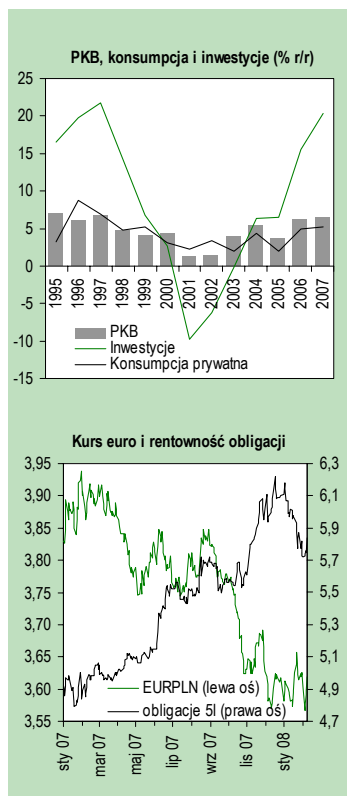


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Luty 2008



W tym miesiącu:

Gospodarka Polski	2
Rynek nieruchomości	4
Pod lupą: Bank centralny	5
Pod lupą: Rząd i polityka	7
Monitor rynku	8
Przegląd międzynarodowy	10
Kalendarz makroekonomiczny	11
Dane i prognozy ekonomiczne	12

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

Recesja nam nie straszna

▪ **Duża część miesięcznych wskaźników makroekonomicznych za grudzień okazała się słabsza od oczekiwań.** Produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna i przeciętne płace w sektorze przedsiębiorstw zwiększyły się w ostatnim miesiącu 2007 roku dużo słabiej niż oczekiwano. Gorsze od prognoz były również dane o zatrudnieniu w firmach. Największym rozczarowaniem okazał się jednak szacunek wzrostu konsumpcji prywatnej w IV kw. 2007 na podstawie wstępnych danych GUS o PKB w całym 2007 roku. Z drugiej strony, solidny wzrost odnotowany został w produkcji budowlanej, a ciepła zima sprzyja utrzymaniu wysokiej aktywności w tym sektorze na początku 2008 roku. W sumie, najnowsze dane zwiększyły niepewność co do rozwoju sytuacji gospodarczej, ale na razie wydaje się, że polska gospodarka pozostaje na ścieżce szybkiego wzrostu.

▪ **Nieco gorzej wyglądają perspektywy gospodarek w USA i strefie euro,** gdzie ostatnio opublikowane wskaźniki coraz wyraźniej wskazują na ryzyko poważnego spowolnienia (za oceanem może nawet recesji) na początku br.

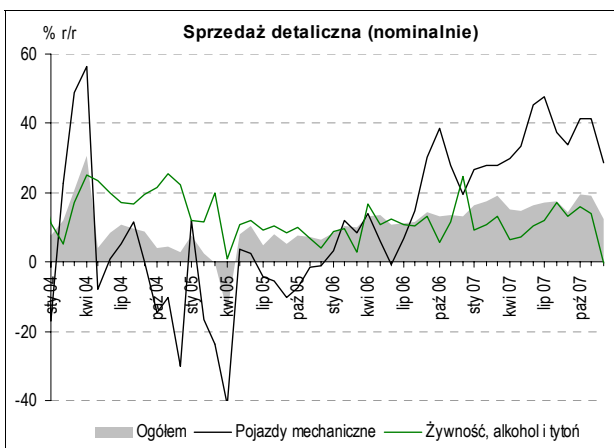
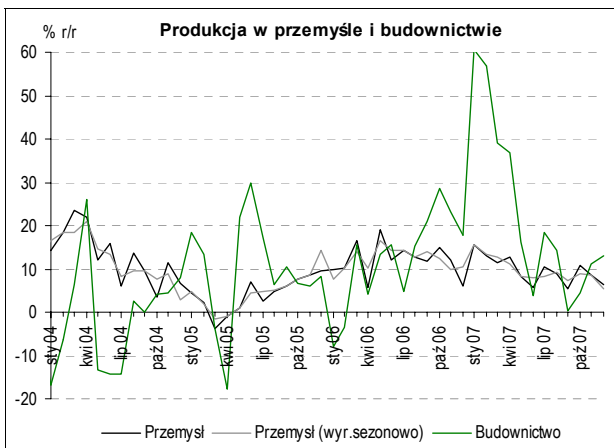
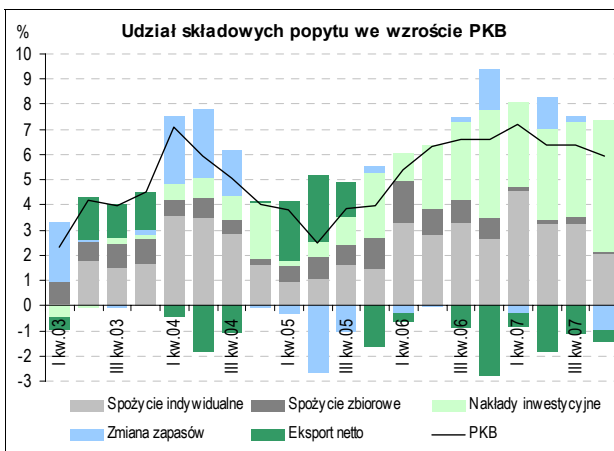
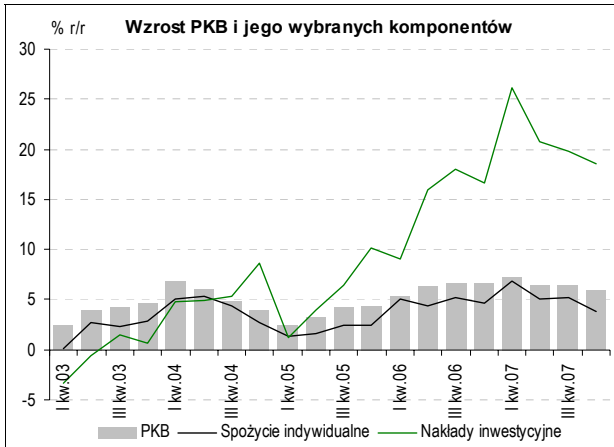
▪ **Rada Polityki Pieniężnej podwyższyła stopy procentowe w styczniu po raz kolejny o 25 pb,** w reakcji m.in. na ryzyko dalszego narastania presji płacowej, szczególnie w sektorze publicznym, jak również wzrost inflacji bazowej, który w grudniu przyspieszył za sprawą podwyżek cen w innych obszarach niż tylko żywność i paliwa. Jednak równocześnie Rada dała do zrozumienia, że zwraca coraz większą uwagę na wzrost niepewności nt. rozwoju sytuacji ekonomicznej na świecie i ryzyko osłabienia wzrostu gospodarczego, które może prowadzić do osłabienia presji inflacyjnej. Nie bez znaczenia dla RPP jest też narastający dysparytet między stopami procentowymi w kraju i za granicą, który może prowadzić do apercjacji złotego. W tej sytuacji utrzymujemy prognozę, zakładającą, że stopy procentowe wzrosną najwyżej jeszcze tylko raz o 25 pb., być może w marcu br. Podwyżka mogłaby się odsunąć w czasie lub stać mniej prawdopodobna w przypadku potwierdzenia wyraźnego osłabienia gospodarki w Polsce w kolejnych danych statystycznych oraz decyzji ECB o obniżce stóp w strefie euro już w I kwartale br.

▪ **Mimo znaczącego pogorszenia nastrojów na rynkach światowych i wzrostu obaw o kondycję światowej gospodarki złoty był dosyć stabilny oscylując w wąskim przedziale wahań wobec głównych walut.** Z kolei na rynku obligacji doszło do zdecydowanego umocnienia w związku ze słabszymi danymi z krajowej gospodarki, pewną zmianą tonu w wypowiedziach członków RPP, oczekiwanymi ruchami głównych banków centralnych oraz wyprzedzą na polskiej giełdzie. W sumie, w ciągu ostatniego miesiąca uczestnicy krajowego rynku stopy procentowej zweryfikowali swoje oczekiwania co do skali dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej przez RPP, a konsensus rynkowy przesunął się w kierunku scenariusza przewidywanego przez nas od kilku miesięcy.

Na rynku finansowym 31 stycznia 2008 r.:					
Stopa depozytowa NBP	3,75	WIBOR 3M	5,65	USDPLN	2,4438
Stopa referencyjna NBP	5,25	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	5,63	EURPLN	3,6260
Stopa lombardowa NBP	6,75	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,73	EURUSD	1,4838

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 08.02.2008 r.

