

W tym miesiącu:

Temat miesiąca	
2008 - Powrót do normalności	2
Gospodarka Polski	6
Rynek nieruchomości	8
Pod lupą: Bank centralny	9
Pod lupą: Rząd i polityka	11
Monitor rynku	12
Przegląd międzynarodowy	14
Kalendarz makroekonomiczny	15
Dane i prognozy ekonomiczne	16

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

Witamy w 2008 roku!

▪ **Jak zwykle, w pierwszym w tym roku *Temacie miesiąca* przedstawiamy nasz scenariusz rozwoju sytuacji gospodarczej w nowym roku. Naszym zdaniem, będzie to rok bardziej „normalny” po wyjątkowo udanych 2006 i 2007.** Podobnie jak na świecie, spodziewamy się obniżenia tempa wzrostu gospodarczego (choć w Polsce ten proces będzie łagodniejszy) i wzrostu średniorocznej inflacji, choć powinna ona osiągnąć swój szczyt w pierwszym kwartale 2008. Jeśli chodzi o sytuację na rynku finansowym, to zostanie on zdominowany przez dwa tematy – ryzyko recesji w Stanach Zjednoczonych i decyzje Rady Polityki Pieniężnej. Ten pierwszy będzie istotny dla giełdy, a drugi określi scenariusz na rynku obligacji. Złoty pozostanie, naszym zdaniem, w średnioterminowym trendzie na umocnienie, ale jego tempo będzie mniejsze niż w roku ubiegłym.

▪ **Dane makroekonomiczne za listopad potwierdziły kontynuację wzrostowych tendencji w gospodarce i przyspieszenie wzrostu cen.** Mimo przejściowego spowolnienia dynamiki produkcji przemysłowej, wyniki sprzedaży detalicznej i produkcji w budownictwie były wystarczająco optymistyczne, aby można było oczekiwać, że tempo wzrostu PKB w IV kwartale będzie bliskie 6% r/r. Utrzymuje się wysoki popyt na pracę, co przekłada się również na poziom wynagrodzeń. Wprawdzie ich wzrost o 12% r/r w listopadzie był w pewnym stopniu zawyżony wypłatami premii w górnictwie, jednak dwucyfrowa dynamika płac zapewne utrzyma się w najbliższym czasie, wspierając wzrost popytu konsumpcyjnego. W ostatnich miesiącach 2007 roku nastąpiło wyraźne przyspieszenie inflacji, która rozpocznie bieżący rok prawdopodobnie na poziomie powyżej 4% r/r. Głównymi czynnikami, które podnoszą ogólny poziom cen są tendencje na rynku paliw i żywności. Inflacja netto rośnie w znacznie mniejszym stopniu i nadal jest przy dolnej granicy dopuszczalnych wahań wokół celu inflacyjnego. Ostatnie dane wydają się spójne z naszym scenariuszem zmian w polityce pieniężnej – przewidujemy podwyżki po 25 pb w styczniu i lutym.

▪ **Wzrost cen wyhamował za to na rynku nieruchomości, a w IV kwartale zanotowano nawet nieznaczne spadki w głównych miastach.** Korekta dotyczyła jednak głównie mieszkań o niższym standardzie, podczas gdy oferty „z górnej półki” cieszyły się nadal dużym zainteresowaniem. Strukturalny niedobór mieszkań na rynku jest nadal duży, co będzie powstrzymywać ceny przed większym spadkiem, ponieważ każda poprawa relacji dochodów osobistych do cen mieszkań powinna powodować uruchomienie dodatkowego popytu na rynku.

▪ **W ostatnich tygodniach po lekkim osłabieniu złotego wobec głównych walut oraz obligacji doszło do odreagowania i stawki wróciły do poziomów sprzed miesiąca.** EURPLN ustabilizował się w ostatnich tygodniach w przedziale 3,58-3,62. Na rynku obligacji, po znaczącym osłabieniu po danych o listopadowej inflacji i płacach, później doszło do odreagowania.

Na rynku finansowym 31 grudnia 2007 r.:					
Stopa depozytowa NBP	3,50	WIBOR 3M	5,68	USDPLN	2,4350
Stopa referencyjna NBP	5,00	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	6,06	EURPLN	3,5820
Stopa lombardowa NBP	6,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	6,11	EURUSD	1,4710

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.12.2007 r.

Temat miesiąca

2008 - Powrót do normalności

„Czy można powtórzyć tak dobry rok w gospodarce? Będzie to trudne biorąc pod uwagę mniej sprzyjające warunki zewnętrzne. Czy przy utrzymaniu stosunkowo szybkiego tempa wzrostu gospodarczego, wzrost inflacji nie zacznie zagrażać celowi banku centralnego w średnim terminie? A być może silny złoty będzie czynnikiem wystarczająco zwiększającym restrykcyjność polityki pieniężnej i nie musimy się obawiać podwyżek stóp procentowych?”. Takimi rozważaniami rozpoczęliśmy styczniowe wydanie MAKROskopu w ubiegłym roku, pisząc o perspektywach na 2007 rok. Ciekawe, że powyższe pytania, być może w nieco zmodyfikowanej wersji, są aktualne również dzisiaj. Jak zwykle, w pierwszym w tym roku *Temacie miesiąca* przedstawiamy nasz scenariusz rozwoju sytuacji gospodarczej w nowym roku. Naszym zdaniem, będzie to rok bardziej „normalny” po wyjątkowo udanych 2006 i 2007 i od razu na wstępie chcemy zaznaczyć, że nie chodzi nam o polską politykę.

2007 – najlepszy rok od wielu lat

Opisując rok temu sytuację gospodarczą w 2006 roku zaczęliśmy od stwierdzenia, że zaskoczyła ona pozytywnie właściwie wszystkich analityków. Podobnie, a nawet jeszcze lepiej było w roku ubiegłym. O ile nasza prognoza tempa wzrostu gospodarczego jeszcze rok temu wydawała się optymistyczna, w rzeczywistości PKB wzrósł realnie prawdopodobnie o niemalże jeden punkt procentowy szybciej. Oczywiście, różnica pomiędzy prognozami a realizacją była najbardziej wyraźna w przypadku pierwszego kwartału (w szczególności dotyczy to produkcji w budownictwie oraz inwestycji), jednak to nie tylko w wyniku dobrej pogody na początku ubiegłego roku oczekiwania okazały się zbyt pesymistyczne. Niewątpliwie inwestycje były pozytywną niespodzianką przez większą część roku, a dodatkowo sytuacja na rynku pracy była znacznie lepsza (z punktu widzenia konsumentów) niż prognozowano. Dotyczy to zarówno tempa wzrostu zatrudnienia, jak i wynagrodzeń. Choć w ubiegłym roku zaznaczaliśmy, że w przypadku statystyk rynku pracy ryzyko było zdecydowanie asymetryczne w górę, to jednak wynikający z tego tytułu znaczący wzrost jednostkowych kosztów pracy stał się jedną z głównych przesłanek do rozpoczęcia przez Radę Polityki Pieniężnej cyklu podwyżek stóp procentowych. Co ciekawe jednak, nasza prognoza inflacji netto okazała się być trafna, a nawet zbyt pesymistyczna. Natomiast inflacja CPI była wyższa od prognoz tylko pod koniec roku, ze względu na wyższe ceny żywności. Niska

inflacja netto wynikała po części z mniejszego przełożenia kosztów pracy na ceny detaliczne przy wciąż bardzo dobrych wynikach finansowych przedsiębiorstw oraz z mocniejszego złotego w stosunku do naszych prognoz (średnio w roku o 8 groszy wobec euro i znacznie więcej w przypadku dolara; szczegóły poniżej). Podwyżki stóp procentowych NBP w skali 1 pkt proc. oraz wycenianie przez rynek finansowych kontynuacji tego cyklu w 2008 roku przyczyniły się do znacznego wzrostu rentowności, które w drugiej połowie roku były powyżej naszych prognoz sprzed roku (najbardziej w przypadku obligacji dwuletniej).

Jeśli chodzi o gospodarkę światową, rok temu pisaliśmy, że ryzyka na amerykańskim rynku nieruchomości sprawiają, że nie należy być nadmiernie optymistycznym co do wzrostu gospodarczego. Spodziewaliśmy się spowolnienia tempa wzrostu PKB w USA do 2,3% z 3,4% w 2006 i realizacja nie powinna być odległa od tej prognozy. Jednak o ile rok temu można było przypuszczać, że spadek cen nieruchomości może mieć swoje konsekwencje gospodarcze poprzez zmniejszenie konsumpcji, to jednak brak było świadomości odnośnie skali zaangażowania w instrumenty finansowe powiązane z kredytami hipotecznymi i skali związanych z tym strat instytucji finansowych. Kryzys płynności, który w wyniku tego nastąpił (niektórzy mówią o kryzysie niewypłacalności) sprawia, że w rok 2008 gospodarka amerykańska wchodzi w znacznie gorszej kondycji od tej spodziewanej rok temu. Z drugiej strony, gospodarka strefy euro rozwijała się w 2007 roku w tempie szybszym od zakładanego przez nas (2,7% vs. prognoza ok. 2%).

Starając się więc odpowiedzieć na pytanie o rozwój sytuacji w gospodarce polskiej i naszym rynku w 2008 roku, jednym z podstawowych zagadnień jest scenariusz globalny. Inwestorzy giełdowi zadają sobie pytania dotyczące skali wzrostu (czy może jak niektórzy wieszczą spadek) PKB w USA i kondycji światowych instytucji finansowych, a co za tym idzie amerykańskiej giełdy i waluty. Z kolei inwestorzy na polskim rynku obligacji starają się przewidzieć szczyt inflacji oraz reakcję Rady na rosnące ceny żywności (które coraz mniej zależą od zbiorów i pogody w kraju, a bardziej od globalnej relacji popytu i podaży), a może również w końcu na rosnącą inflację netto. Wydaje nam się, że te dwa tematy - ryzyko recesji w Stanach Zjednoczonych i decyzje Rady Polityki Pieniężnej – zdominują polski rynek finansowy w rozpoczętym właśnie roku.

Recesja czy „tylko” spowolnienie w USA?

Prognozy wzrostu gospodarczego na świecie są obciążone dużą niepewnością. W ostatnim okresie znacznie wzrosły obawy ekonomistów o możliwość

wystąpienia recesji w Stanach Zjednoczonych, co oznaczałoby również pewne spowolnienie wzrostu gospodarczego w innych krajach rozwiniętych, w szczególności w strefie euro. Niemniej, prawdopodobne jest, że gospodarce amerykańskiej uda się uniknąć recesji m.in. dzięki bardziej ekspansywnej polityce pieniężnej. Koniunkturę gospodarczą w skali globalnej będzie również stabilizował m.in. utrzymujący się szybki wzrost w Chinach i innych krajach rozwijających się.

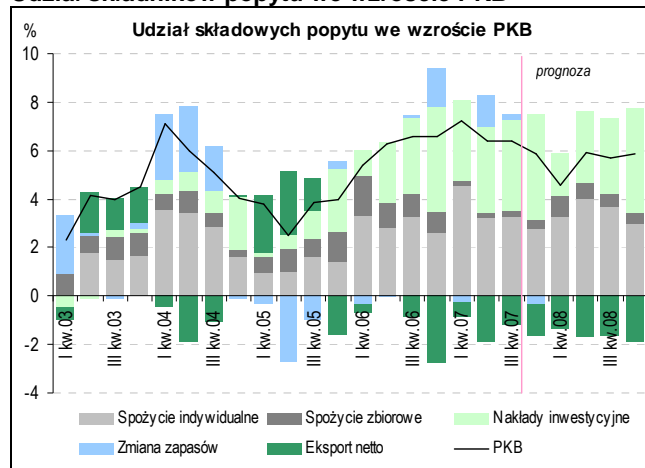
Tak więc, o ile recesja w gospodarce amerykańskiej nie może być wykluczona, naszym podstawowym scenariuszem pozostaje kontynuacja spowolnienia tempa wzrostu PKB. Będzie to szczególnie widoczne w pierwszej połowie roku, kiedy to wzrost PKB nie przekroczy 1% kw/kw. Jednak w dalszej części roku powinno być już lepiej i wzrost całoroczny może osiągnąć 1,8%. W krótkim okresie, nie widać szansy na zakończenie problemów na rynku nieruchomości, co powoduje kontynuację niepewności na rynkach finansowych. Gorsze perspektywy gospodarki amerykańskiej, problemy na rynku nieruchomości oraz fakt, że te czynniki doprowadziły do cyklu obniżek stóp procentowych (który się jeszcze nie zakończył), powoduje presję na osłabienie dolara. Oczekujemy, że w pierwszych miesiącach roku kurs EURUSD może przekroczyć 1,50, choć po przekroczeniu kolejnych psychologicznych poziomów uczestnicy rynku mogą nieufnie podchodzić do dalszego umocnienia euro w obliczu obaw europejskich decydentów o kondycję gospodarczą strefy euro. W dalszej części roku spodziewamy się odreagowania i powrotu do przedziału 1,40-1,45 w czwartym kwartale. Oczekujemy stabilnych stóp procentowych w strefie euro na poziomie 4% przez cały rok oraz delikatnego spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego (2,1%). Niemniej utrzymywanie się inflacji na podwyższonym poziomie (średniorocznie 3,3% w USA i 2,4% w strefie euro) może oznaczać wzrost rentowności długoterminowych na rynkach bazowych.

