montażowa, jak również sprzedaż detaliczna, były poniżej oczekiwań rynku. Co prawda wzrost produkcji był nieco powyżej naszej prognozy, a wzrost sprzedaży był bardzo zbliżony, jednak na podstawie kompletu danych miesięcznych (oprócz bilansu płatniczego) zdecydowaliśmy obniżyć dynamikę wzrostu PKB w III kwartale do poniżej 6%.
- Głównym motorem wzrostu gospodarczego pozostaje, naszym zdaniem, konsumpcja, a jej rola może się nawet zwiększać w kolejnych kwartałach. Czynnikiem ryzyka w najbliższym czasie jest wzrost cen żywności, który może obniżyć dochody do dyspozycji w ujęciu realnym w krótkim okresie wśród grup o wysokiej skłonności do konsumpcji.
- Nastąpiła korekta wskaźników wzrostu PKB dla 2006 roku w górę, a dla pierwszej połowy 2007 r. w dół (o 0,2-0,3 pkt proc.) Następuje powrót tempa ekspansji do poziomu bliższego potencjalnemu. Podtrzymujemy prognozę wzrostu PKB w 2008 o 5,5% (druga połowa 2007 nieco poniżej 6%).

**(Tymczasowa?) poprawa w obrotach z zagranicą**

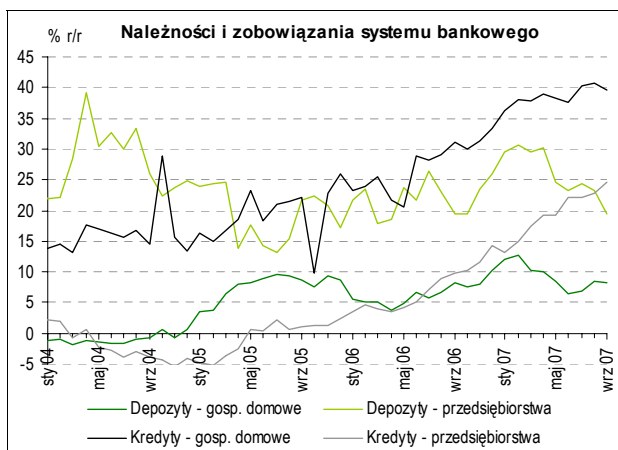
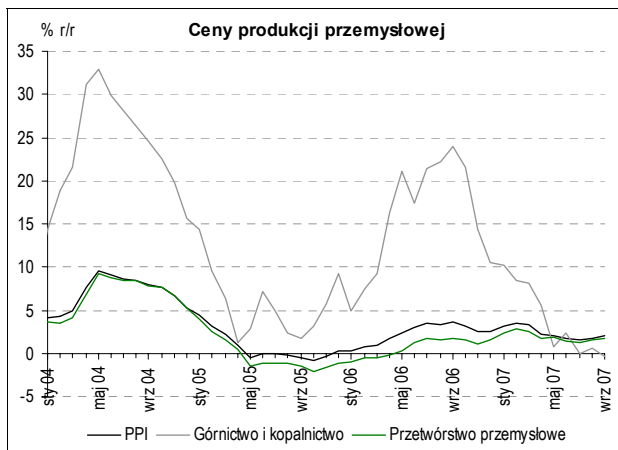
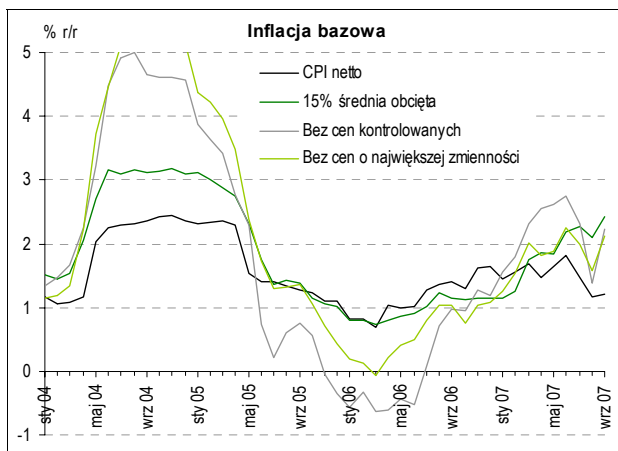
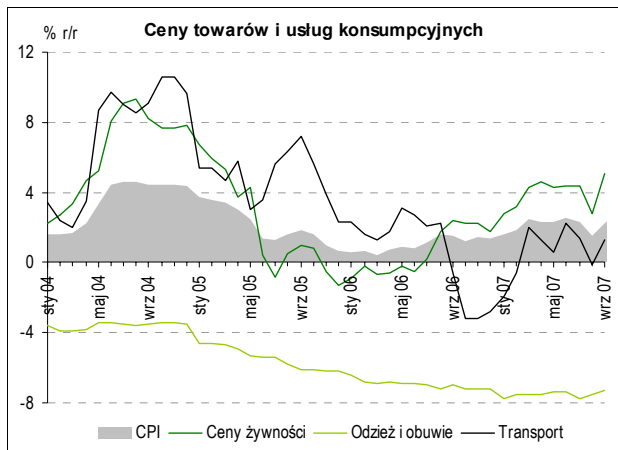
- Korekta kwartalnych danych PKB dotyczyła również struktury PKB, na korzyść eksportu netto. W II kw. br. ujemna kontrybucja eksportu netto do PKB zmniejszyła się z 2,6 do 1,9 pkt. proc.
- Również sierpniowe dane o bilansie płatniczym przyniosły pozytywne zaskoczenie. Przy szybkim wzroście eksportu (16,7% r/r) oraz spowolnieniu importu (12,8% r/r), deficyt obrotów towarowych wyniósł w sierpniu zaledwie 289 mln €, a deficyt obrotów bieżących wyniósł 637 mln €.
- Miesięczne statystyki bilansu płatniczego podlegają sporym rewizjom i nie zmieniamy przewidywań zwiększenia deficytu obrotów bieżących do powyżej 5% PKB z niecałych 4% obecnie.
- Pozytywnym czynnikiem był znaczny napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, ponownie powyżej 1 mld € w sierpniu. Jednocześnie kapitał portfelowy odpłynął w skali prawie 800mln €.

**Jednostkowe koszty pracy wciąż przyspieszają**

- Wzrost przeciętnych płac w sektorze przedsiębiorstw spowolnił we wrześniu do 9,5% r/r, a wzrost zatrudnienia do 4,7% r/r, wobec zanotowanych w sierpniu odpowiednio 10,5% oraz 4,8% r/r. Stopa bezrobocia spadła bardziej niż oczekiwano (do 11,6%)
- Fundusz płac zwiększył się we wrześniu o 14,7% r/r nominalnie oraz o 12,2% r/r realnie (poprzedni miesiąc 15,8% i 14,1%).
- Dane były nieco poniżej prognoz rynkowych, chociaż ogólnie oznaczają, że rynek pracy nadal pozostaje w fazie mocnego ożywienia. Wzrost płac w całej gospodarce o 9,7% r/r w III kw. sprzyja wysokiej dynamice konsumpcji, ale oznacza wzrost jednostkowych kosztów pracy aż o 7,4% r/r (6,1% w II kw.).
- Z drugiej strony, tempa wzrostu wynagrodzeń i popytu na pracę przestały się zwiększać, co może oznaczać, że napięcia na rynku pracy nie będą narastać w najbliższej przyszłości.

Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

## Gospodarka Polski

**Znaczące przyspieszenie inflacji, ale nie netto**

Po pozytywnej niespodziance sierpniowej, kolejny miesiąc przyniósł odreagowanie. Ceny towarów i usług konsumpcyjnych zwiększyły się we wrześniu aż o 0,8% m/m, a roczna stopa inflacji wzrosła do 2,3% (z 1,5%). Głównym czynnikiem, który przyczynił się do tak znacznego odbicia inflacji był znaczny wzrost cen żywności (2,4% m/m i 5,1% r/r). Sporo wzrosły również ceny wyrobów tytoniowych (1,5% m/m). Ceny pozostałych towarów i usług zmieniły się w sposób zasadniczo nie odbiegający od oczekiwań. W efekcie, inflacja netto pozostała bez zmian we wrześniu, na poziomie 1,2% r/r.

O ile poprzednie wypowiedzi przedstawicieli RPP spowodowały stopniowy wzrost przekonania o tym, że kolejne podwyżki mogą się poważnie odwlec w czasie, to wrześniowa inflacja przywróciła obawy o większą skalę podwyżek. Zostało to dodatkowo wzmocnione przez prognozę Ministerstwa Finansów, dotyczącą inflacji za październik na poziomie 3%.

Choć uważamy, że inflacja w październiku może być nieco niższa (2,8%), to ostatnie dane zmieniają ścieżkę inflacji na najbliższe miesiące (i kwartały). Według nas inflacja wyniesie 3,3% na koniec roku, ponad 3,5% w pierwszym kwartale i średnio ponad 3% w przyszłym roku. Będzie to jednak powodowane niemalże w całości wzrostem cen żywności i surowców (nieco ograniczanym przez silnego złotego), podczas gdy inflacja netto nie powinna przekroczyć 2%.