Gospodarka Polski

**Zaskakująca struktura wzrostu PKB w IV kw. 2007**

- Według wstępnych danych GUS, wzrost PKB w 2007 roku wyniósł 6,5% po wzroście o 6,2% w 2006 r. Wzrost nakładów brutto na środki trwałe wyniósł 20,4%, więcej niż w 2006 r. (15,6%), natomiast wzrost konsumpcji prywatnej wyniósł 5,2% wobec 4,8% rok wcześniej.
- Na podstawie wstępnych danych za cały 2007 r. i dostępnych danych za trzy pierwsze kwartały ub.r., szacujemy, że wzrost PKB w IV kw. wyniósł ok. 5,9-6,0%, zgodnie z naszą prognozą.
- Zaskakująca okazała się struktura wzrostu PKB w IV kw. Nasze szacunki wskazują, że wzrost inwestycji wyniósł ok. 18,5% r/r i był szybszy niż prognozowaliśmy (15,5%), podczas gdy wzrost konsumpcji prywatnej wyraźnie spowolnił w ostatnim kwartale roku do 3,8% r/r wobec prognozowanego przez nas poziomu 5,2%. Znacznej poprawie uległa kontrybucja eksportu netto, która była znacznie mniej ujemna niż wskazywały nasze prognozy, wynosząc -0,4 pkt. proc. (wobec średnio -1,2 pp w trzech pierwszych kwartałach ub.r.). Zmiana zapasów zmniejszyła tempo wzrostu PKB w IV kw. 2007 o ok. 1 pkt. proc.
- Nieoczekiwanie silne spowolnienie wzrostu konsumpcji być może częściowo było efektem wzrostu dynamiki cen żywności. Nie wydaje nam się natomiast, aby była to reakcja gospodarstw domowych na sytuację na rynkach finansowych. Co ważne, dynamika wartości dodanej w usługach rynkowych przyspieszyła w IV kw. do ok. 7% r/r, co może wskazywać na pierwszą z powyższych tez (dane o sprzedaży detalicznej za grudzień też pokazały, że poza sprzedażą żywności, popyt na inne towary pozostał wysoki). Odpowiedź na pytanie na ile ograniczenie wzrostu konsumpcji ma trwały charakter będzie łatwiejsza po publikacji kolejnych danych miesięcznych i kwartalnych. Może się okazać, że wzrost konsumpcji w IV kw. zostanie zrewidowany w górę kosztem poprzednich kwartałów.

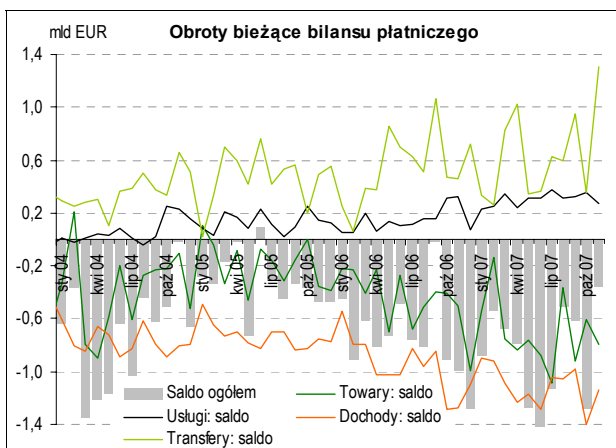
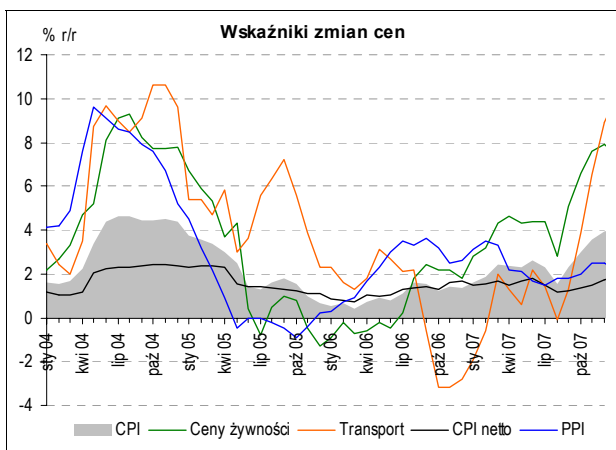
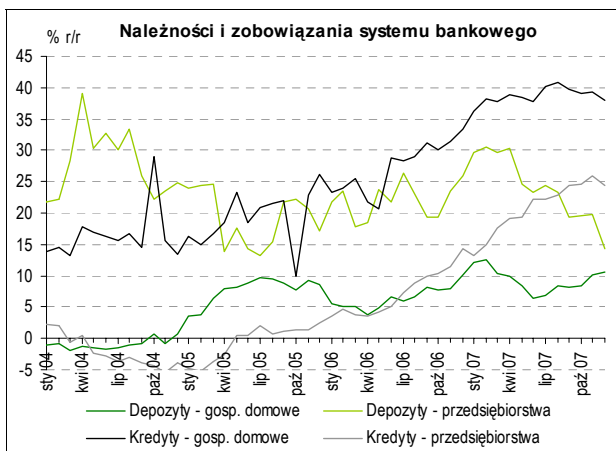
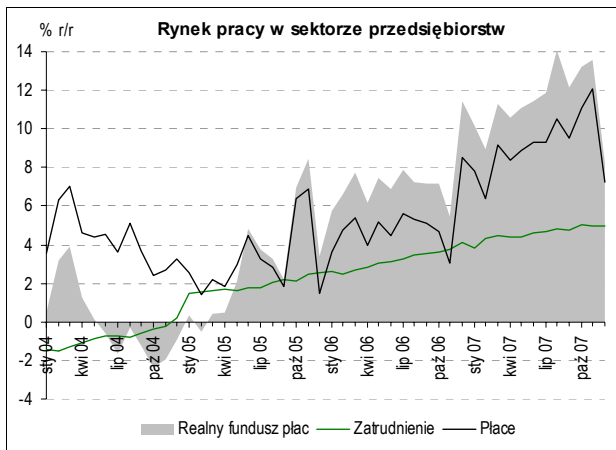
Mieszane dane o produkcji

- Mimo korzystnego efektu niskiej bazy z grudnia 2006 roku, wzrost produkcji przemysłowej w grudniu wyniósł zaledwie 6,2% r/r, wyraźnie mniej od prognoz. Wygląda na to, że istotniejszy od efektu niskiej bazy okazał się niekorzystny wpływ na produkcję związany z układem okresu świątecznego (Wigilia w poniedziałek). Było to widoczne szczególnie w sektorze przetwórczym, gdzie nastąpiło spowolnienie wzrostu produkcji do 5,7% r/r, co jest najgorszym wynikiem od ponad dwóch lat.
- Z drugiej strony, mimo niekorzystnego układu świąt produkcja budowlano-montażowa wzrosła o 13% r/r, najszybciej od pięciu miesięcy. Mimo efektu wysokiej bazy w styczniu 2007 roku, dobre warunki atmosferyczne tej zimy powinny pozwolić osiągnąć dwucyfrową dynamikę produkcji budowlano-montażowej również w pierwszych miesiącach 2008 roku.

Sprzedaż detaliczna znacznie poniżej oczekiwań

- Sprzedaż detaliczna w grudniu wzrosła nominalnie „tylko” o 12,4% r/r, znacznie słabiej od oczekiwań, najslabiej od sierpnia 2006. Realna dynamika spadła do 8,1% r/r z 15,1% r/r w listopadzie, co jest najgorszym wynikiem od dwóch lat.
- Zaskakujący jest fakt, że sprzedaż żywności i napojów zanotowała w grudniu nominalny spadek (po wzroście o 14% r/r w listopadzie). Spore znaczenie mógł mieć w tym przypadku efekt wysokiej bazy. W tym momencie trudno rozstrzygnąć natomiast, czy wzrost cen żywności skłonił Polaków do ograniczenia konsumpcji i czy będzie to miało trwały charakter.
- Teza o ogólnym osłabieniu popytu konsumpcyjnego nie znajduje potwierdzenia w danych nt. sprzedaży w pozostałych działach (choć pewne spowolnienie widoczne było również w sprzedaży pojazdów mechanicznych).