(Delikatne) spowolnienie wzrostu PKB w Polsce

Jeśli chodzi o tempo wzrostu gospodarczego, to rok 2008 powinien być kolejnym udanym rokiem dla polskiej gospodarki, chociaż trudno będzie powtórzyć równie dobre wyniki, jak te zanotowane w dwóch poprzednich latach. Co więcej, ekspansja gospodarcza będzie odbywała się w warunkach zwiększonej nierównowagi makroekonomicznej, przy wyższej inflacji i wyższym deficycie w obrotach z zagranicą. Przy delikatnym spowolnieniu tempa wzrostu PKB rolę głównego motoru będzie pełnić popyt krajowy. Przy utrzymującym się dwucyfrowym tempie wzrostu inwestycji, wciąż powinniśmy mieć do czynienia ze wzrostem zatrudnienia

i płac nominalnych (choć w mniejszej skali niż w 2007). Co prawda wyższa średnioroczna inflacja (o czym poniżej) będzie zjadała część dochodów w ujęciu realnym, ale z drugiej strony dodatkowy wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych nastąpi za sprawą obniżki składki rentowej. Będzie to sprzyjało utrzymywaniu wysokiej dynamiki konsumpcji. Spodziewamy się, że dynamika polskiego eksportu utrzyma się na wysokim poziomie, jednak jeszcze szybciej będzie przyrastał import i w efekcie deficyt obrotów bieżących może wzrosnąć do ponad 5% PKB.

Udział składników popytu we wzroście PKB



Źródło: GUS, szacunki własne

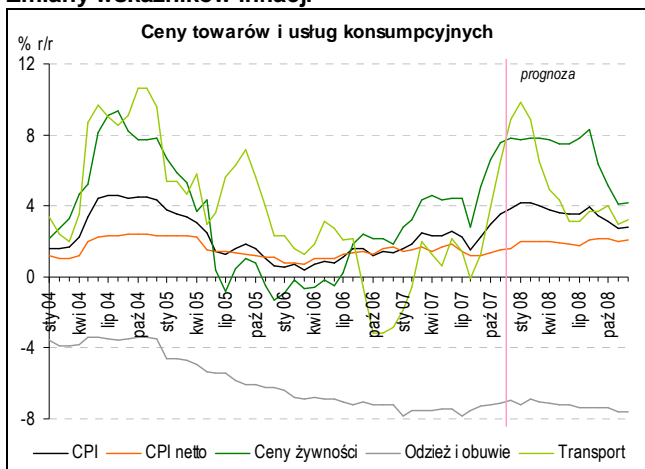
Inflacja w górę. Ale dlaczego?

Końcówka ubiegłego roku stała pod znakiem bardzo szybkiego wzrostu inflacji. Podobnie będzie zapewne na początku roku bieżącego. Pod koniec 2008 roku spodziewamy się natomiast spadku 12-miesięcznego indeksu CPI nieco poniżej 3%. Bardzo istotne pozostaje pytanie jakie czynniki będą odpowiadały za wzrost inflacji oraz za jej ewentualny spadek w dalszej części roku. Jak pokazuje poniższy wykres, zakładamy, że dynamika cen żywności pozostanie na dość wysokim poziomie biorąc pod uwagę historię z kilku ostatnich lat (średnioroczny wzrost w okresie 2001-2007 wyniósł 2,5%), jednak nastąpi jej spowolnienie z niemalże 8% r/r na przełomie roku do niecałych 5% pod koniec roku. Podobny scenariusz może mieć miejsce w przypadku cen transportu (spodziewamy się utrzymania cen ropy na wysokim poziomie w przedziale 80-100 USD za baryłkę). Nastąpi to przy jednoczesnym wzroście inflacji netto z poziomu 1,5% w grudniu 2007 do nieco powyżej 2% na koniec tego roku. Będzie to wynikało w głównej mierze z rosnących kosztów pracy, których dynamika pozostanie na podobnie wysokim poziomie jak w roku 2007, a dodatkowo możemy mieć do czynienia z pewnym przełożeniem na ceny detaliczne ich wzrostów w przeszłości. Scenariusz ryzyka dla inflacji wydaje się być asymetryczny w górę, choć warto zaznaczyć, że to, które

czynnikami będą odpowiedzialne za wyższą inflację może (powinno) mieć wpływ na reakcję banku centralnego.

Na szczególną uwagę zasługują ceny żywności. Już kilka miesięcy temu (listopadowy MARKOskop) zwracaliśmy uwagę na raport OECD i FAO na temat perspektyw rynku rolniczego w najbliższych 10 latach, który wskazuje, że po przejściowym wzroście cen (kończącym się dla większości produktów w sezonie 2008/09) nastąpi stabilizacja cen na podwyższonym poziomie. W wielu przypadkach mamy do czynienia z prognozowanym spadkiem w kolejnych latach (w ujęciu euro lub dolara), choć poziom cen pozostanie na wyższym poziomie niż osiągnęły średnio w ostatnich kilku latach, co wynika z większego światowego popytu (głównie z krajów rozwijających się), niższej globalnej podaży (biopaliwa) i czynników pogodowych związanych z globalnym ociepleniem. Wyjątkiem są ceny mięsa, gdzie prognozowany jest ciągły wzrost, choć również z wygasającym impulsem. Jeśli prognozy FAO i OECD miałyby się sprawdzić oznaczałoby to, że impuls proinflacyjny związany z cenami żywności powinien stopniowo wygasać, dlatego też nie zakładamy aby dynamika roczna wzrostu cen z ostatnich miesięcy miała się na długo utrzymać.

Zmiany wskaźników inflacji



Źródło: GUS, szacunki własne

Stopy w górę. Ale jak bardzo?

Biorąc pod uwagę powyższy scenariusz inflacyjny, kolejne podwyżki stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej wydają się nieuniknione. Co więcej, wydaje się że następne dwa kroki w zacieśnieniu monetarnym możliwe są już w pierwszym kwartale tego roku. Jakie będą dalsze kroki będzie zależało w znacznej mierze od tego, czy nasz scenariusz inflacyjny będzie się realizował. Jeśli inflacja netto będzie rosła szybciej niż oczekujemy, prawdopodobieństwo kolejnych podwyżek wzrośnie, jednak poziom 6% wydaje nam się granicą, której Rada nie przekroczy. Z drugiej strony, jeśli za wyższą inflacją będą odpowiedzialne utrzymujące się

wysokie ceny paliw oraz szybko rosnące (na skutek nierównowagi popytu i podaży w skali globalnej) ceny żywności, to decyzje banku centralnego będą nieco trudniejsze. Chociaż czynniki te pozostają poza wpływem banku centralnego, Rada może obawiać się tzw. efektów drugiej rundy (m.in. jeszcze wyraźniejszego nasilenia żądań płacowych w wyniku podwyższonych cen, w szczególności żywności). Obawa ta stała, jak rozumiemy, również za dotychczasowymi podwyżkami stóp. Zgadza się, że dotychczasowa strategia Rady (stopniowe podwyżki co kilka miesięcy) mająca zapewnić powrót inflacji do celu m.in. poprzez stabilizowanie oczekiwań inflacyjnych jest zmniejszaniem ryzyka, że w dalszej przyszłości należałoby podwyższać stopy jeszcze bardziej. Jednak strategia Rady na rosnącą inflację głównie z powodu cen żywności powinna, naszym zdaniem, zależeć od konieczności spełnienia kryterium inflacyjnego z Maastricht. Można sobie wyobrazić, że rząd będzie kontynuował zwlekanie z decyzją o wejściu do systemu ERM2 (co sugerują ostatnie wypowiedzi ministra finansów), natomiast Rada Polityki Pieniężnej, będzie chciała realizować „zasadę ciągłej gotowości” (jak to ujął członek RPP prof. Andrzej Wojtyła), aby nie zostać obciążoną winą za ewentualne niepowodzenie procesu akcesyjnego. Skutkowałoby to ryzykiem prowadzenia zbyt restrykcyjnej polityki pieniężnej (obniżenie inflacji netto poniżej 1%, a w skrajnym przypadku do zera), co z kolei mogłoby oznaczać trudności z wypełnieniem kryterium fiskalnego (obniżenie tempa wzrostu dochodów, przy ograniczeniach politycznych dotyczących zmniejszenia wydatków).

Ten dylemat wydaje się jednak dość odległy, wobec problemu wynikającego z tego, że rząd nie ma jasnej strategii wejścia do strefy euro, czy mówiąc ogólniej, nie przedstawił jeszcze programu gospodarczego. Jak do tej pory, mamy do czynienia z dość częstymi deklaracjami przedstawicieli rządu odnośnie systemu podatkowego (częściowo przedstawiamy je w sekcji *Pod lupą: Rząd i polityka*). Z jednej strony, widzimy sprzeczne informacje dotyczące możliwości zniesienia podatku od zysku kapitałowych. Z drugiej strony, planowane jest dalsze zmniejszanie obciążeń CIT i PIT. Dodatkowo, przedstawiciele Ministerstwa Finansów mówią o chęciach obniżenia deficytu budżetowego, długu publicznego oraz konieczności zwiększenia aktywności zawodowej ludności. W sferze deklaracji wygląda to dość pozytywnie, jednak pozostaje pytanie na ile zostało już to zderzone z ograniczeniami politycznymi, wynikającymi z presji na wzrost wydatków (nie wiadomo czy będzie ustanowiona jakaś kotwica dla wydatków). Pozostaje wyrazić nadzieję, że bardziej szczegółowy program rządu poznamy w ciągu tego roku, a na pewno jego

namiastką będzie sposób w jaki przygotowany będzie budżet na 2009 rok.

Główne banki centralne na świecie również stoją w obliczu zagrożenia ze strony wzrostu cen żywności i paliw, ale jednocześnie muszą liczyć się z osłabieniem aktywności gospodarczej, które u nas w takiej skali nie następuje (w Polsce możemy mówić bardziej o „powrocie do normalności”, czyli do potencjalnego tempa wzrostu). Obawa o osłabienie aktywności gospodarczej spowoduje zapewne, że Fed obniży jeszcze stopy procentowe (wg nas do 3%), a Europejski Bank Centralny powinien utrzymać stopy procentowe bez zmian przez cały 2008 rok (nawet przy większym prawdopodobieństwie obniżki niż podwyżki). Pomijając już, że ryzyko spowolnienia na świecie będzie działało korzystnie na perspektywy inflacji w skali globalnej (pomijając czynniki podażowe, w przypadku których ryzyko jest po drugiej stronie), to efekt zwiększonego dysparytetu stóp procentowych może być korzystny dla polskiej inflacji.

Mocny złoty, wysokie rentowności

Spodziewamy się że w 2008 r. złoty będzie nieco mocniejszy wobec głównych walut niż w roku ubiegłym. Oczekujemy spadku średniorocznego kursu EURPLN do 3,63 z 3,78 w roku ubiegłym a kursu USDPLN do 2,49 z 2,77. Umocnienie złotego będzie związane m.in. z postępującym procesem konwergencji do krajów wyżej rozwiniętych (dobre fundamenty gospodarcze, szybki wzrost produktywności), ze wzrostem stóp procentowych zachęcających inwestorów zagranicznych do lokowania w Polsce kapitału, napływem środków z funduszy unijnych oraz utrzymującym się wciąż na wysokim poziomie napływem zagranicznych inwestycji bezpośrednich. Nie spodziewamy się jednak aby kulminacyjny punkt aprecjacji złotego wyniósł znacząco poniżej poziomu 3,60, a wydaje nam się nawet, że z powodu czynników globalnych (awersja do ryzyka) krajowa waluta może mieć do czynienia z pewnymi korektami. Biorąc pod uwagę średnioterminowy trend na umocnienie złotego, mogą to być ważne momenty dla eksporterów, umożliwiające zabezpieczanie przyszłych transakcji. Oczekujemy, że na koniec tego roku kurs złotego wobec euro może być zbliżony do poziomów notowanych obecnie (3,60), m.in. w związku z wygasaniem oczekiwanych przez rynki podwyżek stóp procentowych w dalszej części roku. Z kolei wobec dolara w perspektywie całego roku złoty może się nieco osłabić w związku z prognozowanym odreagowaniem dolara na rynkach międzynarodowych.

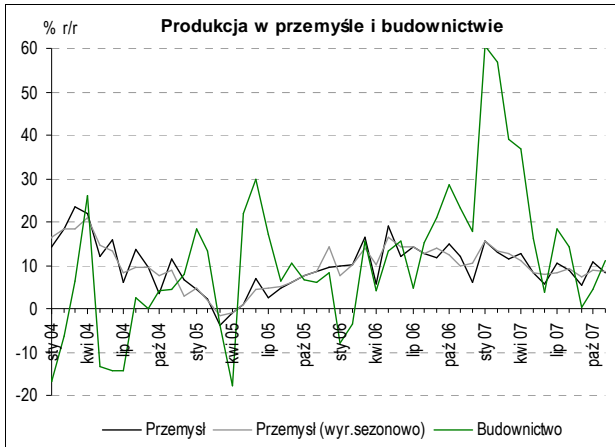
Krajowy rynek obligacji (szczególnie na krótkim końcu) na początku roku pozostanie pod presją nadchodzących danych o inflacji oraz statystyk z rynku pracy. Wzrost

inflacji powyżej 4% oraz szybkie tempo wzrostu wynagrodzeń będą utrzymywały w krótkim terminie oczekiwania na znaczne podwyżki stóp przez RPP. W kolejnych miesiącach jednak oczekujemy stopniowego umocnienia rynku długu w związku ze spodziewanym spowolnieniem inflacji oraz ograniczaniem oczekiwań co do łącznej skali zacieśnienia polityki pieniężnej.