Z punktu widzenia polityki pieniężnej ważnym pytaniem jest czy szok na rynku żywności jest tymczasowy i odwracalny oraz czy wzrost inflacji spowoduje ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy. W tym kontekście, na uwagę zasługuje ostatni raport OECD i FAO na temat perspektyw rynku rolniczego w najbliższych 10 latach, który wskazuje, że po przejściowym wzroście cen może dojść do ich stabilizacji na wysokim poziomie.

**Ceny producenta zgodnie z oczekiwaniami**

Inflacja PPI wyniosła we wrześniu 0,1% m/m co było zgodne z naszymi oczekiwaniami. Wskaźnik PPI w ujęciu rocznym był powyżej naszej prognozy (2,0 vs. 1,9%), co było związane z rewizją danych za poprzedni miesiąc o 0,1 pkt proc.

Głównym czynnikiem odpowiedzialnym za wzrost cen we wrześniu był sektor przetwórstwa przemysłowego (ceny w górę o 0,1% m/m). Warto jednak zauważyć, że oznacza to spowolnienie tempa wzrostu cen w tym sektorze (pomimo znaczącego wzrostu cen paliw i żywności), gdyż rosły one średnio miesięcznie o 0,4% w tym roku i w ostatnich dwóch miesiącach.

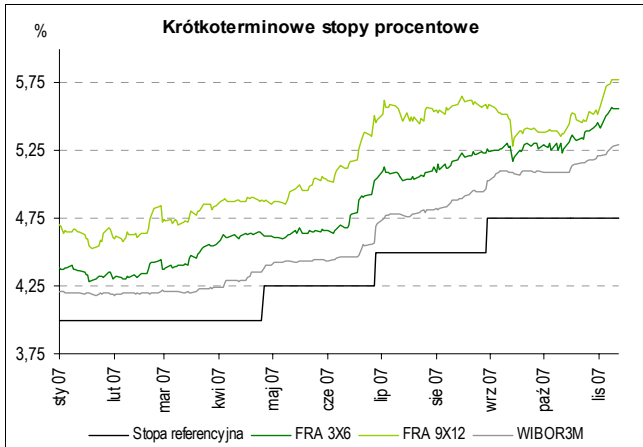
Ponieważ w ostatnim kwartale 2006 ceny producenta spadały, to efekt niskiej bazy statystycznej (szczególnie w przypadku cen ropy) przyniesie dalszy wzrost inflacji PPI w ujęciu rocznym. Roczny wskaźnik PPI może sięgnąć 4,0% w grudniu.

**Utrzymuje się wysoka dynamika kredytów**

Najwyraźniej, dotychczasowe podwyżki stóp procentowych dokonane przez RPP oraz ryzyko dalszego ich wzrostu nie powstrzymują szybkiej akcji kredytowej. Trudno tego oczekiwać w przypadku kredytów gotówkowych, na które popyt jest raczej mało elastyczny względem ceny, a tym bardziej w przypadku kredytów hipotecznych, denominowanych w CHF.

Kredyty wzrosły we wrześniu o ponad 30%, a w przypadku gospodarstw domowych widoczna jest stabilizacja wzrostu na poziomie ok. 40%. Jeśli chodzi o kredyty dla firm, nastąpiło dalsze przyspieszenie do 24,5% r/r (niecałe 23% w sierpniu). Skala wzrostu kosztów finansowania działalności biznesowej raczej nie wpłynie znacząco negatywnie na wzrost gospodarczy w najbliższym okresie, ale pamiętajmy, że towarzyszy temu umocnienie złotego i wyższe koszty (pracy i surowców).

## Pod lupą: Bank centralny



### Fragmety komunikatu po październikowym posiedzeniu RPP

W ocenie Rady, w średnim okresie prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego obniżyło się w pewnym stopniu wskutek dokonanej wcześniej zacieśnienia polityki pieniężnej, choć jest nadal wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja będzie niższa od celu. Pełniejsza ocena skali ryzyka wzrostu inflacji ponad cel inflacyjny NBP będzie możliwa po analizie danych napływających w nadchodzącym okresie.

Rada będzie bacznie obserwować dynamikę i strukturę wzrostu popytu krajowego, w tym stopień ekspansywności polityki fiskalnej, kształtowanie się bilansu obrotów bieżących, relację pomiędzy tempem wzrostu wynagrodzeń i wydajności pracy, poziom kursu złotego oraz oddziaływanie procesów globalizacyjnych na gospodarkę, w tym na ceny żywności.

### Projekcje inflacji (% r/r)

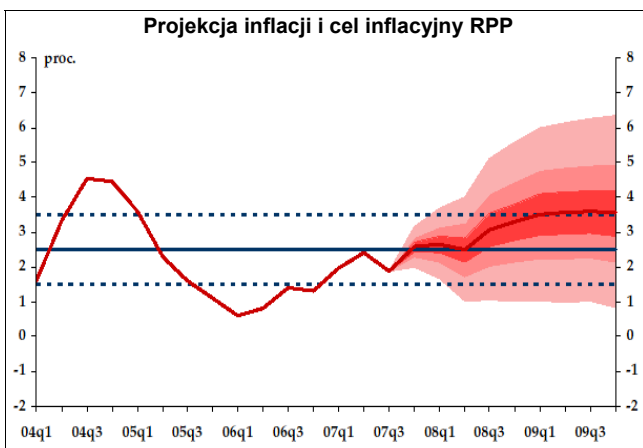
	Paź '06*	Sty '07*	Kwi '07*	Lip '07	Paź '07
2007	1,9-3,8	2,1-3,8	1,3-2,6	2,2-2,5	2,2-2,3
2008	2,2-4,6	2,2-4,5	1,6-3,8	2,1-3,8	2,2-3,5
2009	-	2,4-5,2	2,1-4,6	2,1-4,3	2,5-4,6

### Projekcje wzrostu PKB (%)

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

\* dotyczy średniej inflacji w IV kw. danego roku;

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



Źródło: NBP, Reuters

### Październik bez zmiany stóp, ale to nie koniec podwyżek

▪ RPP nie zmieniła stóp procentowych na posiedzeniu w październiku i stopa referencyjna nadal wynosi 4,75%.

▪ Decyzja była zgodna z oczekiwaniami zdecydowanej większości analityków rynkowych, chociaż rynek stopy procentowej do pewnego stopnia wyceniał możliwość dokonania podwyżki już w październiku. Najwyraźniej Rada uznała, że liczba i waga argumentów umożliwiających wstrzymanie się z podwyżką była większa niż tych, które mogłyby wskazywać na konieczność niezwłocznego działania. Nie można wykluczyć, że w przeciwieństwie do września głosowany był wniosek za podwyżką, choć nie znalazła się większość potrzebna do jego akceptacji.

▪ Publikacja komunikatu i konferencja prasowa nie zmieniły przewidywań co do przyszłych decyzji Rady. RPP utrzymała opinię, że ryzyko wzrostu inflacji powyżej celu jest nadal wyższe niż tego, że będzie ona poniżej celu, co de facto oznacza, że Rada utrzymuje restrykcyjne nastawienie.

▪ Najważniejszym nowym elementem było dodanie wzrostu cen żywności jako jednego z czynników ryzyka wzrostu inflacji. Ceny żywności zostały też wymienione wśród czynników, którym Rada będzie się szczególnie uważnie przyglądać w najbliższej przyszłości. Powstaje pytanie, jak poszczególni członkowie Rady postrzegają trwałość szoku na rynku żywności i ryzyko jego przełożenia się na dynamikę innych cen.

▪ Mimo pokazywanego przez nową projekcję wzrostu inflacji w 2009 roku ponad cel inflacyjny (patrz niżej), RPP nie zdecydowała się w październiku na podwyżkę. Potwierdza to, że Rada nie zgadza się w pełni z wynikami projekcji. W sumie, nadal oczekujemy, że następować będzie umiarkowane zaostrenie polityki pieniężnej - podwyżka o 25 pb w listopadzie i kolejne dwie podwyżki w I połowie 2008 r.

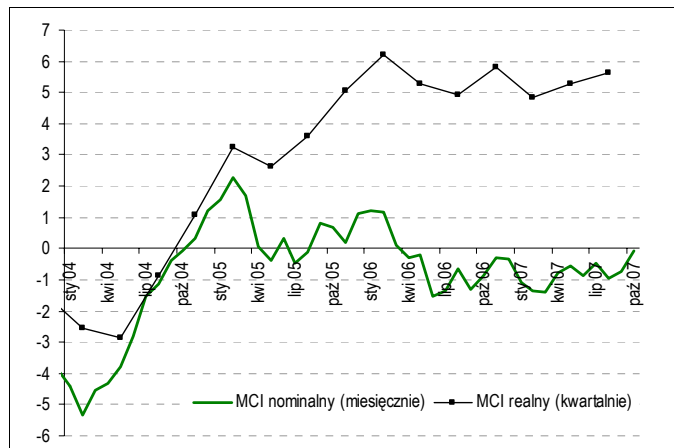
### Projekcja inflacji w dłuższym okresie w górę

▪ Nowa projekcja inflacji przewiduje nieco niższe tempo wzrostu PKB w latach 2008-2009 niż zakładała projekcja lipcowa. Pomimo tego, przewidywana ścieżka inflacji jest w dłuższym okresie nieco wyższa od wskazywanej w poprzedniej projekcji, chociaż do połowy 2008 r. przebiega poniżej poprzedniej projekcji. Na obniżenie ścieżki inflacji do połowy 2008 r. wpływ miało przede wszystkim obniżenie ścieżki inflacji netto (niższy punkt startowy w III kw.), w części kompensowane przez wyższą od wcześniej założonej dynamikę cen żywności. Na podniesienie ścieżki inflacji w dłuższym okresie wpłynęły głównie wyższa inflacja netto oraz wyższa inflacja cen paliw. Wyższa inflacja netto w dłuższym terminie to efekt silniejszej presji kosztowej – rosnących cen importu oraz mocniejszego niż oczekiwano zacieśnienia sytuacji na rynku pracy, mimo tego, że w wyniku korekt eksperckich w modelu zmniejszono nieco skalę oddziaływania jednostkowych kosztów pracy na dynamikę cen.