Gospodarka Polski

**Wyraźnie niższy od przewidywań wzrost płac**

- Roczna dynamika płac i zatrudnienia w przedsiębiorstwach wyniosła w grudniu odpowiednio 7,2% i 4,9% wobec oczekiwań na poziomie 11% i 5%.
- Dane o płacach wg sektorów pokazały, że silniejsze niż oczekiwano spowolnienie płac (poniżej trendu) wynikało nie tylko z przesunięcia wypłat premii w górnictwie (choć ten czynnik miał istotne znaczenie – w grudniu płace w górnictwie spadły o 0,8% r/r po wzroście o 28% r/r w listopadzie).
- Osłabienie dynamiki płac nastąpiło w wielu sektorach, m.in. w przetwórstwie przemysłowym z 10,5% do 8,8% r/r, w budownictwie z prawie 17% do 12,4%, w handlu i naprawach z 12,1% do 10,6% r/r. Sugeruje to, że wzrost płac w firmach może być w kolejnych miesiącach słabszy niż wcześniej oczekiwano, choć w styczniu zapewne przyspieszy, wracając do trendu.

Przyrost depozytów gospodarstw domowych

- Roczny wzrost podaży pieniądza spowolnił w grudniu do 13,1% z 13,6% w listopadzie, przy spadku dynamiki depozytów ogółem do 14,3% z 15,1%. Niemniej, dynamika depozytów gospodarstw domowych przyspieszyła do 10,6% z 10,2%, co można wiązać z odpływem środków z funduszy inwestycyjnych. Jednocześnie spadła dynamika depozytów firm, do 14,3% z 19,8%, co wydaje się efektem silnej aktywności inwestycyjnej.
- Zgodnie z naszymi prognozami w grudniu po raz kolejny nieco obniżyła się roczna dynamika należności, do 29,9% z 30,1%. Złożyło się na to zarówno nieznaczne osłabienie wzrostu należności od gospodarstw domowych, jak i od firm.
- W kolejnych miesiącach powinniśmy obserwować kontynuację stopniowego spadku dynamiki przyrostu podaży pieniądza oraz należności. Depozyty ludności mogą jednak silnie rosnąć.

Inflacja CPI i bazowa w górę, PPI stabilnie

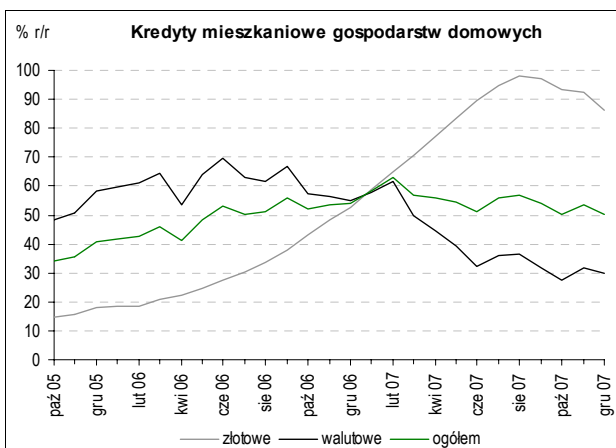
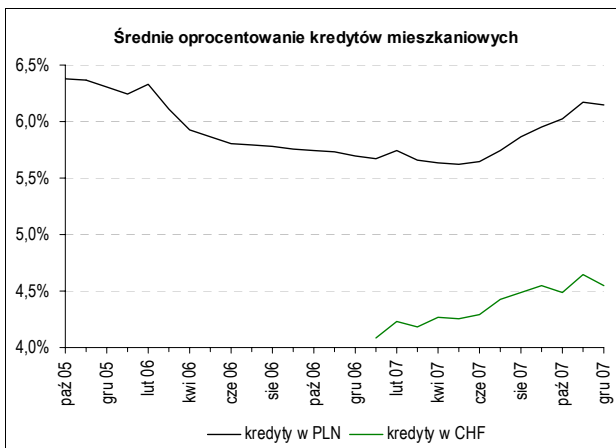
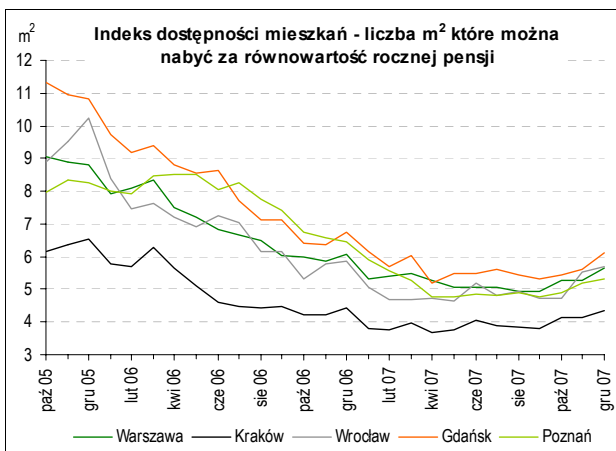
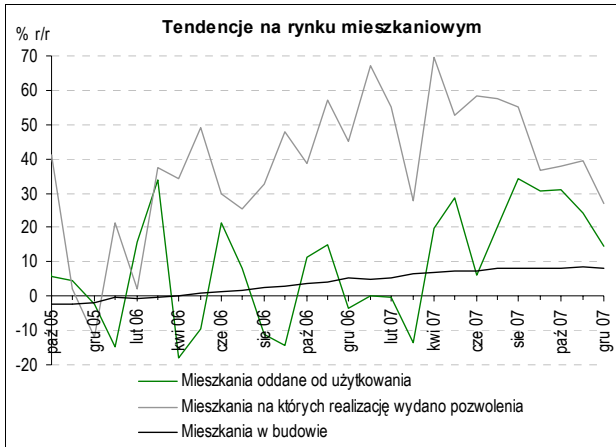
- Inflacja CPI wyniosła w grudniu 4,0% r/r. Ceny żywności wzrosły zaledwie o 0,3% m/m (w porównaniu ze średnim wzrostem o prawie 2% w poprzednich trzech miesiącach), co oznacza przyspieszenie rocznego wzrostu do 7,9%, słabsze niż oczekiwano. Ceny paliw wzrosły o 0,2% m/m i 18,1% r/r.
- W grudniu widoczny był wzrost cen w pozostałych kategoriach dóbr i usług, który doprowadził do wyraźniejszego od naszych wcześniejszych przewidywań wzrostu inflacji netto. Co prawda pozostaje ona na wciąż bardzo niskim poziomie 1,7%, jednak w całym 2008 r. wyniesie wg naszych prognoz średnio 2,2-2,3%.
- Podczas gdy wzrost inflacji bazowej sugeruje wzmocnienie presji inflacyjnej, dynamika cen producentów w grudniu okazała się niższa od oczekiwań i pozostała na poziomie 2,5% r/r z listopada, będąc pozytywnym czynnikiem dla perspektyw inflacji.

Bilans płatniczy w dobrym stanie

- Deficyt obrotów bieżących wyniósł w listopadzie 350 mln €. Roczne tempo wzrostu eksportu i importu utrzymało się na poziomie dwucyfrowym. Bilans handlowy wyniósł 793 mln €.
- Głównym elementem, który korzystnie wpłynął na bilans obrotów bieżących był dodatni bilans transferów na poziomie 1,3 mld €. Złożył się na to zarówno napływ funduszy UE (635 mln € w rachunku bieżącym i dodatkowo 421 mln € po stronie kapitałowej bilansu płatniczego), jak i zapewne przepływ od emigrantów pracujących za granicą.
- Jeśli chodzi o napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych, to w listopadzie osiągnął on wysoki poziom 1,2 mld €, powyżej średniej za pierwsze 10 miesięcy roku. Dwunastomiesięczny deficyt bilansu obrotów bieżących spadł w listopadzie do 3,6% PKB (z 3,8% w październiku).

Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

Rynek nieruchomości



Slabszy wzrost podaży mieszkań pod koniec roku

- Ożywienie po stronie podaży mieszkań, które można było obserwować przez większą część 2007 r. wyraźnie straciło impet w końcówce roku. W grudniu liczba mieszkań oddanych do użytku była większa niż przed rokiem o 14,4%, co oznacza ponad dwukrotnie wolniejszy przyrost niż w poprzednich miesiącach. W całym 2007 roku oddano do użytku prawie 134 tys. mieszkań, o 16% więcej niż rok wcześniej. W grudniu zwolnił również przyrost wydawanych pozwoleń na budowę.
- Rosnąca od kilkunastu miesięcy liczba rozpoczynanych budów sugeruje, że podaż oddawanych do użytku lokali będzie się stopniowo zwiększać, jednak tempo tego wzrostu raczej nie oznacza zmniejszenia w najbliższym czasie strukturalnego niedoboru mieszkaniowego – roczny przyrost liczby gospodarstw domowych w Polsce szacowany jest na ok. 150 tys.