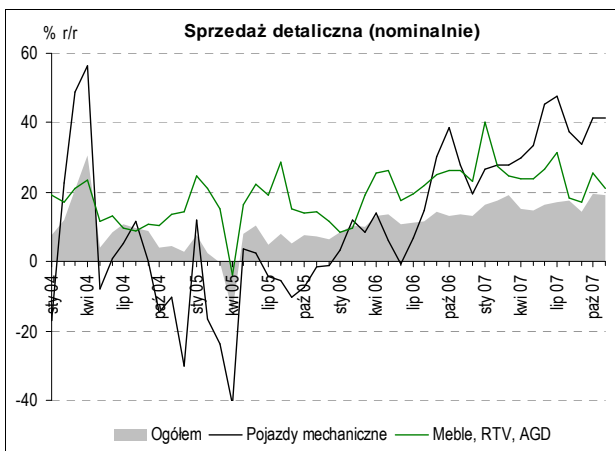
Krajowy rynek akcji będzie zależny w dużym stopniu od koniunktury w Stanach Zjednoczonych. Oczekujemy pewnego spowolnienia w USA w tym roku, jednak szybkie cięcia stóp procentowych przez Fed mogą sprzyjać poprawie perspektyw na 2009 rok. W przypadku realizacji scenariusza recesyjnego w USA, który jest przedmiotem obaw wielu inwestorów, negatywny wynik giełdy amerykańskiej będzie ciążył na krajowych indeksach. Utrzymujący się na wysokim poziomie wzrost gospodarczy w Polsce, choć wolniejszy niż w roku ubiegłym, może w pewnym stopniu wspierać wycenę krajowych spółek.

***Tabele z prognozami zmiennych makro-
ekonomicznych znajdziecie Państwo jak zwykle na
ostatnich stronach raportu.***

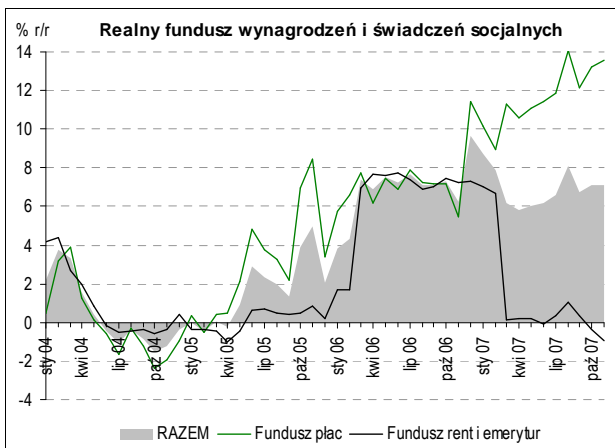
Gospodarka Polski

**Słabsze wyniki przemysłu, poprawa w budownictwie**

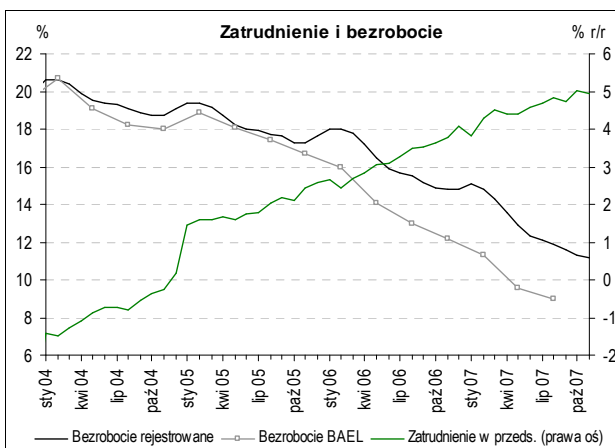
- Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w listopadzie o 8,3% r/r, poniżej prognoz i wolniej niż w październiku. Dynamika wyrównana sezonowo utrzymała się na poziomie 8,6% r/r.
- Pomimo spowolnienia w listopadzie, średni wzrost produkcji w IV kwartale 2007 powinien być wyższy niż w III kw., potwierdzając utrzymanie stosunkowo dobrej koniunktury, m.in. za sprawą wciąż nienajgorszych wyników polskiego eksportu.
- Produkcja w budownictwie przyspieszyła z kolei do 11,1% r/r, powracając do dwucyfrowego wzrostu po dwóch miesiącach słabszych wyników. Łagodna pogoda w grudniu powinna sprzyjać utrzymaniu wysokiej dynamiki produkcji również w ostatnim miesiącu roku. Wróży to dobrze prognozom wzrostu inwestycji, który powinien utrzymać się w ostatnim kwartale roku na wysokim, dwucyfrowym poziomie.

**Sprzedaż detaliczna kontynuuje szybki wzrost**

- Wzrost sprzedaży detalicznej utrzymał się w listopadzie na wysokim poziomie 19,2% r/r, wobec 19,4% w październiku i 16,7% r/r średnio w okresie styczeń-październik. Realny wzrost sprzedaży detalicznej wyniósł 15,1% r/r.
- Po raz kolejny wyraźnie wzrósł deflator sprzedaży (do 3,6%), odzwierciedlając rosnącą dynamikę cen w handlu detalicznym.
- Silna, dwucyfrowa dynamika została ponownie zanotowana we wszystkich działach sprzedaży detalicznej, co potwierdza, że mamy do czynienia z zakrojonym na szeroką skalę ożywieniem popytu konsumpcyjnego.
- Dane potwierdzają nasz szacunek wzrostu konsumpcji indywidualnej w IV kwartale na poziomie 5,2% i wzrostu PKB o blisko 6% w tym okresie oraz 6,4% w całym 2007 roku.

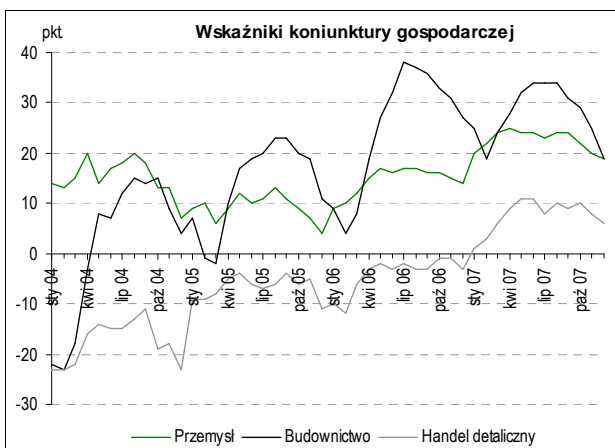
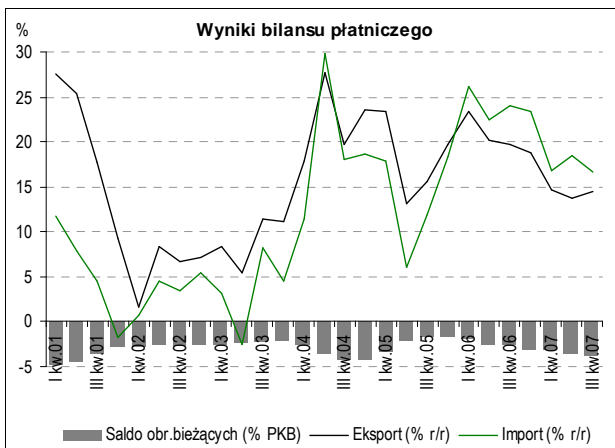
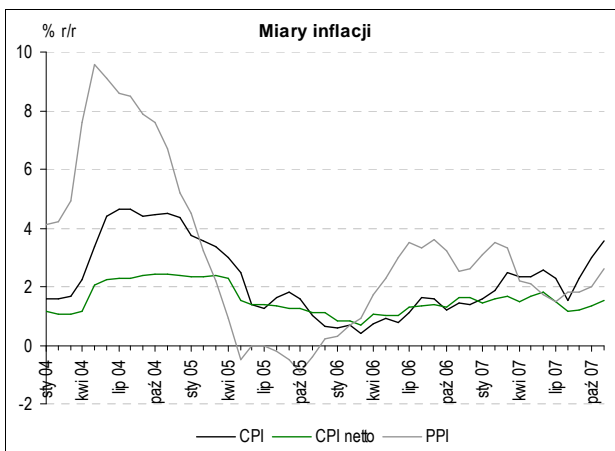
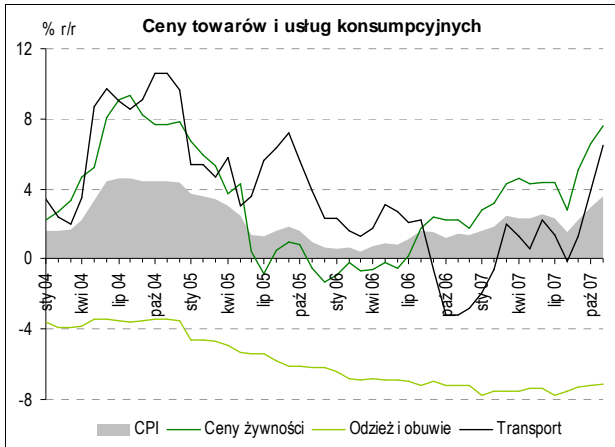
**... wspierana szybkim wzrostem dochodów osobistych**

- Silny popyt konsumencki wynika w dużej mierze z rosnących w szybkim tempie dochodów gospodarstw domowych.
- W listopadzie wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw wyniósł 12% r/r, znacznie przekraczając prognozy rynkowe. Jednak dane GUS sugerują, że silniejszy od oczekiwań wzrost był związany m.in. z wypłatą premii w górnictwie, w którym płace wzrosły aż o 28,6% r/r. Prawdopodobnie w 2007 r. w części firm wypłaty premii nastąpiły w listopadzie, a nie w grudniu jak w 2006 r. W przetwórstwie przemysłowym wzrost przeciętnych wynagrodzeń spowolnił w listopadzie do 10,5% r/r z 10,7% r/r w październiku.
- Ogólną siłę nabywczą gospodarstw domowych obniża niska dynamika dochodów emerytów i rencistów, których świadczenia nie były waloryzowane w 2007 r. Od marca br. renty i emerytury wzrosną jednak w większym stopniu niż inflacja.
- Wzrost przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw utrzymał się w listopadzie na rekordowym poziomie 5% r/r. Liczba zatrudnionych zwiększyła się w ciągu roku o prawie 250 tys. osób. W tym samym czasie liczba zarejestrowanych bezrobotnych spadła ponad dwukrotnie bardziej, o ok. 570 tys.
- Stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła na koniec listopada 11,2%, najmniej od połowy 1999 r. Wg wstępnych szacunków Ministerstwa Pracy w grudniu nastąpił nieznaczny, typowo sezonowy wzrost bezrobocia do 11,4%.
- Szybki wzrost płac i rekordowo szybkie tempo wzrostu zatrudnienia niekorzystnie wpływają na relację pomiędzy dynamiką płac a dynamiką wydajności pracy. Średni wzrost jednostkowych kosztów pracy w 2008 roku może ukształtować się na równie wysokim poziomie co w 2007 r., przyczyniając się do stopniowego wzrostu inflacji netto w ciągu roku.



Źródło: GUS, obliczenia własne

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

Inflacja powyżej celu na koniec roku

- Inflacja CPI w listopadzie zaskoczyła zarówno analityków rynkowych, jak i Ministerstwo Finansów, wzrastając do 3,6% r/r, czyli powyżej większości prognoz, po wzroście cen o 0,7% m/m.
- Wśród przyczyn wzrostu inflacji była przede wszystkim kontynuacja szybkiego wzrostu cen żywności (wzrost o 1,5% m/m i 7,6% r/r), jak również dość znaczna podwyżka cen paliw (2,5% m/m i 13,2% r/r).
- Inflacja netto wyniosła w listopadzie 1,5% r/r, wzrastając w znacznie mniejszym stopniu niż CPI i pozostając przy dolnej granicy dopuszczalnych odchyśleń od celu inflacyjnego. Jednak pozostałe miary inflacji bazowej wzrosły w większej skali i wszystkie znalazły się powyżej poziomu 3%.
- W najbliższych miesiącach wzrost CPI będzie zapewne dalej przyspieszał, przekraczając 4% r/r na początku 2008 r. Jednak średnioterminowe perspektywy inflacji, które są kluczowej dla RPP, będą zależały przede wszystkim od tego, na ile trwały jest trend wzrostowy na rynku żywności (co jest obecnie jednym z głównych źródeł niepewności tak dla Rady jak i dla rynku finansowego). Naszym zdaniem jest prawdopodobne, że po osiągnięciu szczytu w I kwartale 2008 stopa inflacji będzie się stopniowo obniżać w dalszej części roku, chociaż równocześnie oczekujemy, że inflacja bazowa netto będzie w tym roku średnio na poziomie o ok. 0,5 pkt. proc. większym niż w 2007 roku.
- Wzrost cen producentów (PPI) również przyspieszył w listopadzie, jednak w skali mniejszej niż się spodziewano, wynosząc 2,6% r/r. Wynikało to głównie ze znacznej rewizji w dół danych za poprzedni miesiąc (z 2,2% do 2,0%). Zgodnie z oczekiwaniami wzrost cen wynikał w znacznej mierze ze wzrostu cen surowców, gdyż sektor produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej zanotował wzrost o 6,8% m/m.

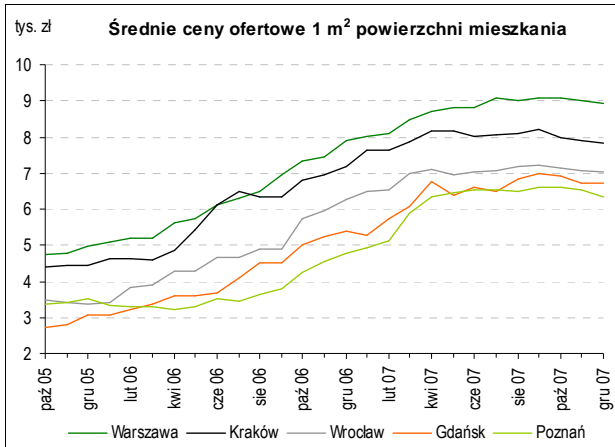
Eksport nadal mocny, ale deficyt obrotów bieżących rośnie

- Deficyt obrotów bieżących w październiku wzrósł do 1,3 mld €, wyraźnie przekraczając prognozy rynkowe. Odpowiedzialne były za to dwa elementy – niskie dodatnie saldo transferów oraz wysoki deficyt dochodów. Pierwszy za sprawą znaczących reinwestowanych zysków i dywidend, a drugi ze względu na niskie transfery z UE. Deficyt obrotów towarowych pozostał umiarkowany (587 mln €), przy silnym wzroście eksportu o prawie 16% r/r, który jednak nie dorównał wzrostowi importu (17% r/r).
- Opublikowane nieco później kwartalne dane nt. bilansu płatniczego przyniosły jednak pozytywną informację w postaci rewizji wcześniejszych szacunków deficytu obrotów bieżących – do 3,6% PKB w II kwartale i 3,7% PKB w III kw. (o 0,1 pkt. proc. poniżej wcześniejszych danych) – i rewizji w górę dynamiki eksportu w tym samym okresie.