▪ Rozkład ryzyka ujętego w wykresie wachlarzowym projekcji październikowej, który odzwierciedla wszystkie czynniki niepewności ujęte w modelu, jest niemal symetryczny, podobnie jak w poprzednich projekcjach. Z kolei po uwzględnieniu pozamodelowych czynników niepewności, ryzyko projekcji jest wg jej autorów symetryczne w krótkim horyzoncie, natomiast w długim okresie jest nieznacznie asymetryczne w dół.

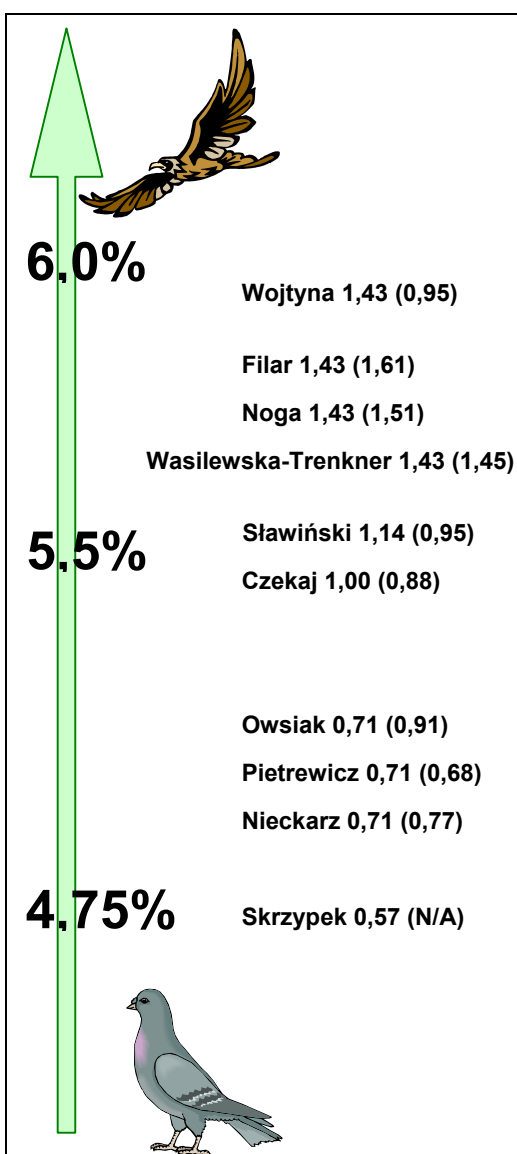
▪ Data zamknięcia nowej projekcji to 28 września. Według NBP po dacie zamknięcia raportu wzrosło ryzyko, że ceny żywności w krótkim horyzoncie będą rosły szybciej niż założono. Po 28 września nastąpiło również podwyższenie prognoz cen ropy na lata 2007-2008. Z drugiej strony, wg autorów projekcji od czasu zamknięcia raportu wzrosło ryzyko spowolnienia gospodarki światowej i niższej dynamiki PKB w kraju.

## Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



### Wzrost restrykcyjności polityki pieniężnej we wrześniu

- Restrykcyjność polityki pieniężnej, mierzona nominalnym indeksem MCI, uległa w październiku wyraźnemu zwiększeniu, mimo braku podwyżki podstawowych stóp procentowych NBP.
- Stało się tak zarówno za sprawą zwiększenia odchylenia krótkoterminowych stóp procentowych od długookresowego trendu, w oczekiwaniu na podwyżki stóp przez RPP w kolejnych miesiącach, jak również w rezultacie silnego umocnienia kursu złotego wobec euro (kurs EURPLN po raz pierwszy od kilku miesięcy znalazł się poniżej długookresowego trendu).
- Realny indeks MCI dla całego III kw. pokazał wzrost restrykcyjności polityki pieniężnej względem II kw. Wyraźny wzrost realnych stóp zrekompensował osłabienie REER.



Uwaga: Kierunek strzałki wskazuje oczekiwany przez nas kierunek zmian stóp procentowych w ciągu najbliższych 12 miesięcy. Wartości w procentach na osi odzwierciedlają **nasze subiektywne** przekonanie o tym, jaki jest preferowany poziom stopy referencyjnej za 12 miesięcy wg poszczególnych członków Rady.

### Nowe bieguny w RPP

- W ciągu ostatniego miesiąca poznaliśmy wyniki głosowań RPP na posiedzeniach w lipcu i sierpniu. W październikowym *Raporcie o inflacji*, opublikowanym pod koniec października, podano komplet wyników głosowań RPP na posiedzeniach w czerwcu, lipcu i w sierpniu, ale wynik głosowania RPP nad sierpniową podwyżką stóp ogłoszono już nieco wcześniej w Monitorze Sądowym i Gospodarczym. Ciekawostką jest zarówno wynik głosowania Rady w lipcu, jak i w sierpniu. Znalazło to z odzwierciedlenie w obliczanym przez nas indeksie restrykcyjności członków RPP. Na dwóch przeciwległych biegunach w Radzie znajdują się obecnie profesor Andrzej Wojtyna oraz przewodniczący Rady i prezes NBP Sławomir Skrzypek.

### Wojtyna najbardziej konserwatywny

- W lipcu wniosek o podwyżkę stóp o 25 pb złożony przez Andrzeja Wojtynę został odrzucony głosami wszystkich pozostałych członków RPP, nawet tych którzy do tej pory konsekwentnie popierali zacieśnianie polityki pieniężnej. Ten wynik, jak również szereg wypowiedzi Andrzeja Wojtyny z ostatnich miesięcy wskazują, że z pozycji jednego z bardziej wyważonych członków RPP przesunął się on ostatnio do roli jednego z najbardziej „jastrzębich” przedstawicieli Rady.

### Gołębie serce prezesa NBP

- Sierpniowe głosowanie nad podwyżką stóp o 25 pb pokazało, że najbardziej „gołębie serce” w Radzie ma prezes NBP Sławomir Skrzypek. Jest on obecnie jedyną osobą w RPP, która nie poparła od początku tego roku ani jednej podwyżki stóp. Biorąc pod uwagę ostatnie wypowiedzi prezesa NBP nt. pesymistycznej prognozy inflacji MinFin za październik, poddające w wątpliwość trwałość wzrostu inflacji, wydaje się, że również na kolejnych posiedzeniach Rady będzie on przeciwny podwyższaniu stóp.

### ...a karty nadal rozdaje Jan Czekaj

- Patrząc na wyniki głosowań Rady w tym roku, członkiem Rady, którego głos jest kluczowy dla układu sił w Radzie pozostaje Jan Czekaj. Co prawda w ostatnich dwóch głosowaniach, których wyniki znamy, jego głos nie rozstrzygał o wyniku głosowań, bo udawało się znaleźć szerszą większość, ale naszym zdaniem, przy prawdopodobnym wzroście polaryzacji opinii w Radzie co do kolejnych ruchów stopami, Jan Czekaj ponownie znajdzie się na „krawędzi”. Obecnie zdaniem Czekaja (opinia wyrażona w wywiadzie dla PAP z 5 listopada) „wygląda na to, że dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej będzie potrzebne”. W jego opinii RPP nie ma „komfortu obserwowania gospodarki w tym sensie, że stopy nie zmieniają się przez następne kilka miesięcy”. Prawdopodobieństwo podwyżki w listopadzie ocenił na 55% i dodał, że nie wyklucza podwyżek w 2008 r., ale to będzie zależało od tego, jak silne może okazać się spowolnienie gospodarki. „Jeśli dynamika wzrostu gospodarczego obniżyłaby się w okolicach 5 proc. lub poniżej, to polityki pieniężnej nie trzeba byłoby już zacieśniać, bo według ostatnich szacunków potencjalne tempo wzrostu jest nieco wyższe. Z dużą dozą pewności można jednak stwierdzić, że jakiegoś głębszego załamania w gospodarce obserwować nie będziemy”, stwierdził Czekaj.

## Pod lupą: Rząd i polityka

### Rozkład mandatów w Sejmie i w Senacie

	Sejm	Senat
PO	209	60
PiS	166	39
LiD	53	0
PSL	31	0
Inne*	1	1

\* W Sejmie 1 mandat uzyskiwała mniejszość niemiecka, w Senacie miejsce zdobył startujący samodzielnie Włodzimierz Cimoszewicz.