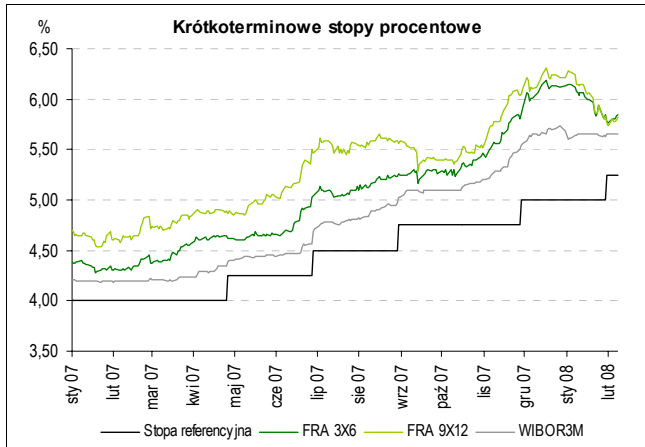
... a na początku roku widać lekkie ożywienie popytu

- Wg sygnałów z biur nieruchomości, początek roku przyniósł pewien wzrost zainteresowania zakupem mieszkań ze strony klientów indywidualnych i nieco większy obrót na rynku nieruchomości niż w ostatnich miesiącach 2007 r. Jednak popyt ze strony większych inwestorów nadal pozostaje w odwrocie.
- Po części, wzrost zainteresowania rynkiem nieruchomości mógł się wiązać z pogorszeniem nastrojów na giełdzie i prognozami dalszych spadków cen akcji.
- Istotniejszy jest naszym zdaniem ciągły wzrost dochodów gospodarstw domowych, skutkujący – przy stabilizacji cen nieruchomości – rosnącą dostępnością mieszkań. W grudniu relacja płac do cen mieszkań w największych miastach Polski powróciła do poziomu z początku 2007 roku i można liczyć na dalszą poprawę tej relacji w kolejnych miesiącach.

Kredyty mieszkaniowe coraz droższe

- Wzrost dostępności mieszkań wynikający z rosnących płac jest ograniczany przez trudniejsze warunki kredytowe.
- W 2007 r. miał miejsce wzrost oprocentowania kredytów mieszkaniowych. Dotyczyło to zarówno kredytów w złotych, jak i kredytów we frankach szwajcarskich. W całym roku skala wzrostu średniego oprocentowania była podobna w przypadku obu walut, przy czym wzrost oprocentowania w CHF był rozłożony niemal równomiernie w roku, natomiast w przypadku kredytów złotych wzrost odsetek nastąpił praktycznie w całości w drugim półroczu.
- Gdyby podwyżki oprocentowania kredytów w złotych były kontynuowane, prawdopodobny wydaje się ponowny wzrost zainteresowania klientów kredytami we frankach szwajcarskich.
- W tym roku jednak wzrost oprocentowania nie powinien już być znaczący - rynkowe stopy procentowe zdyskontowały już możliwą skalę zacieśnienia polityki pieniężnej. Chociaż z drugiej strony, banki zaczęły zaostrzać politykę kredytową, a wg badania NBP w IV kw. 2007 r. jedna czwarta banków podniosła marże kredytowe.
- W efekcie, w IV kw. 2007 banki odnotowały wyraźny spadek popytu na kredyty mieszkaniowe. Wśród głównych przyczyn tego zjawiska, obok wzrostu kosztów kredytu i ostrzejszych warunków ich udzielania, wskazywano przewidywania wzrostu podaży mieszkań i spadku cen nieruchomości, które skłaniały gospodarstwa domowe do wstrzymywania się z decyzjami o zakupie mieszkań.
- Chociaż roczna dynamika kredytów mieszkaniowych stopniowo hamuje, nominalny przyrost zadłużenia gosp. domowych z tytułu kredytów mieszkaniowych w złotych był w IV kw. 2007 wciąż wysoki, wyższy niż w roku poprzednim o ponad 1 mld zł.
- Z kolei na rynku kredytów mieszkaniowych dla przedsiębiorstw trwa ożywienie – w grudniu ich wzrost przyspieszył do 45% r/r.

Pod lupą: Bank centralny



Fragmety komunikatu po styczniowym posiedzeniu RPP

Od ostatniego posiedzenia Rady zwiększyło się ryzyko znaczącego obniżenia aktywności w gospodarce światowej, choć obecnie trudno określić skalę tego ryzyka oraz jego wpływ na wzrost gospodarczy w Polsce. Dodatkowym czynnikiem zwiększającym niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarki światowej, a w konsekwencji gospodarki polskiej, jest zwiększona zmienność na rynkach finansowych obserwowana w ostatnim okresie.

Rada ocenia, że w najbliższym okresie inflacja utrzyma się powyżej górnej granicy odchylenia od celu inflacyjnego, do czego w znacznym stopniu może przyczynić się również oczekiwany wzrost dynamiki cen kontrolowanych.

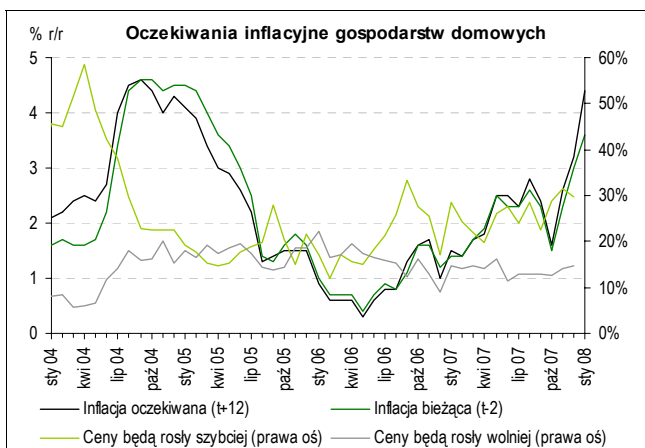
Informacje o sytuacji na rynku pracy w grudniu wskazują na obniżenie się utrzymywanie się wysokiej dynamiki wynagrodzeń oraz poprawę niekorzystnej relacji między wzrostem wynagrodzeń i wydajności pracy. Prawdopodobne jest jednak dalsze narastanie presji płacowej, w szczególności w sektorze publicznym, i w konsekwencji presji inflacyjnej. (...) Ponadto zgodnie z uchwaloną przez parlament ustawą budżetową 2008 rok można spodziewać się procyklicznego oddziaływania polityki fiskalnej na gospodarkę w bieżącym roku.

Fragmety opisu dyskusji na posiedzeniu RPP w grudniu

Część uczestników dyskusji oceniała, że prognozowany wzrost inflacji bazowej netto oraz nadal wysoka dynamika cen żywności i paliw sprawia, że pod koniec 2008 r. inflacja CPI będzie nadal kształtować się powyżej celu inflacyjnego. (...) Inni członkowie Rady wskazywali, że przyszła inflacja może być niższa niż przewiduje październikowa projekcja ze względu na wyższy od uwzględnianego w projekcji poziom kursu złotego.

Część członków Rady wskazywała, że wzrost bieżącej inflacji CPI może doprowadzić do wzrostu oczekiwań inflacyjnych. Podkreślali oni, że ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych jest szczególnie wysokie, gdy wzrost inflacji wynika z silnego wzrostu cen żywności, a więc dóbr często nabywanych i mających duży udział w koszyku CPI. (...) Zdaniem innych członków Rady ryzyko efektów drugiej rundy jest umiarkowane ze względu na zmiany instytucjonalne, które zaszły na rynkach pracy w Polsce i w innych krajach.

Większość członków Rady oceniała, że wysoka bieżąca inflacja i związane z tym ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych, a także napięcia na rynku pracy stanowią istotne czynniki ryzyka dla stabilności cen.



Źródło: NBP, Reuters

Pierwsza podwyżka w nowym roku

▪ Zgodnie z oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej podwyższyła w styczniu stopy procentowe o 25 pb. Stopa referencyjna wzrosła w efekcie do poziomu 5,25%.

▪ Komunikat opublikowany po posiedzeniu Rady przyniósł liczne zmiany w porównaniu z treścią grudniową, ale trudno powiedzieć aby były one zaskoczeniem, biorąc pod uwagę zmienne w ostatnim czasie otoczenie makroekonomiczne.

▪ Nowym argumentem odnotowanym po stronie czynników zwiększających ryzyko wzrostu inflacji był wzrost płac w sektorze publicznym.

▪ Z drugiej strony, Rada zwróciła w komunikacie uwagę na wzrost niepewności nt. rozwoju sytuacji ekonomicznej na świecie i możliwość ograniczenia presji inflacyjnej z powodu spowolnienia wzrostu gospodarczego.