Wskaźniki koniunktury nadal dość optymistyczne

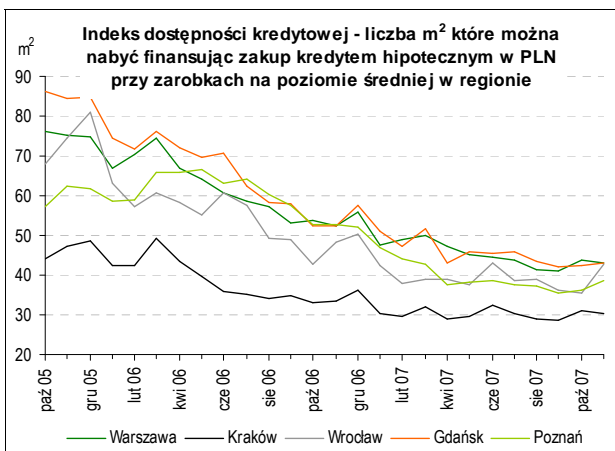
- Większość badań koniunktury gospodarczej sugeruje, że w kolejnych miesiącach powinniśmy mieć do czynienia z kontynuacją dość szybkiego wzrostu gospodarczego, chociaż wg części wskaźników może nastąpić pewne spowolnienie ekspansji.
- Wnioski te wydają się spójne z przewidywanym przez nas scenariuszem makroekonomicznym, zakładającym wzrost PKB w 2008 roku wolniejszy o ok. 1 pkt. proc. niż w roku ubiegłym.
- Dzięki trwającemu ożywieniu na rynku pracy utrzymują się bardzo dobre perspektywy dla popytu konsumpcyjnego. Wskaźnik Optymizmu Konsumentów instytutu Ipsos wzrósł w grudniu do najwyższego poziomu w historii, a wskaźnik ufności konsumentów GUS mimo nieznacznego spadku pozostał blisko rekordowego poziomu.

Rynek nieruchomości



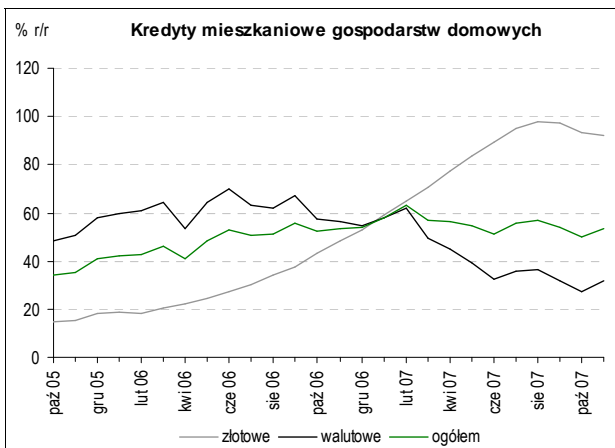
Średnie ceny nieruchomości lekko w dół pod koniec roku

- W ostatnich miesiącach 2007 roku zanotowano spadek średnich ofertowych cen nieruchomości w głównych miastach Polski. W porównaniu z końcem września ceny obniżyły się w przedziale od 1,7% w Warszawie do 4,4% w Krakowie.
- Niemniej jednak cały rok zamknął się znacznym wzrostem cen. Najbardziej zyskały te miasta, w których podwyżki rozpoczęły się później i z niższego pułapu: w Gdańsku ceny podskoczyły o ok. 25%, w Poznaniu o prawie 33%, a w Katowicach o ok. 56%.
- W głównym stopniu pod koniec roku korekta dotknęła mieszkań o niższym standardzie, będących przedmiotem zainteresowania osób o niskich dochodach. Natomiast w przypadku mieszkań z „wyższego segmentu” rynku, w dobrych lokalizacjach, zainteresowanie klientów i ceny utrzymywały się na wysokim poziomie.



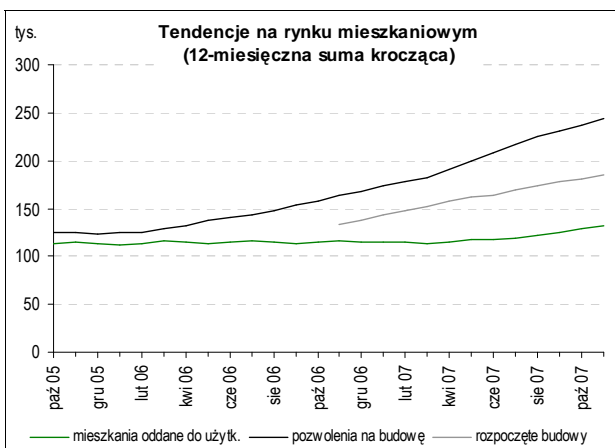
Relacja cen do dochodów się poprawia, ale stopy % rosną

- Zastopowanie wzrostowej tendencji cen mieszkań wynikało w dużym stopniu z napotkania przez rynek krótkookresowej bariery możliwości finansowych gospodarstw domowych. Jednak lekka korekta cen oraz szybki wzrost płac w gospodarce powodują, że relacja zarobków do cen odbiła się od dna i zaczęła się stopniowo poprawiać w październiku i listopadzie.
- Z drugiej strony, rosnące stopy procentowe zwiększają koszty kredytów mieszkaniowych, przez co dostępność mieszkania finansowanego kredytem (w PLN) wzrosła w IV kwartale jedynie bardzo nieznacznie.
- Warto pamiętać o ogromnym niedoborze ilości mieszkań na rynku (relacja liczby mieszkań do liczby gospodarstw domowych zaledwie 92%), co powoduje, że potencjalny popyt jest nadal bardzo duży i będzie się ujawniał wraz ze wzrostem dochodów.



Wzrost kredytów pozostaje na wysokim poziomie

- Wg badań NBP, w III kw. 2007 banki odnotowały niewielki spadek popytu na kredyty mieszkaniowe za sprawą zaostrzenia warunków i kryteriów ich udzielania. Niemniej jednak w IV kw. banki spodziewały się dalszego wzrostu popytu na kredyty.
- Dane z sektora bankowego wskazują, że tempo wzrostu kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych faktycznie wyhamowało od I kwartału 2007, chociaż nadal pozostaje na bardzo wysokim poziomie (powyżej 50% r/r).
- W związku z coraz wyraźniejszym wzrostem krajowych stóp procentowych, w najbliższych miesiącach może ulec odwróceniu tendencja rosnącej popularności kredytów złotych na rzecz kredytów we frankach szwajcarskich.
- Warto odnotować, że od kilkunastu miesięcy przyspiesza wzrost kredytów mieszkaniowych przedsiębiorstw (w listopadzie 30% r/r).

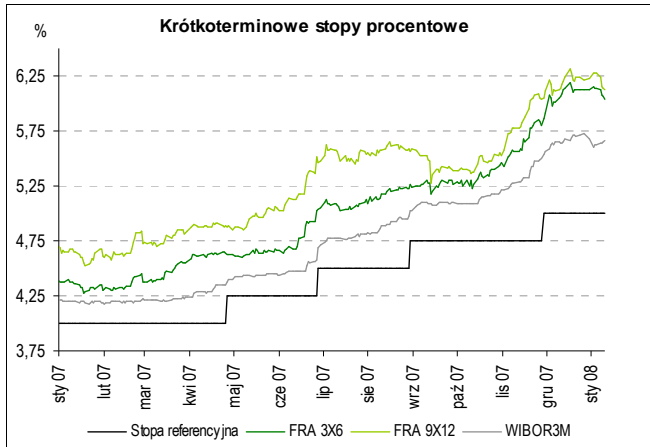


Rośnie liczba mieszkań oddawanych do użytku

- Podaż nowych mieszkań na rynku nieruchomości zaczęła się stopniowo podnosić w ostatnich miesiącach, jednak nadal jest to wzrost dość umiarkowany. Liczba mieszkań oddanych do użytku wyniosła w 2007 r. ponad 130 tys. (szacunek na podst. danych za 11 miesięcy), o ok. 15 tys. więcej niż w roku 2005 i 2006.
- To jednak nadal mniej niż szacowany roczny przyrost liczby gospodarstw domowych (powyżej 150 tys.)
- Dane nt. liczby wydawanych pozwoleń na budowę i nowych rozpoczętych inwestycji sugerują, że w kolejnych latach liczba oddawanych mieszkań będzie rosła, do powyżej 200 tys. rocznie. Warto jednak pamiętać, że spora część istniejących budynków będzie wymagała wymiany ze względu na zły stan techniczny.
- Wyraźnie zwiększa się odsetek mieszkań na sprzedaż lub wynajem. Maleje znaczenie budownictwa spółdzielczego.

Źródło: NBP, GUS, szybko.pl, obliczenia własne

Pod lupą: Bank centralny

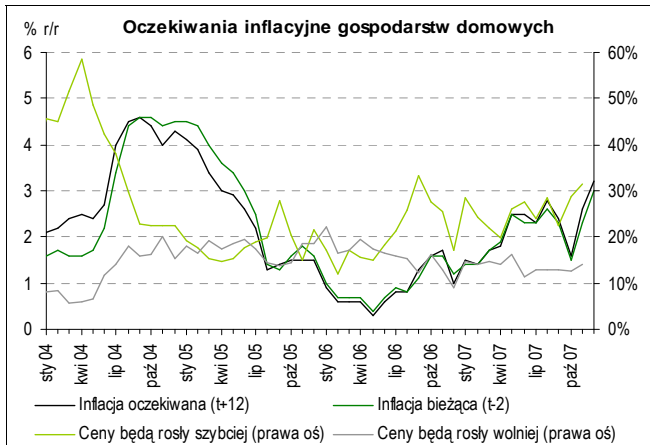


Fragmenty komunikatu po posiedzeniu RPP 17-18 grudnia 2007

(...) Prawdopodobne jest dalsze narastanie presji płacowej i w konsekwencji presji inflacyjnej. Ryzyko utrzymania się podwyższonej inflacji zwiększa też obejmujący gospodarkę światową i oddziałujący na polski rynek proces wzrostu cen żywności oraz wyższe od założonych w projekcji ceny ropy naftowej. (...)

W średnim okresie inflacja może być ograniczona przez utrzymującą się bardzo dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw oraz wysoką dynamikę inwestycji, które oddziałują w kierunku wzrostu wydajności. Ograniczaniu inflacji mogą także sprzyjać procesy globalizacji i towarzyszący im wzrost konkurencji na rynku dóbr i usług podlegających wymianie międzynarodowej jak również relatywna stabilność kursu złotego. (...)

W ocenie Rady, w średnim okresie prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego jest nadal wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja będzie niższa od celu. Pełniejsza ocena perspektyw inflacji będzie możliwa po analizie danych napływających w nadchodzącym okresie. Rada będzie dążyć do tego, aby w średnim okresie inflacja obniżyła się do poziomu zgodnego z celem inflacyjnym.



Fragmenty opisu dyskusji na posiedzeniu RPP w listopadzie

Część członków Rady wskazywała, że wzrost inflacji CPI w październiku wynikał w znacznym stopniu z silnego wzrostu cen żywności oraz paliw, natomiast inflacja bazowa netto pozostała na stosunkowo niskim poziomie. Członkowie ci wskazywali, że obecnie trudno ocenić, czy czynniki, które doprowadziły do wzrostu inflacji będą mieć trwały charakter. Inni członkowie Rady zwracali jednak uwagę, że od poprzedniego miesiąca wzrosły wszystkie miary inflacji bazowej, a wzrost inflacji bazowej netto był znaczący na tle zmian tego wskaźnika w okresie ostatniego roku. Ich zdaniem sygnalizuje to, że narastająca od pewnego okresu presja inflacyjna zaczyna znajdować odzwierciedlenie w dynamice cen.

Ryzyko wtórnych efektów wzrostu bieżącej inflacji jest większe niż w 2004 r. ze względu na napiętą sytuację na rynku pracy. Z drugiej strony zwracano jednak uwagę, że obecnie ryzyko wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy jest znacznie mniejsze niż w czasach wstrząsów naftowych w latach 70.

Wzrost cen żywności będzie oznaczać zmianę cen względnych oraz zwiększenie wydatków gospodarstw domowych na żywność. W efekcie może nastąpić zmniejszenie popytu na inne dobra, co ograniczyłoby wzrost poziomu cen.

Grudzień bez podwyżki stóp

- Zgodnie z oczekiwaniami zdecydowanej większości analityków RPP nie zmieniła stóp na grudniowym posiedzeniu.
- W komunikacie Rada wskazała te same co poprzednio czynniki, które mogą powodować narastanie presji inflacyjnej w średnim okresie, oraz te same co poprzednio elementy, które mogą ograniczać tempo wzrostu cen.
- W ocenie RPP nadal prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego jest w średnim okresie wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja będzie niższa od celu, co odpowiada restrykcyjnemu nastawieniu polityki pieniężnej.
- Jeśli chodzi o krótki okres, Rada ocenia, że inflacja utrzyma się powyżej poziomu przewidywanego w październikowej projekcji, a tempo wzrostu PKB w najbliższych kwartałach będzie wyższe od potencjalnego tempa. Pomimo tej oceny, Rada utrzymała stopy bez zmian, argumentując, że wzrost inflacji wynika w dużym stopniu z przyczyn niezależnych od polityki pieniężnej. Potwierdza to naszą ocenę, że pod wpływem takich czynników jak wzrost cen żywności i paliw Rada nie będzie skłonna rezygnować ze stosowanego dotąd podejścia stopniowych i ostrożnych podwyżek, ponieważ mogłoby to mieć większe negatywne konsekwencje dla gospodarki niż przejściowe utrzymanie inflacji powyżej celu.
- Równocześnie, powyższa ocena średnioterminowych perspektyw inflacji oraz powtórzenie zdania, że Rada będzie dążyć do tego, aby w średnim okresie inflacja powróciła do celu, należy odebrać jako zapowiedź kolejnych podwyżek. O ich terminie i ogólnej skali przesądzą kolejne informacje z gospodarki. Podtrzymujemy oczekiwania, że w I kw. br. RPP podwyższy stopy dwa razy po 25 pb, w styczniu i marcu.