### Kandydaci na ministrów w rządzie PO-PSL

premier	Donald Tusk (PO)
minister gospodarki, wicepremier	Waldemar Pawlak (PSL)
minister finansów	Jacek Rostowski
minister skarbu	Aleksander Grad (PO)
minister infrastruktury	Cezary Garbarczyk (PO)
minister rozwoju regionalnego	Elżbieta Hibner (PO)
minister spraw wewn. i administracji	Grzegorz Schetyna (PO)
minister spraw zagranicznych	Radosław Sikorski (PO)
minister obrony narodowej	Bogdan Klich (PO)
minister kultury	Bogdan Zdrojewski (PO)
minister edukacji	Katarzyna Hall (PO)
minister rolnictwa	Marek Sawicki (PSL)
minister pracy i polityki społecznej	kandydat PSL

### Sylwetki kandydatów na ministrów resortów gospodarczych

#### Jacek Rostowski, kandydat na ministra finansów

Profesor ekonomii, absolwent London School of Economics i University of London. Wykładowca zagranicznych uczelni. Był m.in. doradcą ekonomicznym wicepremiera Leszka Balcerowicza, szefem Rady Polityki Makroekonomicznej w Ministerstwie Finansów, doradcą Prezesa NBP. Autor licznych publikacji poświęconych problematyce poszerzonej UE, polityce monetarnej, polityce kursowej i transformacji gospodarek postkomunistycznych.

#### Waldemar Pawlak, kandydat na wicepremiera i ministra gospodarki

Szef PSL, były premier. Absolwent wydziału mechaniki Politechniki Warszawskiej. Były prezes Warszawskiej Giełdy Towarowej. Interesuje się nowymi technologiami.

#### Aleksander Grad, kandydat na ministra skarbu

Z wykształcenia geodeta. Od 2001 r. poseł PO. Były wiceminister zdrowia w rządzie AWS, były wojewoda tarnowski. Był konsultantem Banku Światowego ds. programu aktywizacji obszarów wiejskich.

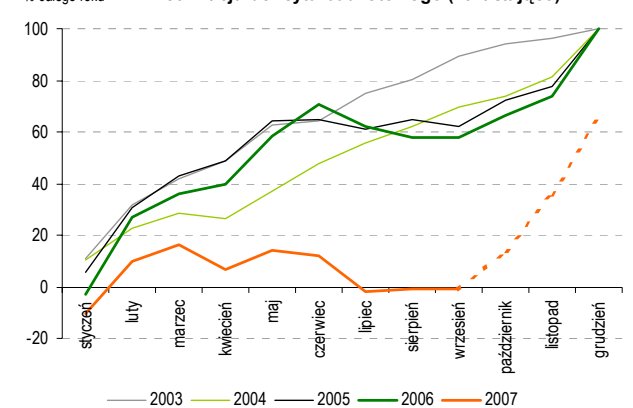
### Zmiana układu sił po wyborach

- Platforma Obywatelska wygrała październikowe wybory, zdobywając poparcie 41,5% głosujących i 209 miejsc w Sejmie. Prawo i Sprawiedliwość zdobyło 32,1% głosów i 166 mandatów.
- PO zdecydowała się na koalicję rządową z PSL. Program nowego rządu nie został jeszcze wyraźnie sformułowany. Jednak znaczne różnice w programach przyszłych koalicjantów, szczególnie w kwestiach ekonomicznych, sugerują, że jest mało prawdopodobne, aby udało się zrealizować wszystkie plany zwycięskiej partii. Pierwsze wypowiedzi liderów PO po wyborach potwierdzają zresztą, że trudno liczyć na radykalne reformy.
- Dodatkowo PO musi się liczyć z dość silną opozycją w Sejmie (koalicja dysponuje niewielką większością 240 głosów) oraz z tym, że jej propozycje mogą napotkać na weto prezydenta. Odrzucenie weta będzie wymagało wsparcia posłów LiD.

### Jaki rząd, jaka polityka gospodarcza?

- W piątek 9 listopada przewodniczący PO Donald Tusk został desygnowany na premiera. Od tego momentu Tusk ma 14 dni na skompletowanie składu rządu i uzyskanie poparcia w Sejmie.
- Oficjalny skład gabinetu nadal nie jest znany, jednak większość kandydatów na najważniejsze stanowiska została już ujawniona. Kandydatem na ministra finansów jest prof. Jacek Rostowski, a Waldemar Pawlak ma zostać wicepremierem i ministrem gospodarki.
- Rostowski jako minister finansów powinien zostać dobrze przyjęty przez rynek finansowy, m.in. ze względu na to, że jest pamiętany jako zwolennik szybkiego wprowadzenia euro i dość twardej polityki fiskalnej. Warto jednak pamiętać, że jego pole działania będzie zawężone przez ograniczenia polityczne, a dodatkowo wicepremierem odpowiedzialnym za gospodarkę będzie prezes PSL, którego poglądy są raczej mniej liberalne.
- Najprawdopodobniej koalicja z PSL będzie wymagała od PO rezygnacji m.in. z wprowadzenia podatku liniowego. Trudno również wyobrazić sobie daleko idące zmiany w systemie rolniczych ubezpieczeń emerytalnych (KRUS).
- Wśród działań w zakresie polityki fiskalnej zapowiadanych wcześniej przez PO była m.in. zamiana reguły dotyczącej kotwicy budżetowej na formułę ograniczającą przyrost wydatków publicznych. Mogłoby to pozwolić na przyspieszenie procesu ograniczania deficytu fiskalnego w relacji do PKB, szczególnie w okresie dobrej koniunktury gospodarczej.
- Prawdopodobnym kierunkiem działań nowego rządu wydaje się przyspieszenie prywatyzacji, co zapowiada m.in. kandydat na ministra skarbu Aleksander Grad. Powinno to zmniejszyć potrzeby pożyczkowe państwa w najbliższych latach.

### Realizacja deficytu budżetowego (narastająco)

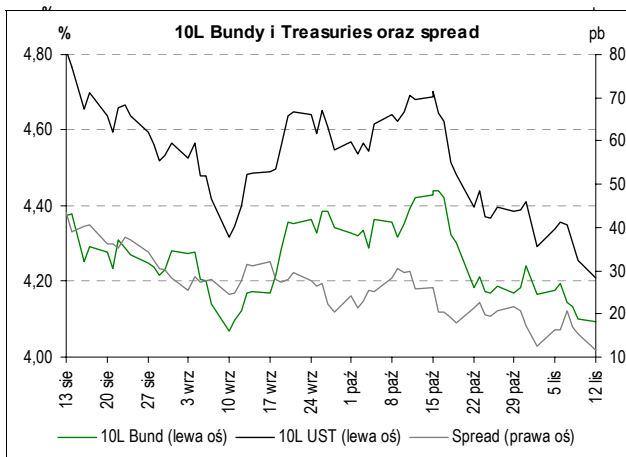
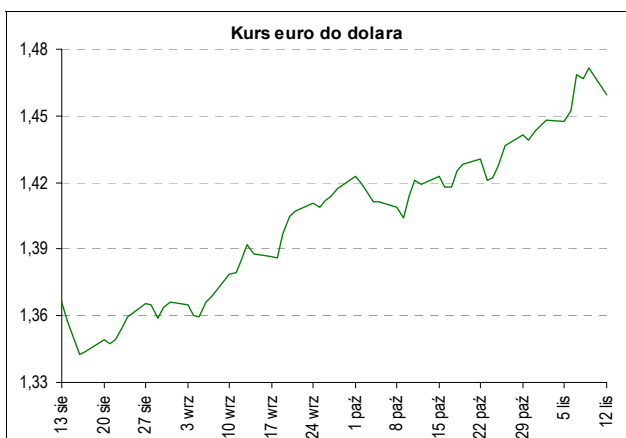
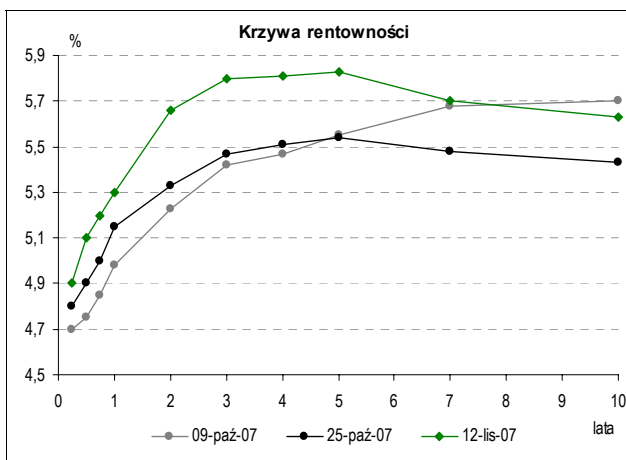
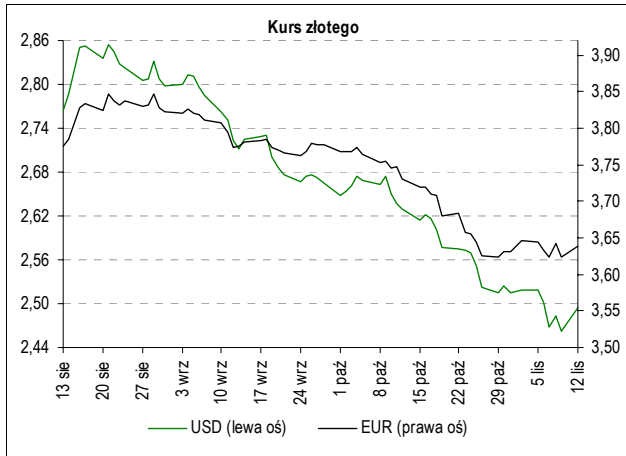