▪ Zachowanie kursu walutowego pozostanie zapewne ważnym czynnikiem dla Rady. RPP podtrzymała stwierdzenie o wpływie „relatywnej stabilności złotego” (co należy odczytywać jako „silnego złotego”) na ograniczenie inflacji. Będzie to szczególnie ciekawe w kontekście rosnącego dyspartetu stóp procentowych między Polską a innymi gospodarkami, w sytuacji dokonanych już i sugerowanych przez Fed dalszych obniżek stóp w USA oraz oczekiwanych przez nas obniżek stóp również w strefie euro.

▪ Podtrzymujemy opinię, że główne stopy procentowe w Polsce wzrosną o kolejne 25 pb, prawdopodobnie w marcu, i że będzie to zapewne ostatnia podwyżka RPP w tym roku.

▪ Podwyżka mogłaby odsunąć się w czasie lub stać zupełnie zbędna w przypadku potwierdzenia wyraźnego osłabienia gospodarki w Polsce w kolejnych danych statystycznych oraz decyzji ECB o obniżce stóp w strefie euro już w I kwartale br.

W grudniu wniosek o podwyżkę nie uzyskał większości

▪ Opis dyskusji RPP podczas grudniowego posiedzenia nie zmienił istotnie oceny perspektyw krajowej polityki pieniężnej i nie miał wpływu na rynek stopy procentowej.

▪ Wg *minutes* w grudniu zgłoszony został wniosek o podwyżkę stóp, który jednak nie uzyskał większości, mimo tego, że już wówczas większość członków Rady zgadzała się, że ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych i napięcia na rynku pracy stanowią istotne zagrożenie dla stabilności cen.

▪ Niemniej jednak czynniki ryzyka nie były na tyle istotne, aby Rada zdecydowała się na zwiększenie częstotliwości podwyżek, co nie było zaskoczeniem dla inwestorów, ponieważ w wcześniejszych wypowiedzi członków Rady można było wywnioskować dominujący w RPP punkt widzenia o brak konieczności agresywnych posunięć.

Oczekiwania inflacyjne ostro w górę

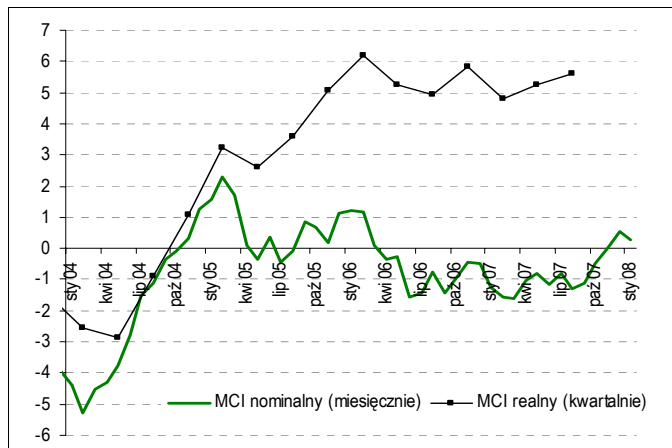
▪ Wskaźnik oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych obliczany dla NBP wzrósł w styczniu do poziomu 4,4%, o 1,2 pkt. proc. w porównaniu z grudniem.

▪ Konstrukcja indeksu sprawia, że jest on wrażliwy na zmiany bieżącej inflacji, jednak w tym przypadku jego wzrost był dwukrotnie silniejszy niż wzrost obserwowanego wskaźnika CPI.

▪ Odzwierciedla to zapewne rosnący udział gospodarstw domowych, spodziewających się przyspieszenia wzrostu cen, czemu sprzyjały liczne publikacje i artykuły zapowiadające znaczne podwyżki cen w tym roku.

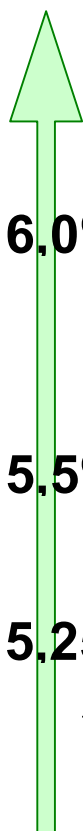
▪ Znacznie bardziej stabilne są oczekiwania analityków bankowych – średnia prognoza dotycząca inflacji w grudniu 2008 (wg ankiety PAP) nieznacznie zmniejszyła się w styczniu do 3,3% z 3,4% w poprzednim miesiącu.

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



W styczniu nieco łagodniej

- Chociaż na posiedzeniu pod koniec stycznia RPP podwyższyła stopy procentowe o 25 pb, to w ciągu całego miesiąca nastąpiło zmniejszenie restrykcyjności polityki pieniężnej mierzonej naszym nominalnym indeksem MCI.
- Nieznaczny spadek MCI to wynik delikatnego spadku średniego poziomu nominalnych stawek WIBOR3M na międzybankowym rynku pieniężnym oraz nieznacznego osłabienia nominalnego kursu złotego wobec euro. Co ważne, spadek bieżących rynkowych stóp procentowych i nominalnego kursu EURPLN był jeszcze bardziej wyraźny względem szacowanych przez nas długoterminowych trendów tych zmiennych.
- Nadal nie są dostępne dane umożliwiające obliczenie realnego indeksu MCI w ujęciu kwartalnym dla IV kw. 2007.



6,0%

Filar 1,38 (1,61)

Wasilewska-Trenkner 1,38 (1,45)

Noga 1,38 (1,51)

Wojtyna 1,38 (0,95)

Sławiński 1,13 (0,95)

5,5%

Czekaj 1,00 (0,88)

5,25%

Owsiak 0,75 (0,91)

Pietrewicz 0,75 (0,68)

Nieckarz 0,75 (0,77)

Skrzypek 0,63 (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.

W listopadzie RPP była jednomyślna

Informacja o wynikach głosowania RPP w listopadzie pokazała, że decyzja o podwyższeniu stóp o 25 pb zapadła wówczas jednomyślnie. Biorąc pod uwagę wypowiedzi bankierów centralnych z tamtego okresu można się było spodziewać takiego wyniku. Ostatnio jednak różnice zdań w RPP stały się ponownie bardziej wyraźne.

„Jastrzębie” nadal nawołują do podwyższenia stóp

Mimo dość znacznej zmiany sytuacji na świecie i publikacji kilku wyraźnie słabszych od prognoz miesięcznych wskaźników nt. polskiej gospodarki, przedstawiciele „jastrzębiej” frakcji w RPP nadal podkreślają konieczność dalszych podwyżek stóp. Dariusz Filar powiedział, że „jesteśmy w sytuacji wyraźnego zagrożenia wzrostem inflacji”. Jednocześnie zwrócił uwagę, że w sytuacji, gdy MinFin deklaruje trwałe spełnienie kryterium inflacyjnego, potrzebne jest spełnienie kryterium dotyczącego inflacji i stóp procentowych, a więc Rada musi podnosić stopy. Zdaniem Filara „klimat decyzyjny” się pogarsza i ostatni w miarę dobry moment do oddziaływania na inflację, do robienia tego relatywnie niskim kosztem, to I kwartał br. Filar dostrzega spowolnienie gospodarki światowej, ale wg niego „z polskiej perspektywy to jest jeszcze dosyć dalekie”. Marian Noga powtórzył w ostatnich tygodniach opinię o tym, że stabilizacja inflacji wokół celu wymaga wzrostu stopy referencyjnej do 5,75%. Halina Wasilewska-Trenkner stwierdziła bezpośrednio po styczniowej podwyżce stóp, że jej zdaniem konieczna jest co najmniej jeszcze jedna podwyżka, podkreślając zagrożenia dla inflacji.