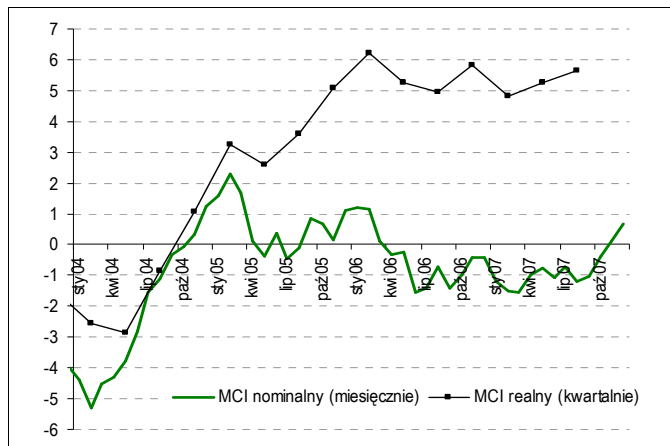
Oczekiwania inflacyjne w górę, ale słabiej niż przy akcesji

- Według danych NBP, w grudniu inflacja oczekiwana w ciągu 12 miesięcy wzrosła do poziomu 3,2% (o 0,6pp), czyli nieco słabiej niż bieżąca inflacja (CPI opóźniony o 2 miesiące zwiększył się o 0,7pp).
- Ujawniona struktura odpowiedzi respondentów w listopadzie pogorszyła się. Odsetek odpowiedzi, że ceny „będą rosły szybciej niż teraz” wzrósł o kolejne kilka pkt proc.
- Niemniej, od maja do grudnia 2007, różnica między średnią oczekiwaną inflacją w ciągu najbliższych 12 miesięcy a bieżącą inflacją wynosiła przeciętnie 0,1pp, podczas gdy w I połowie 2004 aż 0,7pp. Sugeruje to, że w porównaniu do okresu „akcesyjnej gorączki cenowej”, bieżące przyspieszenie wzrostu cen w mniejszym stopniu przekłada się na wzrost oczekiwanej inflacji.

Minutes z listopada nie zmieniają przewidywań co do stóp

- Opis dyskusji członków RPP na temat inflacji netto w ostatnich miesiącach nie wydaje się wg nas wskazywać, żeby jej obecny poziom i skala wzrostu przekonały większość członków RPP do zmiany opinii o pożądanej sile dalszego zaostrożenia polityki pieniężnej.
- Dyskutowano również m.in. o możliwym wpływie wysokiej inflacji na oczekiwania inflacyjne i presję płacową. Wprawdzie w ocenie Rady ryzyko wtórnych efektów wzrostu inflacji na płace jest wyższe niż w 2004 r. z powodu napięć na rynku pracy, ale równocześnie ryzyko tych efektów jest oceniane jako znacznie mniejsze niż przeciętnie w poprzednich dekadach.
- Jeśli chodzi o efekt wyższych cen żywności, zwracano m.in. uwagę, że może to ograniczyć popyt (i dynamikę cen) w przypadku innych towarów.

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



W grudniu MCI kolejny raz w górę, bez podwyżki stóp

- Pomimo braku podwyżki stóp procentowych na grudniowym posiedzeniu RPP, ostatni miesiąc 2007 roku przyniósł wyraźny wzrost restrykcyjności polityki pieniężnej mierzonej nominalnym indeksem MCI.
- Wzrost nominalnego MCI to efekt zarówno wzrostu rynkowych krótkoterminowych stóp procentowych, jak również aprecjacji złotego.
- Wynika to z faktu, że aprecjacja nominalnego kursu złotego wobec euro oraz wzrost krótkoterminowych stóp procentowych zwiększyły się nie tylko w ujęciu bezwzględnym, ale również wobec oszacowanych przez nas długoterminowych trendów.
- Na razie nie jest dostępny indeks realnego efektywnego kursu złotego za IV kw. oraz dane o inflacji CPI w grudniu, więc nie jest możliwe obliczenia realnego indeksu MCI w IV kw.

6,5%



Filar 1,43 (1,61)

Wasilewska-Trenkner 1,43 (1,45)

6,0%

Wojtyna 1,43 (0,95)

Noga 1,43 (1,51)

5,5%

Sławiński 1,14 (0,95)

Czekaj 1,00 (0,88)

Owsiak 0,71 (0,91)

Pietrewicz 0,71 (0,68)

5,0%

Nieckarz 0,71 (0,77)

Skrzypek 0,57 (N/A)



Indeks przyjmuje wartości od 0 do 2. Za głosowanie zgodne z poglądem większości przyznawany jest 1 punkt. Za głosowanie za bardziej jastrzębią decyzją niż pogląd większości przyznawane są 2 punkty. Natomiast za głosowanie za mniej jastrzębią decyzją niż pogląd większości przyznawane jest 0 punktów. Średnia punktów za wszystkie głosowania to wartość indeksu dla danego bankiera centralnego.

Liczby bezpośrednio przy nazwisku danego członka to wartości indeksu liczone dla okresu od początku kadencji prezesa Skrzypka, a liczby w nawiasach to wartości indeksu dla lat 2004-2006.

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 przez poszczególnych członków Rady poziom stopy referencyjnej za 12 miesięcy.

Jastrzębie coraz silniej naciskają na podwyżki

W ostatnim czasie zarysowały się spore różnice w odniesieniu do skali dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej, odzwierciedlone w przetasowaniach „jastrzębi” na naszej osi restrykcyjności członków RPP. Przykładowo, Dariusz Filar dopuszcza możliwość zrealizowania prognozy jednego z banków zagranicznych, że na koniec 2008 roku stopy w Polsce mogą wynosić 6,5%. Zapytany w wywiadzie dla TVN CNBC, czy jest to niewykluczone, Filar potakująco kiwnął głową. Nie było to więc bardzo zdecydowane oświadczenie woli, ale na tej podstawie można jednak uznać, że prof. Filar jest obecnie najbardziej „jastrzębio” usposobionym członkiem Rady. Wskazanie przez niego poziomu 6,5% dla stopy referencyjnej spowodowało dołączenie przez nas tej wartości do osi restrykcyjności członków Rady. W ocenie Filara inflacja raczej nie obniży się znacząco w II połowie br. Jego zdaniem mamy do czynienia z uporczywym szokiem na rynku żywności oraz paliw i nie wierzy on w prognozy wyraźnego spadku inflacji w II połowie br. Według niego inflacja bazowa będzie rosła, a inflacja bieżąca będzie stymulowała żądania płacowe. Przekonania Filara o konieczności zdecydowanych podwyżek stóp nie zmienia fakt, iż w 2009 roku spodziewa się on głębszego spowolnienia wzrostu PKB niż w 2008 roku. Mocno „jastrzębio” opinie wyraziła również Halina Wasilewska-Trenkner, stwierdzając w wywiadzie dla *Gazety Prawnej*, że dla powrotu inflacji do celu niezbędne jest podwyższenie stopy referencyjnej w okolicy 6%. Jej zdaniem konieczna może się okazać nawet większa skala zacieśnienia polityki pieniężnej. Stopa referencyjna na poziomie 6% pojawia się również w artykule Andrzeja Wojtyny w *Rzeczpospolitej*, autor pisze o „kluczowym i to znacznym obszarze potencjalnych podwyżek (4 podwyżki po 0,25pp)”. Uznając taki obszar za „znaczący”, prof. Wojtyna wydaje się być nieco mniej restrykcyjnie nastawiony niż wspomniani wcześniej „jastrzębie”. Dotychczas wyraźnie „jastrzębi” Marian Noga powiedział natomiast wprost, że jego zdaniem dla powrotu inflacji do celu konieczny jest wzrost stopy referencyjnej do poziomu 5,75%.

...a gołębie nadal nie palą się do zaostrzenia polityki pieniężnej

Fracja „gołębia” w RPP nadal dość wstrzemięźliwie myśli o kolejnych podwyżkach stóp. Najmniej skłonny do zaostrzenia polityki pieniężnej spośród całego składu Rady wydaje się prezes NBP Sławomir Skrzypek. Jego zdaniem w II połowie br. zacznie się proces obniżania ścieżki inflacji. „Liczę, że 2009-2010 rok to lata stabilizacji inflacji wokół celu”, powiedział szef polskiego banku centralnego.

Umiarkowani członkowie gotowi na umiarkowane podwyżki

Wypowiedzi członków Rady plasujących się pomiędzy „jastrzębim” a „gołębim” obozem wydają się spójne z przewidywanym przez nas scenariuszem zmian stóp. Andrzej Sławiński stwierdził, że „na razie niska inflacja bazowa daje RPP możliwość działań zdecydowanych, ale rozważnych; uwzględniających między innymi to, że o restrykcyjności polityki pieniężnej decydują łącznie stopa procentowa i kurs walutowy”. Z kolei Jan Czekaj powiedział, że ze względu spodziewany wzrost inflacji bazowej uzasadnione jest działanie RPP już dziś i podwyżka w styczniu nie jest wykluczona, ale ograniczając popyt nie można zdusić wzrostu PKB. Prof. Czekaj nie widzi na razie możliwości wystąpienia efektów drugiej rundy.

Pod lupą: Rząd i polityka

Wybrane wypowiedzi przedstawicieli Ministerstwa Finansów

Jacek Rostowski, minister finansów;

Podatek w części dotyczącej operacji giełdowych jest konieczny, bo jego brak stwarza ogromne możliwości unikania podatku dochodowego w ogóle.

Stanisław Gomułka, wiceminister finansów; PAP, 7 stycznia

Celem jest permanentne spełnianie kryteriów z Maastricht, w tym kryterium fiskalnego. (...) Jednak utrzymują się pewne niepewności, w tym niepewność związana ze wzrostem inflacji. Dlatego podanie daty wejścia do strefy euro jest w tej chwili niemożliwe. Moje priorytety nie różnią się od tego, co zgłaszała PO i częściowo PSL w kampanii wyborczej. To nie są jakieś rewolucyjne propozycje. Podtrzymujemy plany wprowadzenia podatku liniowego, jednak trudno powiedzieć, czy spotka się to z aprobatą koalicjanta. Kolejny priorytet to ograniczenie zatrudnienia w sektorze publicznym. Trzeci cel to zwiększenia zatrudnienia osób w wieku powyżej 50 lat. To jest już cel całego rządu.

Zbigniew Chlebowski, szef klubu PO; PAP, 7 stycznia

Wydaje się, że to co można zrobić minimum to obniżka [stawki CIT] do 15% (...) Moją ambicją jest by na koniec kadencji spadt poniżej 10%.

Sylwetka nowego wiceministra finansów Stanisława Gomułki

Urodził się i wykształcił w Polsce (mgr inż. fizyk, doktor ekonomii, oba stopnie zdobył na Uniwersytecie Warszawskim), był członkiem Katedry Ekonomii w London School of Economics od 1970 do 2005, wykładowcą i badaczem w wielu instytucjach akademickich, w tym na uniwersytetach Kolumbii, Harvarda, Pensylwanii oraz Stanforda w USA, holenderskim Institute for Advanced Studies i Central European University na Węgrzech. Większość jego badań i wykładów, była w zakresie wzrostu gospodarczego, makroekonomii i porównawczych systemów ekonomicznych.

W latach 80, Stanisław Gomułka był konsultantem MFW, OECD i KE. W 1989 został doradcą polskiego rządu i członkiem zespołu, który zaprojektował polskie programy reform w czasie transformacji (tzw. plan Balcerowicza). W latach 1989-95 i 1998-2002, pracował jako doradca polskiego Ministerstwa Finansów, i w latach 1995 - 1998, był doradcą Prezesa NBP. W latach 1989-95, był oficjalnym polskim negocjatorem z MFW w sprawie programów makroekonomicznych, a w latach 1990 - 1992, negocjował plan redukcji polskiego długu. W latach 2002-2007 był głównym ekonomistą PZU.

Wybrane wypowiedzi ministra skarbu Aleksandra Grada

Na razie przygotowaliśmy program na 2008 rok. Już w lutym zaproponujemy program prywatyzacji na cztery lata, który przyjmie rada ministrów. W nim zapewne odniesiemy się do spółek strategicznych. Wpływy czteroletnie, powinny być w przedziale 25-27 mld zł, a być może i większe, a więc średnioroczne wpływy w ciągu 4 lat powinny być na poziomie 5-6,5 mld zł.

Na 2008 rok plan jest bardzo ambitny, na liście jest ponad 300 spółek, jest sporo spółek, gdzie mamy resztówki, ale też mnóstwo, gdzie mamy większościowy pakiet akcji. Przychody z prywatyzacji w 2008 roku powinny zamknąć się na poziomie 4,5-5,5 mld zł. Jeżeli jednak niektóre projekty, które mają przejść na 2009 r., uda się zrobić w 2008 roku, to można się spodziewać nawet większej kwoty przychodów z prywatyzacji.

Szczególnie w 2008 roku chcemy się zająć spółkami i w swojej masie jest ich najwięcej, o których przez lata zapomniano. Z sektorów związanych z rolnictwem, z przemysłem meblowym, z turystyką, i wieloma takimi sektorami naszej gospodarki, w których Skarb Państwa nie powinien funkcjonować.

Liczne zapowiedzi, mało szczegółów, co na to cały rząd?