Źródło: Ministerstwo Finansów, PKW, szacunki własne

### Kumulacja wydatków budżetowych w ostatnim kwartale

- Po trzech kwartałach br. budżet państwa miał nadal nadwyżkę w wysokości 197,5 mln zł. Utrzymał się szybki wzrost wpływów z podatków dochodowych oraz pośrednich, co wskazuje, że gospodarka nadal rozwija się w szybkim tempie. W sumie dochody po wrześniu wyniosły 76,4% rocznego planu.
- Utrzymanie nadwyżki budżetowej we wrześniu było częściowo zasługą utrzymania opóźnień w wydatkowaniu części środków. Po trzech kwartałach suma wydatków wyniosła 67,5% planu na cały rok. Jednak w kolejnych miesiącach należy się liczyć z kumulacją zaległych wydatków. Proces ten rozpoczął się już w październiku, w którym wg wstępnych szacunków MF zanotowano deficyt budżetu ok. 4 mld zł (14-15% planu na cały rok). Nadal wydaje się prawdopodobne, że deficyt na koniec roku wyniesie niewiele ponad 20 mld zł (wobec planu 30 mld zł).

## Monitor rynku



### Złoty rośnie po wyborach

- Październik przyniósł zdecydowane umocnienie złotego. Oczekiwania inwestorów na przeprowadzenie reform gospodarczych oraz zwiększenie prawdopodobieństwa szybszego wstąpienia do strefy euro po zaskakująco wysokiej wygranej PO w wyborach dało pozytywny impuls złotemu. Ponadto, wzrosły oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w Polsce, a złotemu pomógł też słabnący dolar. W efekcie kurs EURPLN zbliżył się do poziomu 3,60, po czym po lekkiej korekcie ustabilizował blisko 3,65. Wyraźniejsze umocnienie nastąpiło wobec dolara.
- Naszym zdaniem nastroje rynków w związku z wygraną PO w wyborach są zbyt optymistyczne, jednak wydaje się, że mogą one się utrzymać przez dłuższy czas. Przed końcem roku może dojść do lekkiej korekty jednak oczekiwania na dalsze podwyżki stóp powinny utrzymywać złotego na silnych poziomach.

### Odwroćcie krzywej rentowności

- Wygrana partii postrzeganej za prorynkową w wyborach i zachowanie bazowych rynków długu przyczyniły się do znacznego wzrostu cen obligacji o dłuższych terminach zapadalności. Ponadto wyższe od prognoz dane o CPI, wysoka prognoza inflacji MinFin za październik i jastrzębie komentarze RPP doprowadziły do znaczącego osłabienia obligacji 2-letnich. W pierwszych dniach listopada doszło do odwrócenia krzywej rentowności.
- Przy obawie o trwały wzrost cen żywności dane o CPI wysunęły się na pierwszy plan. Kluczowe dla rynku będą komentarze kolejnych członków RPP. Naszym zdaniem obligacje mogą się nieco umocnić po publikacji CPI jednak w perspektywie kilku miesięcy mogą dalej tracić za sprawą utrzymujących się oczekiwań na podwyżki stóp. Efekty wpływu wyborów na dłuższy koniec krzywej może się zmniejszać, choć w drugą stronę będą działały oczekiwania na obniżki stóp w USA.

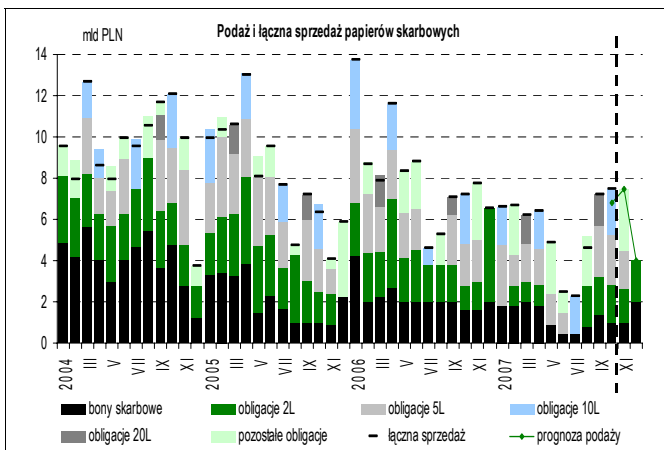
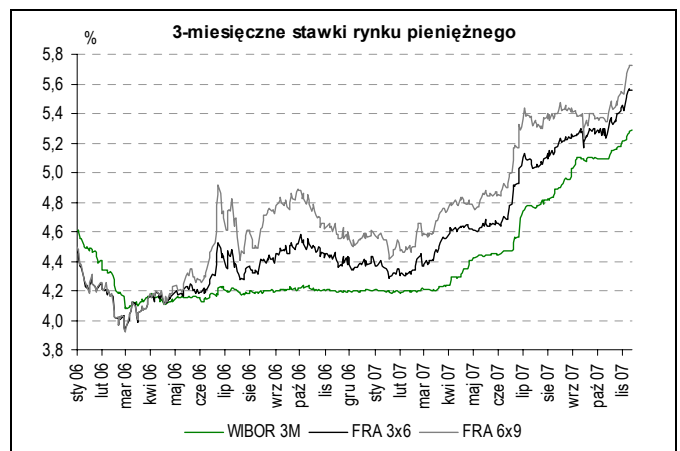
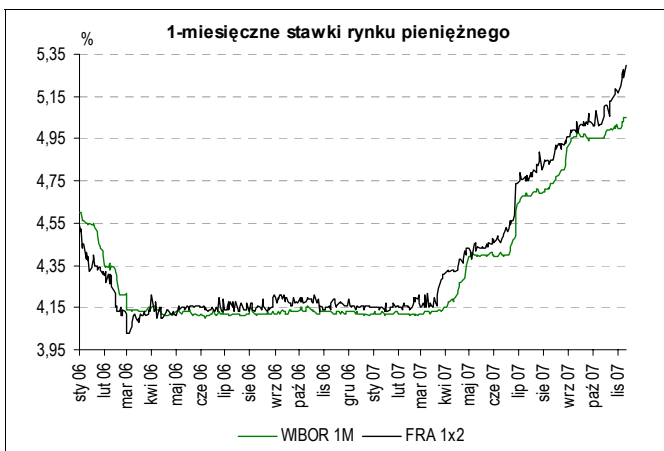
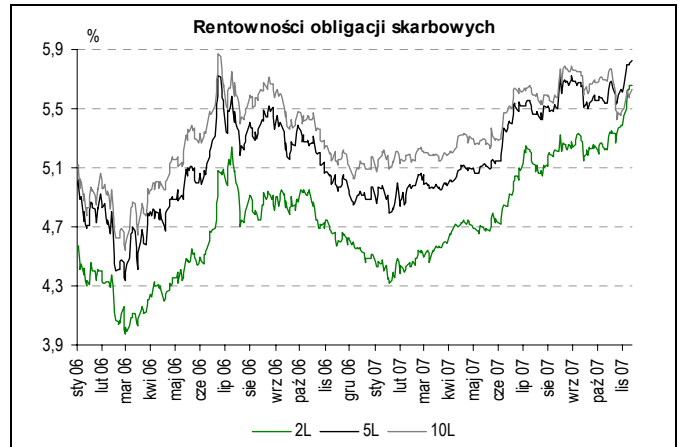
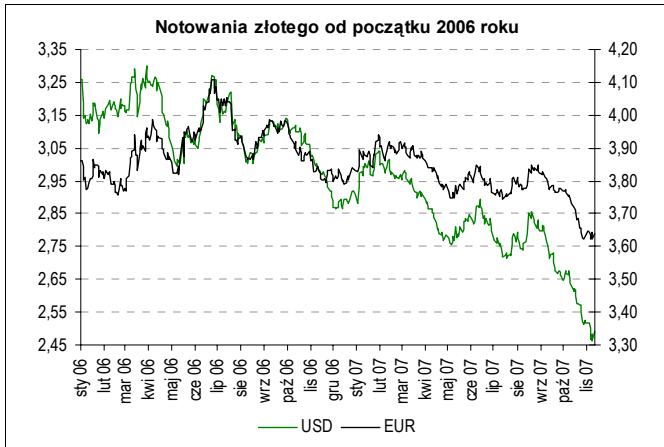
### Oslabieniu dolara nie ma końca

- Po kolejnym cięciu stóp przez Fed i nowych informacjach o problemach i stratach instytucji finansowych związanych z inwestycjami w instrumenty hipoteczne doszło do kontynuacji dynamicznego osłabiania dolara na światowych rynkach. Kurs EURUSD stopniowo bił nowe rekordy i osiągnął poziom powyżej 1,47 na fali rosnących oczekiwań na dalsze cięcia stóp w USA i na spadek dysparytetu stóp wobec strefy euro. W ostatnich dniach doszło do odreagowania i kurs EURUSD spadł do 1,456.
- Sądzymy, że dolar może tracić na wartości jeszcze przez kilka miesięcy w związku z oczekiwaniami na dalsze poluzowywanie polityki pieniężnej przez Fed. Jednak potem dolar powinien odrobić straty poniesione wobec wspólnej waluty. W najbliższych tygodniach rynek może pozostać pod wpływem informacji o problemach instytucji finansowych i utrzymującej się niepewności.