...Wojtyna i Sławiński wyrażają wątpliwości co do skali podwyżek

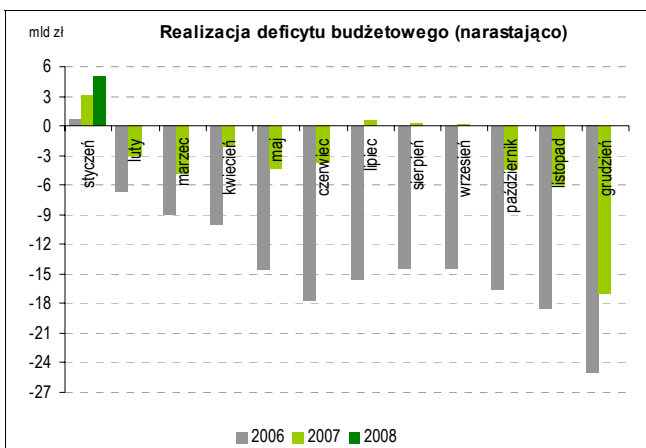
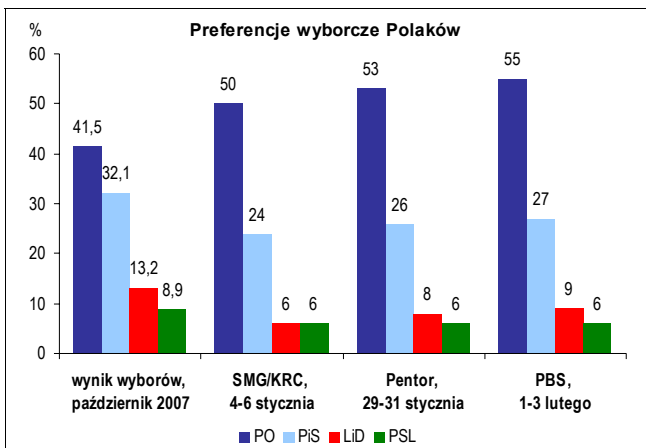
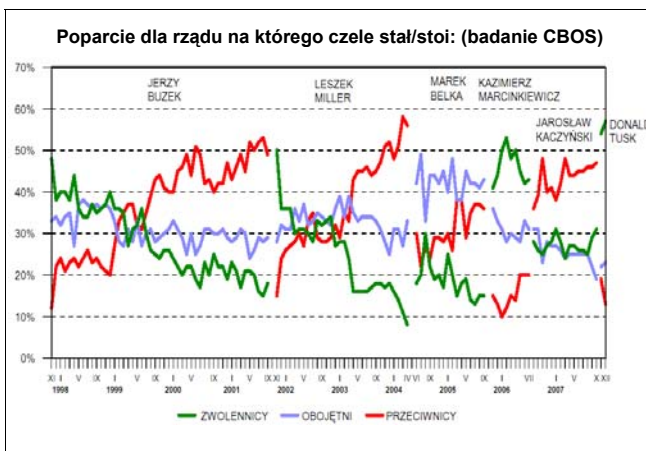
Sporo wątpliwości w kwestii dalszego zaostrzenia polityki pieniężnej wyraził Andrzej Wojtyna. Co prawda zasugerował on, że dalsze podwyżki są nadal potrzebne, ale obecnie minimalnym poziomem kolejnych podwyżek jest wg niego tylko jeden ruch o 25 pb, choć nie wykluczył on 2 lub 3 kroków po 25 pb. Wojtyna obawia się, że zawirowania na rynkach finansowych mogą negatywnie wpłynąć na dynamikę inwestycji w kraju, a ponadto istnieje zagrożenie, że rozszerzający się dysparytet stóp procentowych może nadmiernie umocnić złotego. Według Wojtyny na wyjaśnienie sytuacji trzeba poczekać co najmniej kilka miesięcy. Zdaniem Andrzeja Sławińskiego, w obliczu zagrożeń dla średnioterminowych perspektyw inflacji RPP powinna działać zdecydowanie (czytaj nadal podwyższać stopy), ale rozważnie, aby nadmiernie nie zaszkodzić wzrostowi gospodarczemu.

...a wg Czekaja kolejne podwyżki stóp nie muszą być potrzebne

Jan Czekaj, którego głos przesądził o kilku decyzjach RPP w 2007 roku, nie wyklucza, że kolejne podwyżki nie będą potrzebne. Doszło bowiem do obniżek stóp w USA i na podobne kroki mogą zdecydować się inne banki centralne, w tym EBC, co może umocnić złotego. Ponadto, Czekaj zwrócił uwagę, że grudniowe dane były słabsze od prognoz i trzeba kolejnych danych, żeby ocenić, czy to początek tendencji czy jednorazowy efekt. Na pytanie, co musiałoby się stać, żeby powiedzieć, że wystarczy już dokonane podwyżki, Czekaj odpowiedział, że „musielibyśmy zobaczyć utrwalenie się oznak spowolnienia polskiej gospodarki, bo bezpośrednio przełożenie gorszej kondycji gospodarki amerykańskiej na polską jest niewielkie”. Jego zdaniem RPP musi ocenić, na ile za pomocą stóp można przeciwdziałać inflacji, której przyczyn należy upatrywać w wysokich cenach na świecie.

Pod lupą: Rząd i polityka

Fragmety exposé premiera Donalda Tuska	Co z realizacją?
Pierwszym zadaniem naszego rządu będzie wyzwolenie pozytywnej energii z Polaków.	trudno zmierzyć, ale... optymizm konsumentów lekko w dół
Marsz zawsze w jednym kierunku, (...) niższych podatków i rezygnacji z nadmiernych, często zbędnych danin publicznych	brak konkretów, raczej niewielki postęp wobec poprzedniego rządu
Jednocześnie musimy zapewnić wzrost płac pracownikom sektora publicznego.	brak konkretów (mają być przedstawione 13 lutego)
Potrzebne jest ograniczenie wzrostu długu publicznego. W ciągu kilku lat budżet należy doprowadzić do stanu bliskiego równowagi.	deklaracje pozytywne, brak konkretnych rozwiązań
Będziemy wspierać przedsiębiorczość, wreszcie zmienimy prawo - i to jest twarda zapowiedź - które przedsiębiorcom nie pomaga.	prace w toku, szanse na dość szybki postęp



Źródło: Ministerstwo Finansów, ośrodki badawcze, szacunki własne

Pierwsze sto dni rządów PO-PSL – bez fajerwerków

- Podsumowując pierwsze sto dni rządów koalicji PO-PSL trudno wskazać na spektakularne sukcesy nowej ekipy. Nadzieje na przyspieszenie reform gospodarczych na razie nie znalazły zdecydowanego potwierdzenia w działaniach.
- Plany redukcji deficytu fiskalnego pozostają wciąż w sferze deklaracji, a obniżka i uproszczenie podatków w najbliższych latach najprawdopodobniej nie będzie wybiegać poza propozycje poprzedniego rządu. Dużą niewiadomą jest to, jak oba powyższe cele rząd zdoła pogodzić z obietnicą znacznego podniesienia płac w sektorze publicznym, szczególnie w obliczu spowolnienia wzrostu PKB.
- Do pozytywów należy zaliczyć dobre rozpoznanie problemów rynku pracy i duży priorytet dla działań w kierunku ich rozwiązania. Zwiększenie podaży pracy i jej wydajności ma być jednym z głównych celów zmian w systemie finansów publicznych nad którymi pracuje Ministerstwo Finansów. Na razie jednak w większości są to nadal wyłącznie zmiany planowane, brakuje konkretnych projektów ustaw i rozwiązań (wg wiceministra finansów część projektów zmian może być przedstawiona w I połowie br.).
- Rząd przyjął pierwszy pakiet zmian w ustawie o swobodzie działalności gospodarczej. W Min. Gospodarki oraz specjalnej komisji sejmowej trwają prace nad kolejnymi ułatwieniami dla firm, które mają być gotowe w najbliższych miesiącach.
- Najwyraźniej w kluczowych obszarach (reforma finansów, rynek pracy, służby zdrowia) rząd nie ma gotowych rozwiązań i dopiero pracuje nad projektami ustaw. Niewykluczone, że wyniki tych prac będą pozytywne, niemniej jednak czas mija, koniunktura gospodarcza się pogarsza, a inwestorzy, którzy z wygraną PO wzięli duże nadzieje na szybkie zmiany, mogą, przynajmniej na razie, czuć się nieco rozczarowani.

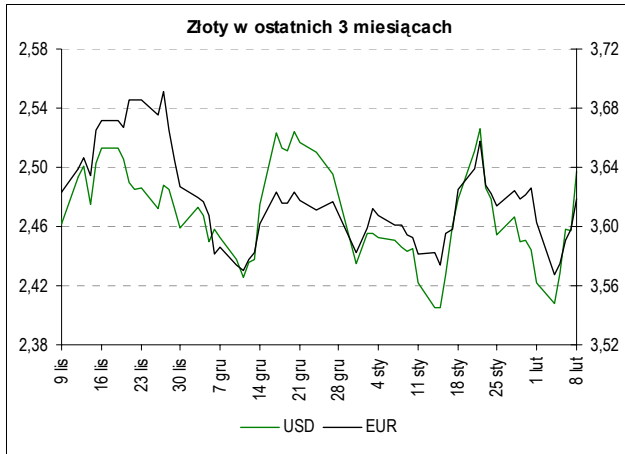
... jednak PO nie traci na popularności

- Niemniej jednak, wyniki badań opinii publicznej wskazują, że poparcie dla Platformy Obywatelskiej utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie, wyraźnie dystansując pozostałe ugrupowania.
- Drugie w sondażach Prawo i Sprawiedliwość może liczyć na mniej więcej dwukrotnie mniejszy elektorat (ok. 25% wyborców).
- Sprawdzianem dla popularności rządu może być sposób (i tempo), w jaki poradzi sobie z przezwyciężeniem kryzysu w służbie zdrowia oraz z narastającymi z każdym miesiącem żądaniami płacowymi różnych grup zawodowych ze sfery budżetowej. Realizacja mnożących się postulatów będzie trudna do pogodzenia z odpowiedzialną polityką budżetową.