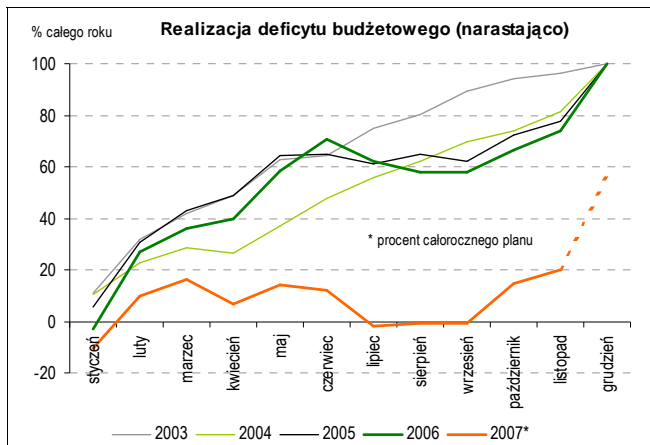
- W ostatnim czasie pojawiło się wiele wypowiedzi przedstawicieli rządu na temat planowanych zmian w polityce gospodarczej.
- Szczególnie liczne były wypowiedzi ze strony nowego wiceministra finansów Stanisława Gomułki, który ma odpowiadać m.in. za koordynację prac nad ogólną reformą finansów publicznych.
- Nowy wiceminister powiedział, że rząd wkrótce przedstawi Komisji Europejskiej poprawiony program konwergencji. Powinno to nastąpić w marcu. Według szacunków przedstawionych przez Gomułkę w ubiegłym i w tym roku deficyt sektora *general government* wyniesie poniżej 3% PKB. Jego zdaniem jest to jednak wartość dalece niezadowalająca, ponieważ w okresie dobrej koniunktury finanse publiczne powinny być zbilansowane. Na razie jednak zadeklarowanym przez Gomułkę celem jest obniżenie deficytu *general government* do 1-1,5% PKB „w perspektywie kilku lat”.
- Chociaż osoba Stanisława Gomułki oraz jego zamierzenia powinny być pozytywnie postrzegane przez rynek, to nie wiadomo, czy uda mu się uzyskać poparcie całego rządu dla planowanych przez siebie zmian w finansach publicznych.
- Największe wątpliwości co do poparcia politycznego dotyczą zmian w PIT (podatek liniowy), co przyznaje sam Gomułka. W przypadku wielu bardzo pożądanym przez przedsiębiorców zmian, np. w zakresie VAT, brakuje natomiast konkretnych, przygotowanych wcześniej rozwiązań. Z części obietnic wyborczych rząd prawdopodobnie się wycofa, np. z eliminacji podatku od zysków na giełdzie. Poza tym, co wydaje się kluczowe, niewiele mówi się o stronie wydatkowej budżetu.
- Wydaje się, że w najbliższych latach najbardziej można liczyć na dalszą redukcję CIT i przyspieszenie prywatyzacji.

Plany przyspieszenia prywatyzacji

- Plany prywatyzacyjne nowego rządu nabierają coraz bardziej konkretnych kształtów. Zgodnie z wypowiedziami przedstawicieli Ministerstwa Skarbu prace nad 4-letnim planem prywatyzacyjnym są już bardzo zaawansowane i w lutym powinien zająć się nim rząd.
- Ze wstępnych szacunków wynika, że średnia wartość rocznych wpływów z prywatyzacji w ciągu najbliższych 4 lat ma wynieść 5-6,5 mld zł, znacznie więcej niż w ostatnich latach.
- Według nowych władz resortu skarbu wpływy z prywatyzacji w tym roku mają wynieść ok. 5 mld zł (w budżecie założono 2,3 mld), podczas gdy w ub.r. wyniosły 1,95 mld wobec planu 3 mld.
- Zwiększenie wpływów prywatyzacyjnych umożliwiłoby ograniczenie potrzeb pożyczkowych (pozytywne dla rynku długu) i tym samym ograniczenie przyrostu długu publicznego.

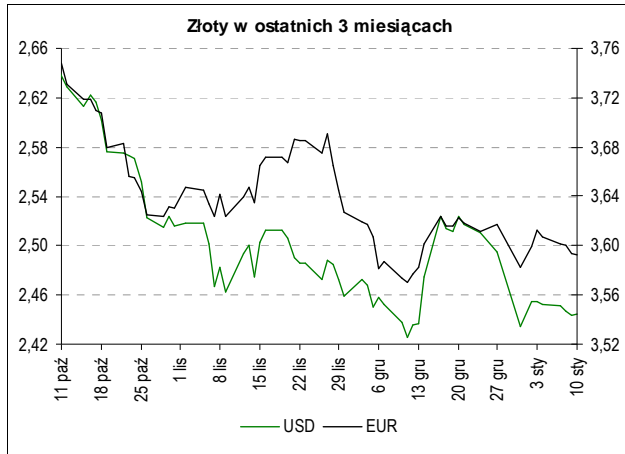
Bardzo dobre wykonanie budżetu 2007

- Według danych Ministerstwa Finansów deficyt budżetowy po listopadzie wyniósł 6,01 mld zł, czyli 20% planu na cały rok.
- Według wiceminister finansów Elżbiety Suchockiej-Roguskiej wstępne szacunki ministerstwa pokazują, że w całym 2007 roku deficyt budżetowy wyniósł 16,5-17 mld zł. Wiceminister dodała, że wynika to z dochodów wyższych o ponad 7 mld zł i wydatków niższych o około 6 mld zł.
- Wyniki budżetu na koniec roku pokazują, że krytyka planu fiskalnego na 2007 rok w zakresie ryzyka jego realizacji nie była uzasadniona. Jest to jednak bardziej zasługa wysokiego wzrostu PKB, wyższej od prognoz inflacji oraz opóźnień w wydatkowaniu środków unijnych, niż świadomych działań polityków.
- W tej chwili rynek bardziej już zwraca uwagę na realizację budżetu 2008 oraz plany co do polityki fiskalnej na kolejne lata.



Źródło: Ministerstwo Finansów, szacunki własne

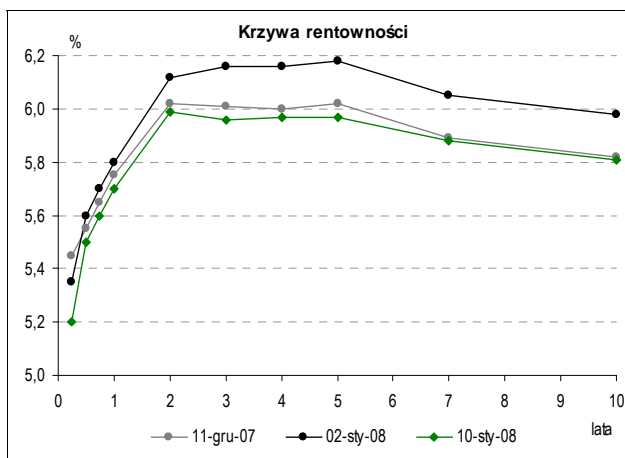
Monitor rynku



Złoty stabilny po korekcie na koniec roku

▪ Druga połowa grudnia przyniosła lekką korektę złotego, co było zgodne z naszymi oczekiwaniami. Osłabieniu złotego towarzyszyło umacnianie się waluty amerykańskiej co spowodowało silniejszą korektę kursu USDPLN. W ostatnich tygodniach kurs EURPLN ustabilizował się w przedziale 3,58-3,62. Z drugiej strony złoty zaczął ponownie zyskiwać wobec dolara, za sprawą silnego wzrostu kursu EURUSD. Korekta złotego była ograniczona m.in. w związku z utrzymującymi się oczekiwaniami na dalsze podwyżki stóp procentowych.

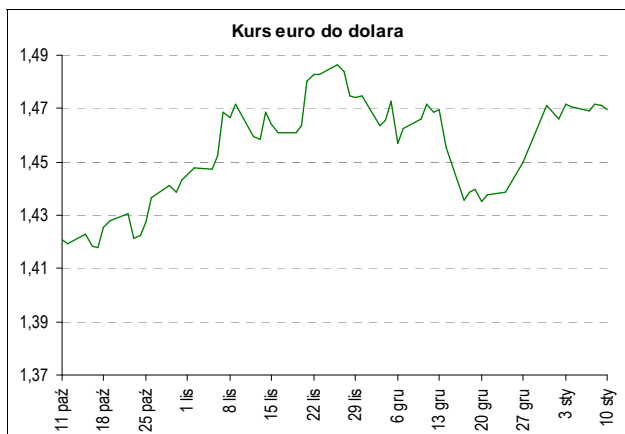
▪ Uważamy, że krajowa waluta będzie wspierana przez spodziewane zacieśnianie polityki pieniężnej, a kluczowe momenty aprecjacji złotego będą przypadały na chwile wzrostu kursu EURUSD. Oczekujemy umocnienia złotego wobec euro w ciągu najbliższych tygodni. Spadek kursu USDPLN może być większy w związku z możliwym osłabieniem dolara.



Po silnej wyprzedży powrót do mocniejszych poziomów

▪ Po publikacji danych o listopadowej inflacji doszło do silnego osłabienia na rynku długu. Ten ruch został wzmocniony przez lepsze od oczekiwań dane o płacach, po publikacji których rentowności obligacji osiągnęły najwyższe poziomy od początku 2005 r. W kolejnych dniach doszło do odreagowania m.in. w reakcji na osłabienie oczekiwań na podwyżkę stóp w grudniu, a obligacje umacniały się do końca roku. Na początku stycznia doszło do chwilowego osłabienia po publikacji prognozy inflacji MF, jednak później nastąpiło umocnienie, które szło w parze ze spadkami rentowności na rynkach bazowych.

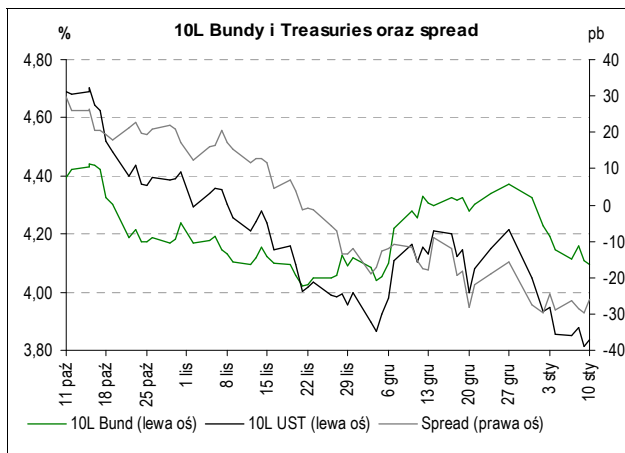
▪ Sądzymy, że w najbliższym miesiącu obligacje mogą utrzymać się na obecnie notowanych poziomach po dosyć niskich danych o inflacji oraz płacach za styczeń. Jednak te statystyki będą utrzymywały rynek pod presją w kolejnych miesiącach dopóki nie zobaczymy pewnego spowolnienia inflacji cen żywności.



Mimo silnego umocnienia pod koniec roku dolar znów słabszy

▪ Koniec roku stał pod znakiem odrabiania strat przez dolara wobec wspólnej waluty. Inwestorzy ograniczali krótkie pozycje w dolarze przed świętami i Nowym Rokiem. Ponadto opublikowano wyższe od oczekiwań dane o inflacji oraz sprzedaży detalicznej, które zasiały niepokój wśród inwestorów o skalę dalszych obniżek stóp procentowych w USA. Jednak w ostatnich dniach grudnia rozpoczął się ruch powrotny, a kurs EURUSD ponownie zbliżył się do 1,47 i utrzymywał się w okolicach tego poziomu na początku stycznia, czemu sprzyjały bardzo słabe dane z rynku pracy w USA.

▪ Uważamy, że osłabienie dolara będzie kontynuowane, a kurs EURUSD może zbliżyć się w najbliższych tygodniach do poziomu 1,50. To będzie związane z utrzymującymi się obawami o koniunkturę w amerykańskiej gospodarce, a zwłaszcza o osłabienie konsumpcji prywatnej.