### Oczekiwania na cięcia stóp w USA umacniają rynki długu

- Nasilenie obaw o kondycję amerykańskiej gospodarki, utrzymujące się oczekiwania na dalsze cięcia stóp w USA przy ograniczeniu obaw o inflację doprowadziły do dalszego spadku rentowności. Do wzrostu cen amerykańskich obligacji skarbowych przyczyniali się także momenty podwyższonej awersji do ryzyka i zjawisko ucieczki w bezpieczne aktywa. Rynek niemiecki był wsparty przez mało jastrzębie komentarze z EBC. Rentowności 10-letnich Treasuries obniżyły się od połowy października z 4,64% do 4,20%, a 10-letnich Bundów z 4,36% do 4,09%.
- Spodziewamy się, że Fed dokona kolejnej obniżki stóp w I kw. przyszłego roku, a w strefie euro EBC odłoży decyzję o podwyżce stóp na dłuższy czas. Uwaga inwestorów skupi się głównie na danych determinujących wzrost gospodarczy w USA, a ceny obligacji będą pod sporym wpływem kolejnych informacji wzmagających niepewność na rynkach kredytowych.

# Monitor rynku



**Przetargi bonów skarbowych (mln zł)**

OFERTA / SPRZEDAŻ		
Data przetargu	52-tyg.	Suma
03.09.2007	900 / 900	900 / 900
17.09.2007	500 / 500	500 / 500
<b>razem wrzesień</b>	<b>1 400 / 1 400</b>	<b>1 400 / 1 400</b>
08.10.2007	500 / 500	500 / 500
22.10.2007	500 / 500	500 / 500
<b>razem październik</b>	<b>1 000 / 1 000</b>	<b>1 000 / 1 000</b>
05.11.2007	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
19.11.2007	-	-
<b>razem listopad*</b>	<b>1 000 / 1 000</b>	<b>1 000 / 1 000</b>

\* na podstawie informacji Ministerstwa Finansów

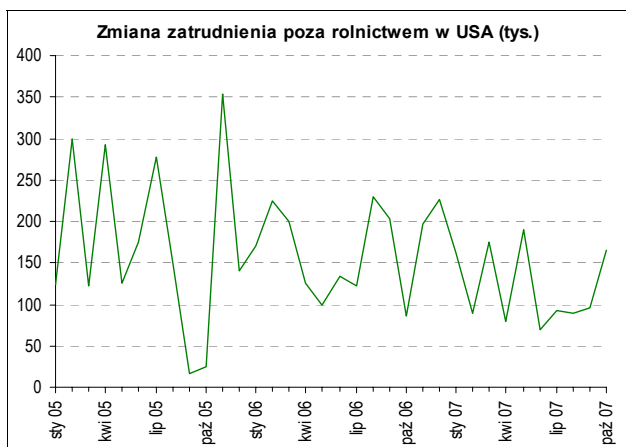
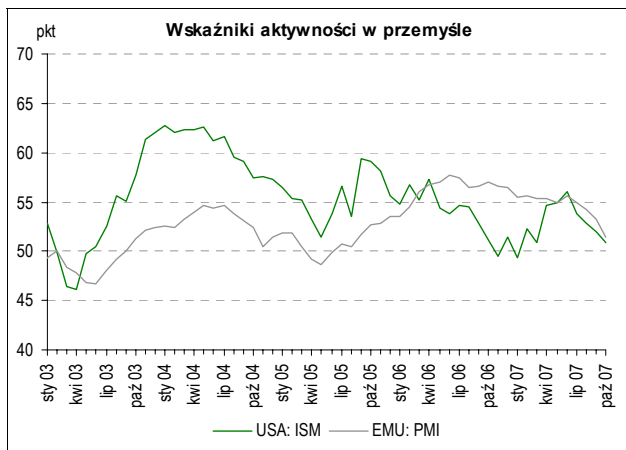
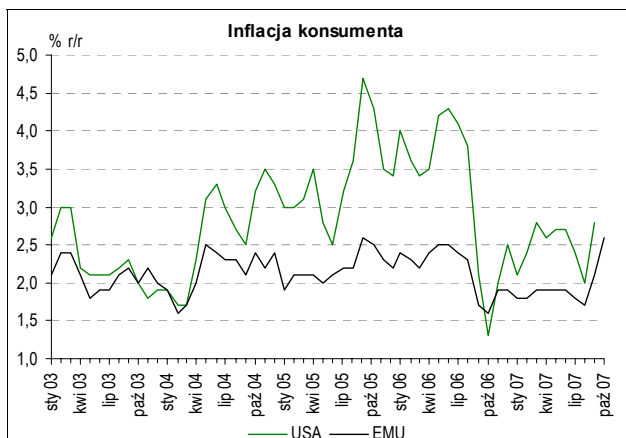
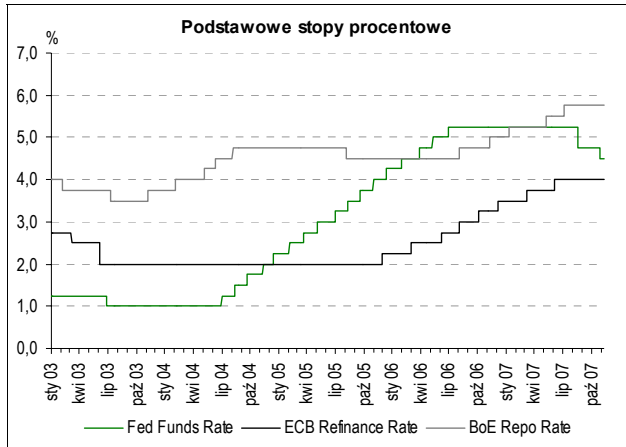
## Przetargi obligacji skarbowych w 2007 r. (mln zł)

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	2400   0	2400   0	21.02	PS0412	1 500	1 500
marzec	07.03	OK0709	1 000	1 000	14.03	WS0922	1 400	1 400	21.03	PS0412	1 800	1 800
kwiecień	04.04	OK0709	1 000	1 000	11.04	DS1017	1 800	1 800	18.04	PS0412	1 800	1 800
maj	-	-	-	-	09.05	WZ0118   IZ0816	2000   500	2000   498	16.05	PS0412	1 500	1 500
czerwiec	06.06	-	-	-	13.06	WS0437	1 000	1 000	20.06	PS0412	1 000	1 002
lipiec	04.07	-	-	-	11.07	DS1017	1 800	1 800	-	-	-	-
sierpień	01.08	OK0709	2 000	1 400	08.08	WZ0118   IZ0816	2 400   0	2 400   0	-	-	-	-
wrzesień	05.09	OK0709	1 800	1 800	12.09	WS0922	1 500	1 500	19.09	PS0412	2 500	2 500
październik	03.10	OK0709	1 800	1 800	10.10	DS1017	2 160	2 160	17.10	PS0412	2 300	2 300
listopad	07.11	OK0709	1 700	1 700	14.11	10L WIBOR   12L CPI	2 500   500	-	21.11	PS0412	1 500   2 500	-
grudzień	05.12	2L	-	-	-	-	-	-	-	5L	-	-

\* razem z przetargiem uzupełniającym



## Przegląd międzynarodowy



Źródło: Reuters, EBC, Federal Reserve

### Kolejne cięcie stóp przez Fed

▪ W październiku Fed postanowił obniżyć stopy procentowe o 25 pb. Główna stopa spadła do poziomu 4,50%. W komunikacie zasygnalizował, że dotychczasowe obniżki stóp powinny pomóc w uspokojeniu sytuacji na rynkach finansowych i wesprzeć gospodarkę USA oraz stwierdził, że ryzyko w górę dla inflacji mniej więcej równoważy ryzyko w dół dla wzrostu gospodarczego. Może to sygnalizować, że Fed może nie być skłonny do decyzji o kolejnej obniżki stóp już w grudniu. Dalsze wypowiedzi Bernanke skupiały się na ryzykach dla wzrostu.