Duża nadwyżka w budżecie po styczniu

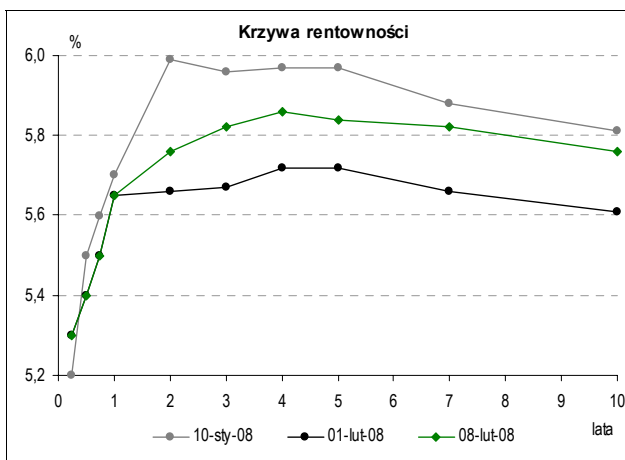
- Według wstępnych danych Ministerstwa Finansów budżet państwa osiągnął po styczniu nadwyżkę w wysokości ok. 5,0-5,5 mld zł. To bardzo dobry wynik, znacznie powyżej rekordowego pod tym względem stycznia 2007, kiedy nadwyżka wyniosła 3,1 mld zł.
- Chociaż częściowo może to być efektem przeniesienia pewnych dochodów z końca ub.r., to jednak można sądzić, że wpływy podatkowe nadal szybko rosną, co dobrze świadczy o koniunkturze gospodarczej na początku roku.
- Wg MF deficyt *general government* wyniósł w 2007 roku ok. 2,5% PKB. Po wzroście do 2,6-2,7% PKB w 2008 r., w kolejnych latach ministerstwo planuje systematyczną redukcję deficytu – do 2,0-2,5% w 2009, 1,5% w 2010 i 1% PKB w 2011 roku. Taką ścieżkę pokaże zapewne nowy program konwergencji.

Monitor rynku

**Złoty w wąskim przedziale wahań mimo słabych nastrojów**

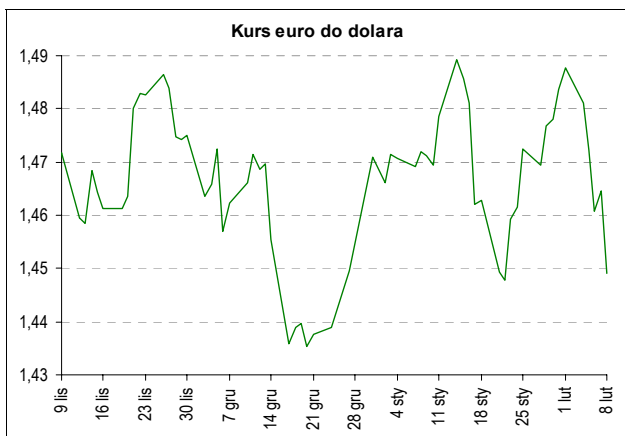
▪ Złoty oscylował w dosyć wąskim przedziale w ostatnich tygodniach szczególnie wobec euro (3,56-3,63). Mimo niezbyt dobrych nastrojów na rynkach międzynarodowych osłabienie złotego w momentach wzrostu awersji do ryzyka było nieznaczne w porównaniu do innych walut gospodarek wschodzących. Wahania kursu USDPLN były większe z uwagi na spore zmiany wartości dolara wobec euro.

▪ Kurs złotego wciąż będzie znajdował się pod wpływem nastrojów inwestorów i obaw o wpływ możliwej recesji w USA na gospodarkę światową. Ten negatywny czynnik dla złotego będzie niwelowany, m.in. przez znaczny dysparytet stóp procentowych w kontekście spodziewanego poluzowywania polityki pieniężnej przez EBC. Ponadto złoty będzie w dalszym ciągu wspierany przez dobre fundamenty polskiej gospodarki, relatywnie niski deficyt obrotów bieżących do PKB i dalszy napływ środków z UE.

**Zdecydowany spadek rentowności**

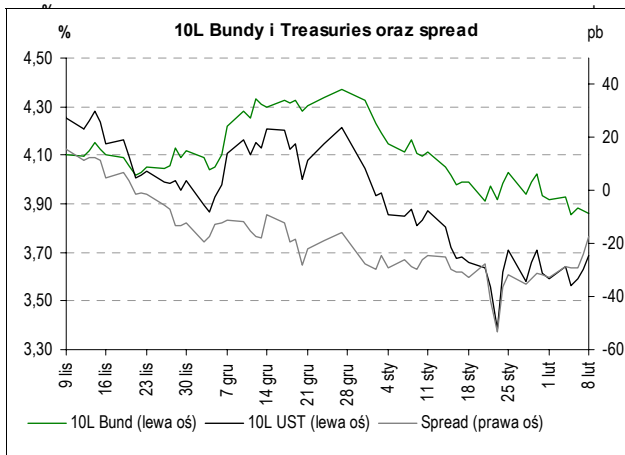
▪ Na początku roku doszło do zdecydowanego umocnienia na polskim rynku długu. Po osłabieniu pod koniec ub.r. rynek był mocno wyprzedany, a grudniowe dane, które napłynęły z gospodarki, okazały się zaskakująco słabe. Ponadto ton komentarzy członków RPP zmienił się na nieco mniej jastrzębi w związku z niepewnością co do ruchów głównych banków centralnych. Dodatkowym czynnikiem był spadek rentowności na rynkach bazowych oraz spadki na warszawskiej giełdzie. Po silnych wzrostach cen nastąpiła częściowa realizacja zysków.

▪ Sądzimy, że korekta po tak znaczącym umocnieniu może być jeszcze kontynuowana. Z drugiej strony główne dane za styczeń, tj. CPI i płace, mogą wspierać polski rynek długu, podobnie jak oczekiwany dalszy spadek rentowności w strefie euro przed spodziewanym cięciem stóp przez EBC już w II kw. To może też wpłynąć na ograniczenie dalszych podwyżek stóp w Polsce.

**Duże wahania EURUSD, dolar mocniejszy**

▪ W ostatnich tygodniach kurs EURUSD podlegał znaczącym wahaniom. Od publikacji poprzedniego raportu dolar tracił na wartości wobec euro w związku z napływającymi słabymi danymi z amerykańskiej gospodarki, obawami o wzrost gospodarczy wyrażanymi przez członków Fed, oraz cięciami stóp procentowych w USA. To doprowadziło do wzrostu kursu EURUSD do ponad 1,49. Dolar lekko odreagował po dosyć dobrym indeksie ISM dla przemysłu. Dalszy spadek kursu EURUSD do poniżej 1,45 nastąpił w związku z obawami o koniunkturę w EMU oraz oczekiwaniami cięć stóp przez EBC.