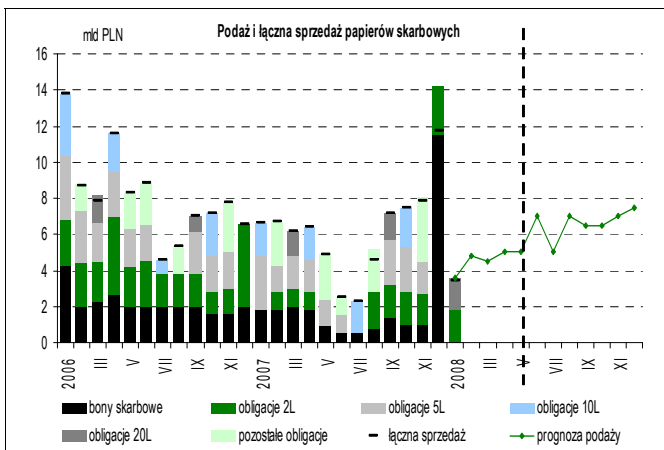
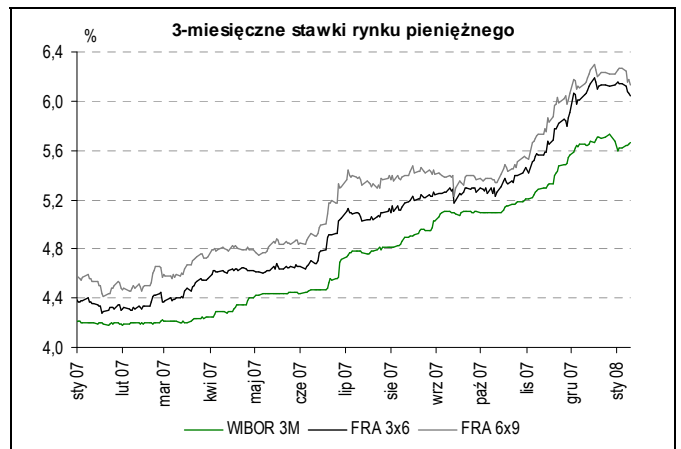
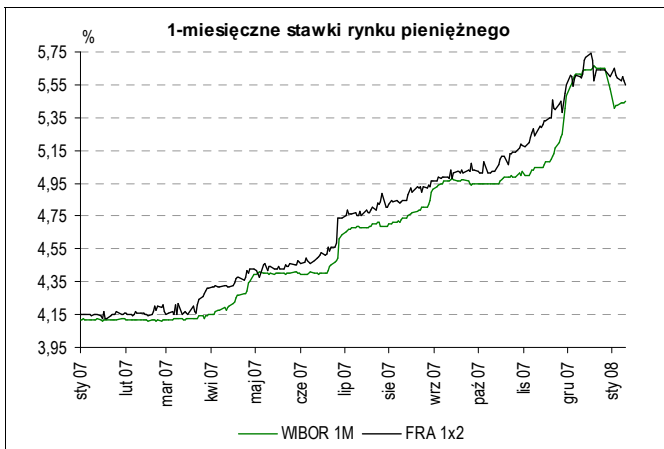
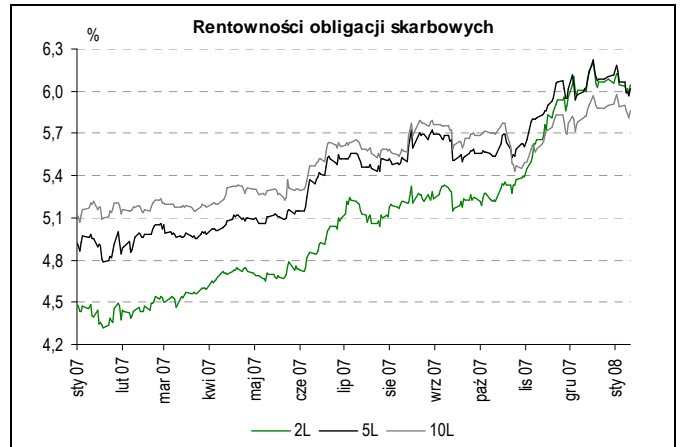
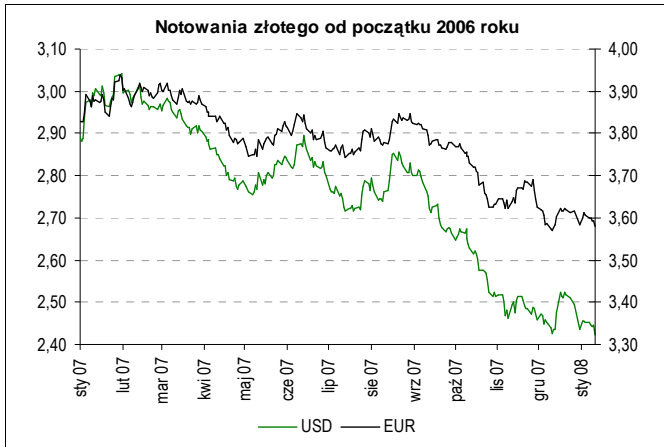


Silny spadek rentowności na rynkach bazowych

▪ W związku z wysokimi danymi inflacyjnymi oraz mocnymi danymi o sprzedaży detalicznej z USA doszło do znacznego wzrostu rentowności długoterminowych amerykańskich i niemieckich obligacji skarbowych. Jednak pod koniec grudnia i na początku tego roku doszło do silnego umocnienia, które było związane ze słabymi danymi z USA (niski indeks ISM oraz dane z rynku pracy). W efekcie od publikacji poprzedniego raportu rentowności 10-letnich Treasuries obniżyły się z poziomu 4,10% do 3,81%, natomiast 10-letnich Bundów spadły z 4,26% do 4,11%. W drugim przypadku spadek był mniejszy przy utrzymujących się oczekiwaniami na brak zmian stóp w EMU.

▪ Naszym zdaniem niskie rentowności w USA będą wspierane przez kolejne cięcia stóp w USA, o 50 pb w styczniu i dalej do 3% na koniec I połowy br. Z kolei w EMU stopy powinny pozostać bez zmian do końca roku.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

OFERTA / SPRZEDAŻ		
Data przetargu	52-tyg.	Suma
05.11.2007	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
19.11.2007	-	-
razem listopad	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
03.12.2007	2 000 / 2 000	2 000 / 2 000
17.12.2007	-	-
razem grudzień	2 000 / 2 000	2 000 / 2 000
14.01.2008	odwołany	odwołany
11.02.2008	-	-
razem styczeń-luty*	-	-

* na podstawie informacji Ministerstwa Finansów

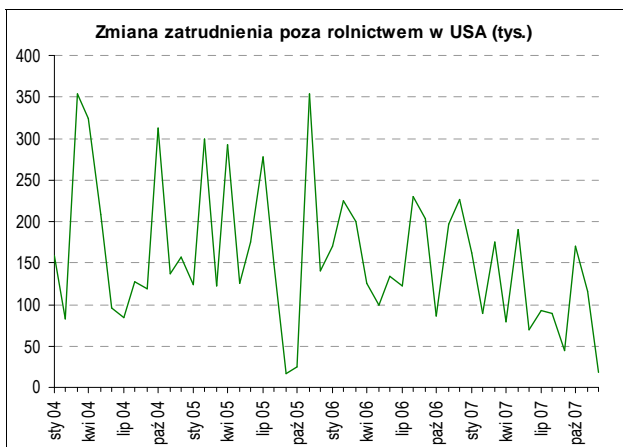
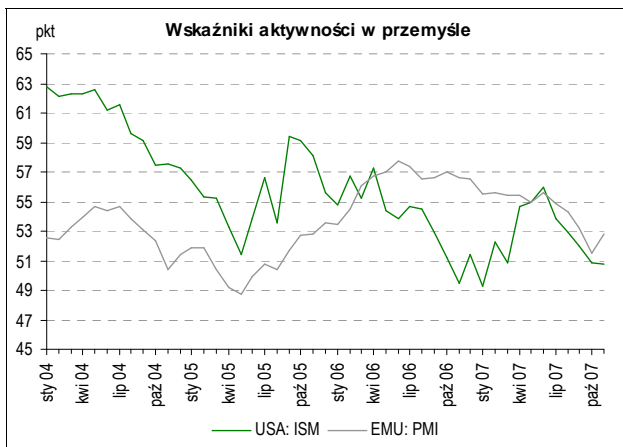
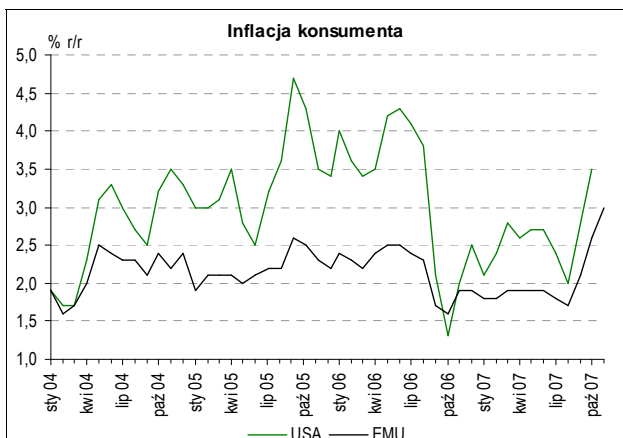
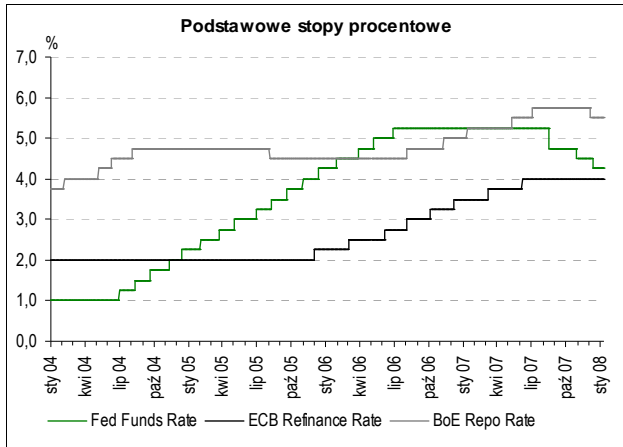
Przetargi obligacji skarbowych w 2008 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg			Przetarg zamiany			
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	sprzedaż
styczeń	02.01	OK0710	1 800	1 655	09.01	WS0922	1 800	1 800	16.01	-	-
luty	06.02	5L	-	-	13.02	10L	-	-	20.01	-	-
marzec	05.02	5L	-	-	12.03	30L	-	-	19.03	-	-
kwiecień	02.04	2L	-	-	09.04	10L	-	-	-	-	-
maj	07.05	5L	-	-	14.05	20L	-	-	-	-	-
czerwiec	04.06	5L	-	-	11.06	12L CPI 10L zm.	-	-	-	-	-
lipiec	02.07	2L	-	-	09.07	10L	-	-	-	-	-
sierpień	06.08	2L	-	-	13.08	12L CPI 10L zm.	-	-	-	-	-
wrzesień	03.09	5L	-	-	10.09	20L	-	-	-	-	-
październik	01.10	5L	-	-	08.10	10L	-	-	-	-	-
listopad	05.11	5L	-	-	12.11	12L CPI 10L zm.	-	-	-	-	-
grudzień	03.12	2L	-	-	-	-	-	-	-	-	-

* razem z przetargiem uzupełniającym

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Przegląd międzynarodowy



Źródło: Reuters, EBC, Federal Reserve

Spodziewane dalsze cięcia stóp w USA

▪ Ton „minutes” z grudniowego posiedzenia Fed, na którym bank dokonał obniżki stóp o 25 pb wzmocniły oczekiwania inwestorów na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej w USA. Członkowie Rady Fed obniżyli swoje przewidywania odnośnie tempa rozwoju gospodarki USA i wyrazili obawy, że mogą być konieczne znaczące redukcje stóp. Ben Bernanke przyznał, że spodziewa się silnego wyhamowania wzrostu gospodarczego w USA i zasugerował możliwość dalszego cięcia stóp.

▪ W styczniu EBC pozostawił stopy procentowe bez zmian (główna stopa na poziomie 4,0%). Komentarze prezesa EBC były bardziej „jastrzębie” od oczekiwań. Trichet powiedział, że utrzymuje się presja na wzrost inflacji w krótkim i średnim terminie, a EBC jest gotowy podjąć działania wyprzedzające przeciwdziałające efektom drugiej rundy. Zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych jest najistotniejszą kwestią dla EBC.

Inflacji rośnie

▪ Indeks CPI wzrósł w listopadzie o 0,8% m/m oraz 4,3% r/r wobec konsensusu na poziomie 0,6% m/m, m.in. w wyniku wzrostu cen energii o 5,7% m/m oraz żywności o 0,3% m/m. Inflacja bazowa wyniosła 0,3% m/m oraz 2,3% r/r wobec oczekiwań na poziomie 0,2% m/m. Znacznie powyżej oczekiwań była inflacja cen producentów, która wyniosła 3,2% m/m wobec prognozy 0,9%. W ujęciu rocznym indeks PPI wzrósł o 7,2% r/r, najwyżej od 1981. Bazowy indeks cen PPI zanotował wzrost o 0,4% m/m (2,0% r/r), co również było powyżej oczekiwań. Seria ostatnich danych inflacyjnych wyraźnie utrudnia prowadzenie polityki pieniężnej w USA i dalsze cięcia stóp procentowych.

▪ Wysoka inflacja utrzymuje się także w EMU. Wskaźnik HICP wzrósł w listopadzie o 3,1% w ujęciu rocznym. Według wstępnych danych grudnia inflacja była na tym samym poziomie.

Silny spadek indeksu aktywności dla USA

▪ Indeks ISM za grudzień dla sektora przetwórczego spadł z 50,8 pkt w listopadzie poniżej 50 do 47,7 pkt i okazał się znacznie niższy od oczekiwań wzbudzając obawy o realizację recesyjnego scenariusza odnośnie gospodarki amerykańskiej. Wyższy od oczekiwań okazał się indeks ISM dla sektora usług w USA, który obniżył się w grudniu do 53,9 pkt z 54,1 pkt w listopadzie, podczas gdy rynek spodziewał się silniejszego spadku indeksu do 53,5 pkt. Jednak ta informacja nie poprawiła nastrojów rynkowych.

▪ Indeks PMI dla przemysłu strefy euro wzrósł w grudniu do 52,6 pkt z 52,5 pkt. Indeks PMI dla usług spadł w grudniu do poziomu 53,1 pkt z 54,1 pkt wobec oczekiwanych 53,2 pkt.

▪ Finalne dane o PKB z USA za III kw. pokazały, że wzrost gospodarczy w III kw. był na poziomie 4,9% (zgodnie z wcześniejszym szacunkiem), a bazowy indeks PCE wzrósł o 2% wobec poprzednich szacunków i prognozy na poziomie 1,8%.

▪ Według finalnych danych Eurostat za III kw. PKB w strefie euro wzrósł o 0,8% kw./kw. oraz 2,7% r/r.

Rozczarowujące dane z amerykańskiego rynku pracy

▪ Raport ADP za grudzień pokazał wzrost miejsc pracy w USA poza rolnictwem w sektorze prywatnym o 40 tys. wobec oczekiwań na poziomie 33 tys. i po wzroście o 173 tys. po korekcie w listopadzie (wcześniej 189 tys.).

▪ Dane te były dość optymistyczną zapowiedzią oficjalnych danych amerykańskiego Departamentu Pracy. Jednak liczba zatrudnionych poza rolnictwem przyrosła w grudniu tylko o 18 tys. wobec wzrostu o 115 tys. w listopadzie (po korekcie z 94 tys.), co było wynikiem znacząco poniżej oczekiwań rynkowych na poziomie 70 tys. Co więcej stopa bezrobocia wzrosła w grudniu do 5,0% z 4,7% wobec prognozowanego wzrostu do 4,8%.