▪ EBC pozostawił w listopadzie stopy bez zmian. Na konferencji prezes EBC powiedział, że EBC jest gotowy do przeciwdziałania występującym ryzykom wzrostu inflacji. Trichet dodał jednak, że EBC pozostaje w trybie oczekiwaniami na kolejne publikacje danych i rozwój wydarzeń na rynkach finansowych wobec utrzymującej się zwiększonej niepewności

### Odbicie inflacji

▪ Inflacja w USA wzrosła we wrześniu o 0,3% m/m (2,8% r/r) wobec oczekiwanych 0,2% m/m, natomiast bazyowy CPI wzrósł zgodnie z prognozami o 0,2% m/m (2,1% r/r). Wzrost indeksu CPI był spowodowany przede wszystkim wzrostem cen energii. Indeks PPI wzrósł we wrześniu o 1,0% m/m wobec oczekiwań 0,9%, głównie za sprawą wzrostu cen ropy. Bazowy indeks wzrósł o 0,1% m/m. tj. nieco poniżej oczekiwań na poziomie 0,2% m/m. Bazowy indeks PCE wzrósł we wrześniu o 0,2% m/m i 1,8% r/r.

▪ Inflacja w strefie euro wzrosła we wrześniu zgodnie z oczekiwaniami oraz wstępnymi szacunkami do 2,1% r/r z 1,7% r/r w sierpniu. Dane te nie wpłynęły jednak zbytnio na rynki. Z kolei wstępne szacunki Eurostatu za październik pokazały przyspieszenie inflacji mierzonej indeksem HICP do 2,6% r/r, znacznie powyżej oczekiwań rynkowych.

### Wzrost PKB w USA w III kw. powyżej oczekiwań

▪ Indeks ISM dla sektora przetwórczego USA spadł w październiku do 50,9 pkt z 52,0 pkt we wrześniu, co było wynikiem m.in. ciasniejszych warunków kredytowych oraz spowolnienia na rynku nieruchomości. Indeks ISM dla sektora usług okazał się lepszy od oczekiwań i wyniósł 55,8 pkt, co lekko wsparło obraz gospodarki USA.

▪ Indeks PMI dla sektora przetwórczego strefy euro za październik był zgodny ze wstępnym szacunkiem, tj. spadł do 51,5 pkt, najniższego poziomu od sierpnia 2005, choć nie wpłynął na rynki finansowe. Głównymi przyczynami był słabszy popyt w strefie euro oraz efekt umocnienia eur. Z kolei indeks PMI dla sektora usług wzrósł do 55,8 pkt, co było nieco powyżej oczekiwań.

▪ Wzrost PKB w USA w III kw. był na poziomie 3,9% i okazał się znacznie wyższy od rynkowego konsensusu na poziomie 3,0% wobec 3,8% w II kw. Do wysokiego wzrostu przyczyniły się m.in. spory wzrost spożycia prywatnego, inwestycji przedsiębiorstw, zawężenie deficytu handlowego przy silnym wzroście eksportu oraz zmiana zapasów. Wynik ten był dobry mimo silnego spadku inwestycji mieszkaniowych. Deflator PKB wzrósł o 0,7%, znacznie niżej niż wskazywał konsensus (2%). Z drugiej strony, wyższy od oczekiwań był bazowy indeks PCE, który wzrósł o 1,8% wobec oczekiwanych 1,5%.

### Całkiem dobre dane z amerykańskiego rynku pracy

▪ Dane z rynku pracy w USA pokazały znacznie wyższy niż oczekiwano wzrost zatrudnienia poza rolnictwem w październiku, tj. o 166 tys. wobec oczekiwanych 80 tys. Stopa bezrobocia w USA pozostała na poziomie 4,7%. Jednostkowe koszty pracy spadły w III kw. o 0,2% natomiast wydajność pracy wzrosła o 4,9%.

▪ Obniżenie rocznej dynamiki jednostkowych kosztów pracy może nieco uspokoić Fed w kwestii presji inflacyjnej. Mimo, że dane były lepsze od oczekiwań nie poprawiły znacząco nastrojów.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>12 listopada</b> US: Dzień wolny	<b>13</b> <b>POL: Bilans płatniczy (IX)</b> GER: Indeks ZEW (XI) EMU: Wstępny PKB (III kw.) USA: Sprzedaż domów w toku (IX)	<b>14</b> <b>POL: Aukcja obligacji 10-letnichzmiennokuponowych i 12-letnich indeks. CPI</b> <b>POL: CPI (X)</b> <b>POL: Podaż pieniądza (X)</b> USA: PPI (X) USA: Sprzedaż detaliczna (X)	<b>15</b> EMU: Finalny HICP (X) USA: CPI (X) USA: Indeks NY Fed (XI) USA: Indeks Philadelphia Fed (XI)	<b>16</b> <b>POL: Płace i zatrudnienie (X)</b> USA: Przepływy kapitałowe netto (IX) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnej (X) USA: Produkcja przemysłu (X)
<b>19</b> <b>POL: Przetarg bonów skarbowych</b>	<b>20</b> <b>POL: Wyniki finansowe przedsiębiorstw niefinansowych (I-IX)</b> <b>POL: Produkcja przemysłowa (X)</b> <b>POL: Ceny produkcji (X)</b> USA: Rozpoczęte budowy domów (X)	<b>21</b> <b>POL: Aukcja obligacji 5-letnich</b> USA: Finalny Michigan (XI) USA: Liczba nowych bezrobotnych USA: Protokół z posiedzenia FOMC	<b>22</b> <b>POL: Minutes RPP (X)</b> USA: Dzień wolny	<b>23</b> <b>POL: Inflacja bazowa (X)</b> <b>POL: Wskaźniki koniunktury (XI)</b> JP: Dzień wolny EMU: Wstępny PMI sektor przetwórczy (XI) EMU: PMI sektor usług (XI)
<b>26</b> <b>POL: Sprzedaż detaliczna (X)</b> <b>POL: Bezrobocie (X)</b>	<b>27</b> <b>POL: Spotkanie RPP</b> GER: Indeks Ifo (XI) USA: indeks zaufania konsumentów (XI)	<b>28</b> <b>POL: Spotkanie RPP – decyzja</b> EMU: Podaż pieniądza M3 (X) USA: Zamówienia na dobra trwałe (XI) USA: Sprzedaż domów (X)	<b>29</b> <b>POL: Aukcja zamiany</b> USA: Bazowy PCE (III kw.) USA: Wstępny PKB (III kw.) USA: Deflator PKB (III kw.) USA: Sprzedaż nowych domów (X)	<b>30</b> <b>POL: PKB (III kw.)</b> EMU: Wskaźnik nastrojów (XI) EMU: Wstępny HICP (XI) EMU: Zrewidowany PKB (III kw.) USA: Bazowy PCE (X) USA: Chicago PMI (XI)
<b>3 grudnia</b> <b>POL: Przetarg bonów skarbowych</b> EMU: PMI sektor przetwórczy (XI) USA: ISM sektor przetwórczy (XI)	<b>4</b> EMU: PPI (X)	<b>5</b> <b>POL: Aukcja obligacji 2-letnich</b> EMU: PMI sektor usług (XI) USA: Raport ADP (X) USA: Jednostkowe koszty pracy (III kw.) USA: Wydajność pracy (III kw.) USA: ISM sektor usług (XI)	<b>6</b> GB: Spotkanie Banku Anglii - decyzja EMU: Spotkanie EBC- decyzja USA: Liczba nowych bezrobotnych	<b>7</b> USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (XI) USA: Bezrobocie (XI) USA: Wstępny Michigan (XII)
<b>10</b> USA: Sprzedaż domów w toku (X)	<b>11</b> GER: Indeks ZEW (XII) USA: Zapasy hurtowe (X) USA: Spotkanie Fed- decyzja	<b>12</b> <b>POL: Aukcja zamiany</b> <b>POL: Bilans płatniczy (IX)</b> USA: Ceny w handlu zagranicznym (import) (XI) USA: Bilans handlowy (X)	<b>13</b> <b>POL: Minutes RPP (XI)</b> <b>POL: CPI (XI)</b> CH: Spotkanie Banku Szwajcarii - decyzja USA: PPI (XI) USA: Sprzedaż detaliczna (XI)	<b>14</b> <b>POL: Podaż pieniądza (XI)</b> EMU: Finalny HICP (XI) USA: CPI (XI) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnej (XI) USA: Produkcja przemysłu (XI)

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
Minutes RPP	-	-	-	-	24	21	19	23	20	25	22	13
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	23	25	25	26	24	24	25	23	26	-
Płace brutto, zatrudnienie	16	15	15	17	17	19	16	16	17	15	16	17
Bezrobocie	29	23	23	25	25	26	24	24	25	23	26	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	2	-	30	-	-	29	-	-	28	-	-	-
Bilans płatniczy	16 <sup>c</sup>	12	14	13	18	15	13	13	12	15	13	12
Podaż pieniądza	12	14	14	13	14	14	13	14	14	12	14	14
Bilans NBP	5	7	7	6	7	6	6	7	7	5	7	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 2006 itd., <sup>d</sup> za styczeń, <sup>e</sup> za luty