▪ Te dane znacząco pogorszyły nastroje inwestorów i wzmocniły oczekiwania na cięcie stóp w USA o 50 pb na styczniowym posiedzeniu Fed.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
14 stycznia POL: Podaż pieniądza (XII) EMU: Produkcja przemysłowa (XI)	15 POL: CPI (XII) GER: Indeks ZEW (I) USA: Indeks NY Fed (I) USA: PPI (XII) USA: Sprzedaż detaliczna (XII)	16 POL: Place i zatrudnienie (XII) POL: Aukcja zamiany EMU: Finalny HICP (XII) USA: CPI (XII) USA: Przepływy kapitałowe netto (XI) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnej (XII) USA: Produkcja przemysłu (XII)	17 USA: Rozpoczęte budowy domów (XII) USA: Indeks Philadelphia Fed (I) USA: Liczba nowych bezrobotnych	18 POL: Bilans płatniczy (XI) POL: Produkcja przemysłowa (XII) POL: Ceny produkcji (XII) USA: Wstępny Michigan (I)
21 USA: Dzień wolny	22 POL: Inflacja bazowa (XII)	23 POL: Wskaźniki koniunktury (I) JP: Dzień wolny EMU: Wstępny PMI sektor przetwórczy (I) EMU: PMI sektor usług (I)	24 POL: Sprzedaż detaliczna (XII)* POL: Bezrobocie (XII)* POL: Minutes RPP (XII) GER: Indeks Ifo (I) USA: Sprzedaż domów (XII)	25
28 EMU: Podaż pieniądza M3 (XII) USA: Sprzedaż nowych domów (XII)	29 POL: Spotkanie RPP USA: Zamówienia w przemyśle (XII) USA: Indeks cen domów Case/Schiller (I) USA: Indeks zaufania konsumentów (I)	30 POL: Wstępny PKB (2007) POL: Spotkanie RPP – decyzja USA: Raport ADP (I) USA: Wstępny PKB (IV kw.) USA: Bazowy PCE (IV kw.) USA: Deflator PKB (IV kw.) USA: Spotkanie Fed- decyzja	31 EMU: Wstępny HICP (I) USA: Liczba nowych bezrobotnych USA: Bazowy PCE (XII) USA: Chicago PMI (I)	1 lutego EMU: PMI sektor przetwórczy (I) USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (I) USA: Bezrobocie (I) USA: ISM sektor przetwórczy (I) USA: Finalny Michigan (I)
4 USA: Zamówienia w przemyśle (XII)	5 EMU: PMI sektor usług (I) EMU: Sprzedaż detaliczna (XII) USA: ISM sektor usług (I)	6 POL: Aukcja obligacji 5-letnich USA: Jednostkowe koszty pracy, wydajność pracy (IV kw.)	7 GB: Spotkanie Banku Anglii - decyzja EMU: Spotkanie EBC- decyzja USA: Liczba nowych bezrobotnych USA: Sprzedaż domów w toku (XII)	8 USA: Zapasy hurtowe (XII)
11 POL: Przetarg bonów skarbowych JP: Dzień wolny	12 POL: Bilans płatniczy (XII) GER: Indeks ZEW (II)	13 POL: Aukcja obligacji 10-letnich EMU: Produkcja przemysłowa (XII) USA: Sprzedaż detaliczna (I)	14 POL: Podaż pieniądza (I) EMU: Wstępny PKB (IV kw.) USA: Bilans handlowy (XII)	15 POL: Place i zatrudnienie (I) POL: CPI (I) USA: Ceny w handlu zagranicznym (import) (I) USA: Indeks NY Fed (II) USA: Przepływy kapitałowe netto (XII) USA: Produkcja przemysłu (I) USA: Wstępny Michigan (II)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters, * prawdopodobna data publikacji Biuletynu Statystycznego GUS

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2008 roku

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

* dane kwartalne; ^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty, ^c prawdopodobna data publikacji podana przez GUS, ^d za listopad 2007 itd
Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		gru 06	sty 07	lut 07	mar 07	kwi 07	maj 07	cze 07	lip 07	sie 07	wrze 07	paź 07	lis 07	gru 07	sty 08
Produkcja przemysłowa	% r/r	5,9	15,4	13,0	11,3	12,6	8,1	5,6	10,4	8,9	5,4	10,8	8,3	10,4	7,0
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	13,3	16,5	17,5	19,2	15,1	14,8	16,2	17,1	17,4	14,2	19,4	19,2	18,5	19,0
Stopa bezrobocia	%	14,8	15,1	14,8	14,3	13,6	12,9	12,3	12,1	11,9	11,6	11,3	11,2	11,4	11,7
Place brutto ^{b c}	% r/r	8,5	7,8	6,4	9,1	8,4	8,9	9,3	9,3	10,5	9,5	11,0	12,0	10,5	11,8
Zatrudnienie ^b	% r/r	4,1	3,8	4,3	4,5	4,4	4,4	4,6	4,7	4,8	4,7	5,0	5,0	4,9	4,8
Eksport (w euro) ^d	% r/r	10,2	15,4	13,8	15,0	17,1	13,1	11,5	19,1	16,0	9,0	15,7	12,8	21,7	12,8
Import (w euro) ^d	% r/r	18,2	19,6	12,2	18,5	24,9	12,7	18,6	22,6	13,0	14,4	17,0	16,5	24,5	14,6
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-996	-542	-141	-757	-836	-762	-882	-1090	-362	-917	-587	-916	-1450	-759
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-1290	-881	-545	-681	-798	-1274	-1488	-1127	-513	-620	-1302	-1276	-1530	-1109
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-3,2	-3,4	-3,2	-3,2	-3,2	-3,3	-3,6	-3,7	-3,6	-3,8	-3,8	-3,9	-3,9	-4,1
Deficyt budżetowy (narastająco)	mlrd PLN	-25,1	3,1	-3,0	-4,8	-2,1	-4,3	-3,7	0,6	0,3	0,2	-4,4	-6,0	-17,0	3,0
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu ^e	100,0	-10,3	10,1	16,1	6,9	14,2	12,3	-2,1	-0,9	-0,7	14,8	20,0	56,7	-11,1
Inflacja (CPI)	% r/r	1,4	1,6	1,9	2,5	2,3	2,3	2,6	2,3	1,5	2,3	3,0	3,6	3,9	4,2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,6	3,1	3,5	3,3	2,2	2,1	1,7	1,5	1,8	1,8	2,0	2,6	3,1	3,1
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	16,0	19,3	18,0	18,0	17,8	16,0	14,7	15,6	16,1	14,4	13,8	13,3	12,8	13,0
Depozyty	% r/r	15,2	18,5	18,3	17,7	18,2	16,4	15,2	15,9	16,3	15,4	15,2	14,9	13,5	13,2
Kredyty	% r/r	23,4	25,0	26,5	26,8	28,4	28,6	29,2	31,4	31,1	31,0	30,6	30,0	29,6	29,2
USD/PLN	PLN	2,88	2,98	2,98	2,94	2,83	2,80	2,84	2,75	2,80	2,73	2,61	2,49	2,47	2,43
EUR/PLN	PLN	3,81	3,88	3,90	3,89	3,82	3,78	3,81	3,77	3,81	3,79	3,71	3,66	3,60	3,60
Stopa interwencyjna ^a	%	4,00	4,00	4,00	4,00	4,25	4,25	4,50	4,50	4,75	4,75	4,75	5,00	5,00	5,25
Stopa lombardowa ^a	%	5,50	5,50	5,50	5,50	5,75	5,75	6,00	6,00	6,25	6,25	6,25	6,50	6,50	6,75
WIBOR 3M	%	4,20	4,20	4,20	4,22	4,32	4,44	4,52	4,78	4,80	5,09	5,13	5,36	5,67	5,61
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,20	4,14	4,07	4,23	4,36	4,43	4,42	4,70	4,80	5,01	5,04	5,30	5,78	5,75
Rentowność obligacji 2L	%	4,54	4,41	4,46	4,55	4,71	4,70	4,93	5,14	5,23	5,25	5,30	5,77	6,06	6,05
Rentowność obligacji 5L	%	4,91	4,90	4,97	4,98	5,07	5,11	5,40	5,50	5,61	5,60	5,59	5,90	6,07	6,05
Rentowność obligacji 10L	%	5,10	5,16	5,18	5,18	5,27	5,28	5,52	5,60	5,68	5,69	5,64	5,70	5,85	5,90

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

^a wartość na koniec okresu; ^b w sektorze przedsiębiorstw; ^c nominalnie; ^d 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	1 163,2	1 271,1	266,7	280,2	286,8	329,5	290,4	307,7	314,1	358,9
PKB	% r/r	3,6	6,2	6,4	5,5	7,2	6,4	6,4	5,9	4,6	5,9	5,7	5,9
Popyt krajowy	% r/r	2,4	7,3	7,6	7,0	7,7	8,2	7,4	7,1	5,8	7,5	7,2	7,5
Spożycie indywidualne	% r/r	2,0	4,8	5,6	5,7	6,9	5,1	5,2	5,2	5,0	6,5	6,0	5,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,5	15,6	19,2	14,0	26,2	20,8	19,8	15,5	12,0	15,0	14,5	14,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	4,0	12,5	9,9	9,3	13,0	8,5	8,1	9,8	5,7	10,8	11,3	9,4
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,5	11,9	14,9	15,5	17,4	14,1	12,8	15,3	14,7	18,5	15,2	13,6
Stopa bezrobocia ^a	%	17,6	14,8	11,4	8,5	14,3	12,3	11,6	11,4	11,1	9,3	8,7	8,5
Place realne brutto ^c	% r/r	1,2	4,2	6,8	6,8	5,9	6,5	8,1	7,5	6,8	7,1	7,1	6,0
Zatrudnienie ^c	% r/r	1,9	3,2	4,6	4,3	4,2	4,5	4,8	5,0	4,8	4,5	4,2	3,7
Eksport (w euro) ^b	% r/r	17,8	20,4	14,9	13,0	14,7	13,8	14,4	16,3	13,0	13,0	13,0	13,0
Import (w euro) ^b	% r/r	13,4	24,0	17,8	17,3	16,8	18,4	16,6	19,1	17,0	17,0	17,0	18,0
Bilans handlowy ^b	mln EUR	-2 242	-5 536	-9 240	-15 429	-1 440	-2 481	-2 366	-2 953	-2 683	-3 939	-3 834	-4 973
Rachunek bieżący ^b	mln EUR	-3 866	-8 787	-12 031	-18 220	-2 104	-3 559	-2 260	-4 108	-3 347	-5 017	-3 728	-6 128
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-1,6	-3,2	-3,9	-5,2	-3,2	-3,6	-3,8	-3,9	-4,1	-4,4	-4,7	-5,2
Deficyt budżetowy ^a	mld PLN	-28,6	-25,1	-17,0	-28,0	-4,8	-3,7	0,2	-17,0	-	-	-	-28,0
Deficyt budżetowy	% PKB	-2,9	-2,4	-1,5	-2,2	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2,1	1,0	2,5	3,6	2,0	2,4	2,0	3,5	4,1	3,7	3,6	2,9
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	0,7	1,4	3,9	2,8	2,5	2,6	2,3	3,9	4,0	3,5	3,5	2,8
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	0,7	2,5	2,4	2,3	3,3	2,0	1,7	2,6	2,9	2,2	1,7	2,5
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	13,1	16,0	12,8	11,9	18,0	14,7	14,4	12,8	13,1	12,8	12,1	11,9
Zobowiązania ^a	% r/r	12,6	15,2	13,5	11,2	17,7	15,2	15,4	13,5	13,1	12,9	12,2	11,2
Należności ^a	% r/r	13,3	23,4	29,6	23,1	26,8	29,2	31,0	29,6	28,0	26,0	23,8	23,1
USD/PLN	PLN	3,23	3,10	2,77	2,48	2,97	2,82	2,76	2,52	2,41	2,47	2,53	2,53
EUR/PLN	PLN	4,02	3,90	3,78	3,63	3,89	3,80	3,79	3,65	3,59	3,64	3,67	3,63
Stopa interwencyjna ^a	%	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 ^a	%	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	4,73	5,68	4,20	4,42	4,89	5,39	5,63	5,70	5,70	5,70
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,92	4,18	4,69	5,61	4,14	4,40	4,84	5,37	5,75	5,65	5,55	5,50
Rentowność obligacji 2L	%	5,04	4,57	5,24	5,89	4,47	4,78	5,21	5,71	6,05	5,95	5,80	5,75
Rentowność obligacji 5L	%	5,25	5,03	5,52	5,89	4,95	5,19	5,57	5,85	6,05	5,95	5,80	5,75
Rentowność obligacji 10L	%	5,24	5,22	5,56	5,76	5,17	5,36	5,66	5,73	5,90	5,80	5,70	5,65

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

^a wartość na koniec okresu; ^b dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji; ^c w sektorze przedsiębiorstw

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 10.12.2007 r. zostało przygotowane przez:

ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY

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

Email: ekonomia@bzwbk.pl

Serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.bzwbk.pl>

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

tel. 022 586 83 63, Email: maciej.reluga@bzwbk.pl

Piotr Bielski 022 586 83 33

Piotr Bujak 022 586 83 41

Cezary Chrapek 022 586 83 42

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Gdańsk

Długie Ogrody 10
80-765 Gdańsk
tel. 058 326 26 40
fax 058 326 26 42

Kraków

Rynek Główny 30/8
31-010 Kraków
tel. 012 424 95 01
fax 012 424 21 41

Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5
61-894 Poznań
tel. 061 856 58 14
fax 061 856 55 65

Warszawa

ul. Marszałkowska 142
00-061 Warszawa
tel. 022 586 83 20
fax 022 586 83 40

Wrocław

ul. Rynek 9/11
50-950 Wrocław
tel. 071 370 25 87
fax 071 370 26 22

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. (członka Grupy AIB) ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. lub Grupy AIB w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