Źródło: GUS, NBP

## Dane i prognozy ekonomiczne

## Wskaźniki miesięczne

		paź 06	lis 06	gru 06	sty 07	lut 07	mar 07	kwi 07	maj 07	cze 07	lip 07	sie 07	wrze 07	paź 07	lis 07
Produkcja przemysłowa	% r/r	14,8	12,0	5,9	15,4	13,0	11,3	12,6	8,1	5,6	10,4	8,9	5,2	8,8	8,6
Sprzedaż detaliczna <sup>c</sup>	% r/r	13,3	13,6	13,3	16,5	17,5	19,2	15,1	14,8	16,2	17,1	17,4	14,2	16,7	17,1
Stopa bezrobocia	%	14,9	14,8	14,8	15,1	14,8	14,3	13,6	12,9	12,3	12,1	11,9	11,6	11,3	11,3
Place brutto <sup>b c</sup>	% r/r	4,7	3,1	8,5	7,8	6,4	9,1	8,4	8,9	9,3	9,3	10,5	9,5	9,5	10,2
Zatrudnienie <sup>b</sup>	% r/r	3,6	3,8	4,1	3,8	4,3	4,5	4,4	4,4	4,6	4,7	4,8	4,7	4,7	4,5
Eksport (w euro) <sup>d</sup>	% r/r	23,8	21,7	10,2	15,4	13,8	15,0	16,8	9,8	10,7	17,4	16,7	10,4	13,4	11,7
Import (w euro) <sup>d</sup>	% r/r	29,3	22,6	18,2	19,6	12,2	18,5	23,8	12,9	16,6	23,5	12,8	16,3	14,3	16,2
Bilans handlowy <sup>d</sup>	mln EUR	-404	-499	-996	-542	-141	-757	-781	-1030	-786	-1293	-289	-959	-542	-983
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	mln EUR	-906	-993	-1290	-881	-545	-681	-740	-1524	-1343	-1436	-637	-859	-592	-1043
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	% PKB	-2,8	-3,0	-3,2	-3,4	-3,2	-3,2	-3,2	-3,4	-3,7	-3,9	-3,8	-4,0	-3,9	-3,8
Deficyt budżetowy (narastająco)	mlrd PLN	-16,6	-18,5	-25,1	3,1	-3,0	-4,8	-2,1	-4,3	-3,7	0,6	0,3	0,2	-4,3	-10,8
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu <sup>e</sup>	66,3	73,9	100,0	-10,3	10,1	16,1	6,9	14,2	12,3	-2,1	-0,9	-0,7	14,3	36,0
Inflacja (CPI)	% r/r	1,2	1,4	1,4	1,6	1,9	2,5	2,3	2,3	2,6	2,3	1,5	2,3	2,8	3,0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,2	2,5	2,6	3,1	3,5	3,3	2,2	2,1	1,7	1,5	1,8	2,0	2,5	3,2
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	12,8	14,6	16,0	19,3	18,0	18,0	17,8	16,0	14,7	15,6	16,1	14,3	14,8	14,4
Depozyty	% r/r	11,8	13,4	15,2	18,5	18,3	17,7	18,2	16,4	15,2	15,9	16,3	15,3	15,5	14,8
Kredyty	% r/r	19,5	20,7	23,4	25,0	26,5	26,8	28,4	28,6	29,2	31,4	31,1	30,9	30,0	29,2
USD/PLN	PLN	3,09	2,97	2,88	2,98	2,98	2,94	2,83	2,80	2,84	2,75	2,80	2,73	2,61	2,50
EUR/PLN	PLN	3,90	3,82	3,81	3,88	3,90	3,89	3,82	3,78	3,81	3,77	3,81	3,79	3,71	3,65
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,25	4,25	4,50	4,50	4,75	4,75	4,75	5,00
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,75	5,75	6,00	6,00	6,25	6,25	6,25	6,50
WIBOR 3M	%	4,22	4,20	4,20	4,20	4,20	4,22	4,32	4,44	4,52	4,78	4,80	5,09	5,13	5,30
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,35	4,29	4,20	4,14	4,07	4,23	4,36	4,43	4,42	4,70	4,80	5,01	5,04	5,25
Rentowność obligacji 2L	%	4,84	4,65	4,54	4,41	4,46	4,55	4,71	4,70	4,93	5,14	5,23	5,25	5,30	5,60
Rentowność obligacji 5L	%	5,24	5,01	4,91	4,90	4,97	4,98	5,07	5,11	5,40	5,50	5,61	5,60	5,59	5,80
Rentowność obligacji 10L	%	5,39	5,18	5,10	5,16	5,18	5,18	5,27	5,28	5,52	5,60	5,68	5,69	5,64	5,65

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;

## Wskaźniki kwartalne i roczne

		2005	2006	2007	2008	I kw. 07	II kw. 07	III kw. 07	IV kw. 07	I kw. 08	II kw. 08	III kw. 08	IV kw. 08
PKB	mld PLN	983,3	1 060,2	1 157,4	1 258,1	266,7	280,2	282,4	328,1	288,8	305,9	307,2	356,2
PKB	% r/r	3,6	6,2	6,3	5,5	7,2	6,4	5,8	5,9	4,6	5,9	5,6	5,9
Popyt krajowy	% r/r	2,4	7,3	7,4	7,0	7,7	8,2	6,9	7,1	5,8	7,5	7,1	7,5
Spożycie indywidualne	% r/r	2,0	4,8	5,7	5,7	6,9	5,1	5,5	5,2	5,0	6,5	6,0	5,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,5	15,6	18,3	14,0	26,2	20,8	16,0	15,5	12,0	15,0	14,5	14,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	4,0	12,5	9,6	8,2	13,0	8,5	8,1	8,7	6,2	7,7	9,7	9,0
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,5	11,9	14,5	14,4	17,4	14,1	12,8	13,6	13,1	16,9	13,7	14,0
Stopa bezrobocia <sup>a</sup>	%	17,6	14,8	11,5	8,5	14,3	12,3	11,6	11,5	11,1	9,3	8,7	8,5
Place realne brutto <sup>c</sup>	% r/r	1,2	4,2	6,4	5,1	5,9	6,5	8,1	5,9	4,6	5,0	5,0	5,6
Zatrudnienie <sup>c</sup>	% r/r	1,9	3,2	4,5	3,9	4,2	4,5	4,8	4,5	4,2	4,0	3,7	3,6
Eksport (w euro) <sup>b</sup>	% r/r	17,8	20,4	13,7	13,0	14,7	12,3	14,6	13,2	13,0	13,0	13,0	13,0
Import (w euro) <sup>b</sup>	% r/r	13,4	24,0	17,1	17,3	16,8	17,5	17,5	16,7	17,0	17,0	17,0	18,0
Bilans handlowy <sup>b</sup>	mln EUR	-2 242	-5 536	-9 676	-15 889	-1 440	-2 594	-2 541	-3 101	-2 683	-4 058	-4 040	-5 108
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	mln EUR	-3 866	-8 787	-12 037	-18 250	-2 104	-3 610	-2 932	-3 391	-3 347	-5 074	-4 431	-5 398
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	% PKB	-1,6	-3,2	-3,9	-5,3	-3,2	-3,7	-4,0	-3,9	-4,2	-4,5	-4,8	-5,3
Deficyt budżetowy <sup>a</sup>	mld PLN	-28,6	-25,1	-19,8	-28,0	-4,8	-3,7	0,2	-19,8	-	-	-	-28,0
Deficyt budżetowy	% PKB	-2,9	-2,4	-1,7	-2,2	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2,1	1,0	2,4	3,0	2,0	2,4	2,0	3,0	3,5	3,0	3,0	2,6
Inflacja (CPI) <sup>a</sup>	% r/r	0,7	1,4	3,3	2,6	2,5	2,6	2,3	3,3	3,4	2,9	2,8	2,6
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	0,7	2,5	2,6	2,8	3,3	2,0	1,8	3,2	3,6	2,8	2,3	2,7
Podaż pieniądza (M3) <sup>a</sup>	% r/r	13,1	16,0	14,0	10,7	18,0	14,7	14,3	14,0	13,1	12,8	12,3	10,7
Zobowiązania <sup>a</sup>	% r/r	12,6	15,2	13,5	11,2	17,7	15,2	15,3	13,5	13,1	12,9	12,2	11,2
Należności <sup>a</sup>	% r/r	13,3	23,4	29,6	23,1	26,8	29,2	30,9	29,6	28,0	26,0	23,9	23,1
USD/PLN	PLN	3,23	3,10	2,77	2,59	2,97	2,82	2,76	2,53	2,47	2,54	2,65	2,68
EUR/PLN	PLN	4,02	3,90	3,79	3,63	3,89	3,80	3,79	3,66	3,60	3,64	3,67	3,63
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	4,50	4,00	5,00	5,50	4,00	4,50	4,75	5,00	5,50	5,50	5,50	5,50
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	6,00	5,50	6,50	7,00	5,50	6,00	6,25	6,50	7,00	7,00	7,00	7,00
WIBOR 3M	%	5,29	4,21	4,69	5,66	4,20	4,42	4,89	5,26	5,53	5,70	5,70	5,70
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,92	4,18	4,65	5,61	4,14	4,40	4,84	5,20	5,50	5,65	5,65	5,65
Rentowność obligacji 2L	%	5,04	4,57	5,15	5,74	4,47	4,78	5,21	5,52	5,80	5,75	5,70	5,70
Rentowność obligacji 5L	%	5,25	5,03	5,45	5,75	4,95	5,19	5,57	5,75	5,80	5,80	5,70	5,70
Rentowność obligacji 10L	%	5,24	5,22	5,51	5,64	5,17	5,36	5,66	5,66	5,70	5,65	5,60	5,60

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 12.11.2007 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.