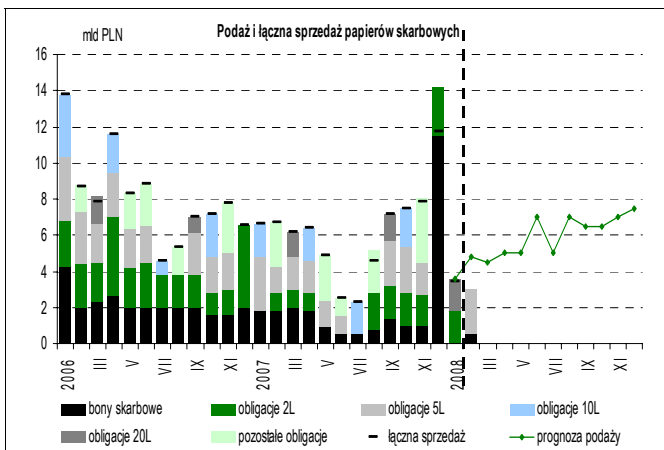
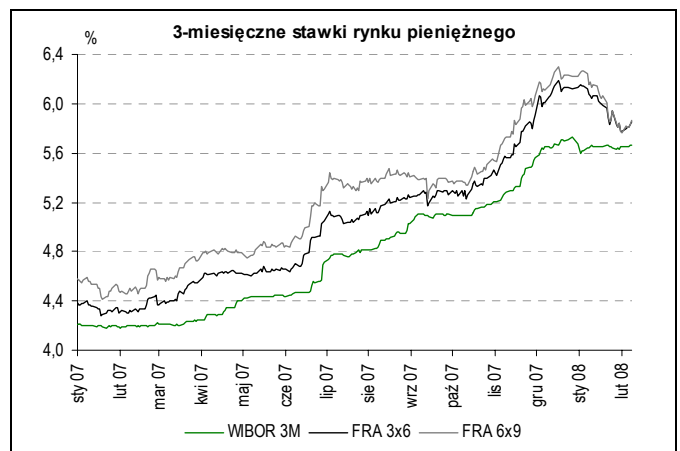
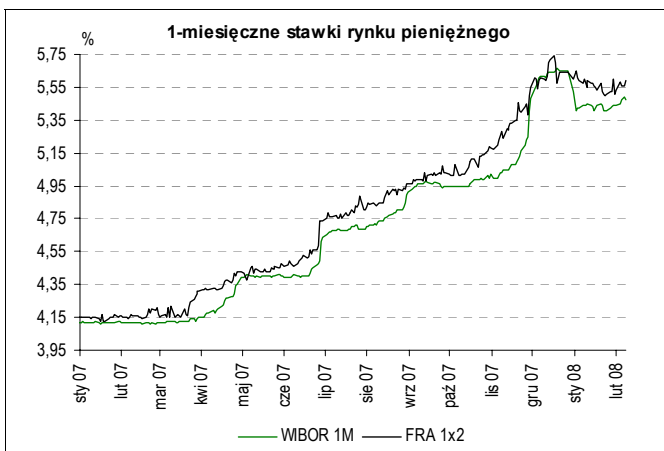
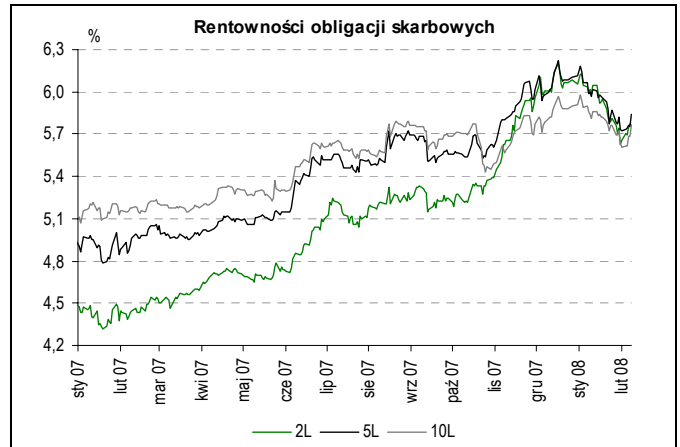
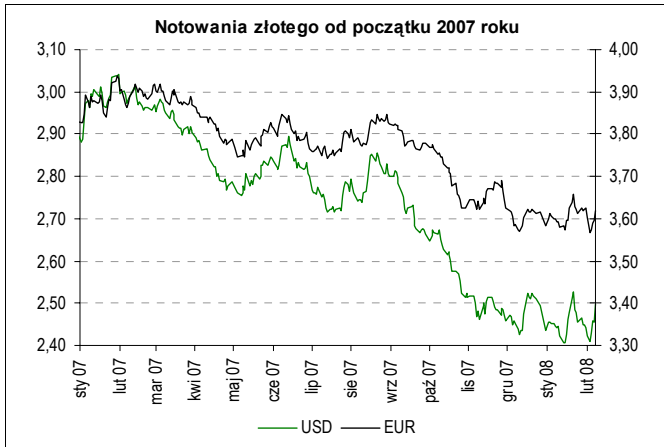
▪ Spodziewamy się umocnienia euro wobec dolara i wzrostu kursu EURUSD w najbliższych tygodniach. Jednak w dalszej części roku możemy mieć do czynienia ze stopniowym odrabianiem strat dolara do euro w związku z ożywieniem gospodarki USA.

**Zwiększone zainteresowanie bezpiecznymi aktywami**

▪ Wzrost awersji do ryzyka obserwowany w styczniu w związku z obawami o wystąpienie recesji w USA, doprowadził do spadków na rynkach akcji co zwiększyło popyt na bezpieczne obligacje. Dalsze cięcia stóp procentowych przez Fed (w styczniu aż o 1,25%) wzmocniły wzrost cen. Stopniowo następował też spadek spreadu między amerykańskimi Treasuries oraz Bundami za sprawą powtarzających się jastrzębich wypowiedzi z EBC. Jednak w ostatnich dniach po słabym PMI dla usług wypowiedzi prezesa Tricheta na posiedzeniu EBC były mniej jastrzębie, co spowodowało wzrost spreadu. Rentowności 10-letnich Treasuries obniżyły się od połowy stycznia z 3,83% do 3,67%, a Bundów z 4,09% do 3,86%.

▪ Oczekujemy dalszego poluzowania polityki pieniężnej w USA o 50 pb w marcu oraz dalsze 25 pb w II kw. Naszym zdaniem EBC również zdecyduje się na obniżkę o 25 pb w II kw., a kolejna w tej samej skali nastąpi w III kw.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	OFERTA / SPRZEDAŻ	
	52-tyg.	Data przetargu
14.01.2008	2 000 / 2 000	11.08.2008
11.02.2008	500*	08.09.2008
10.03.2008	-	22.09.2008
14.04.2008	-	13.10.2008
12.05.2008	-	27.10.2008
09.06.2008	-	17.11.2008
14.07.2008	-	18.12.2008

* na podstawie informacji Ministerstwa Finansów

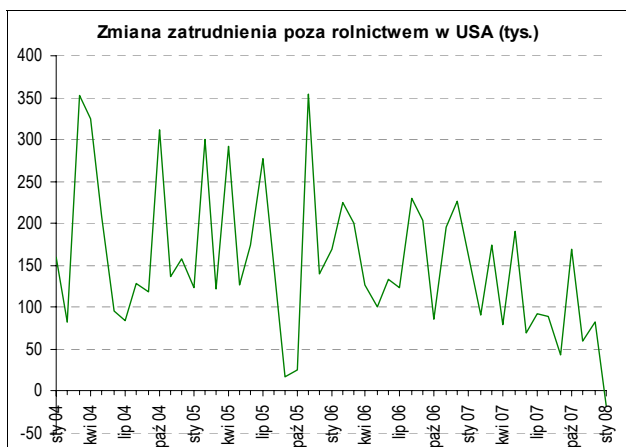
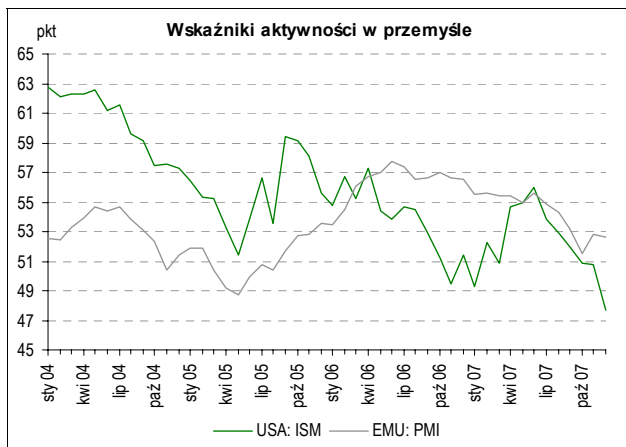
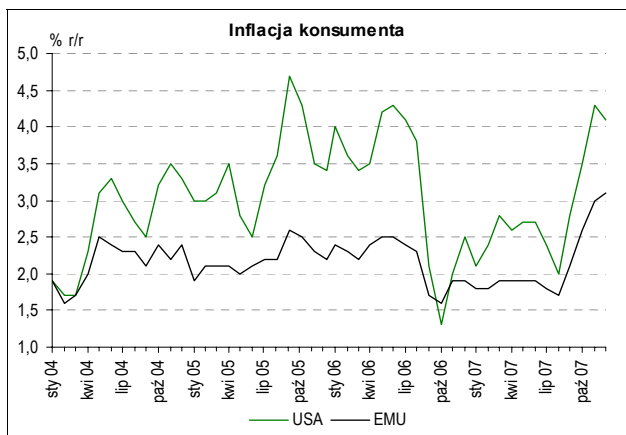
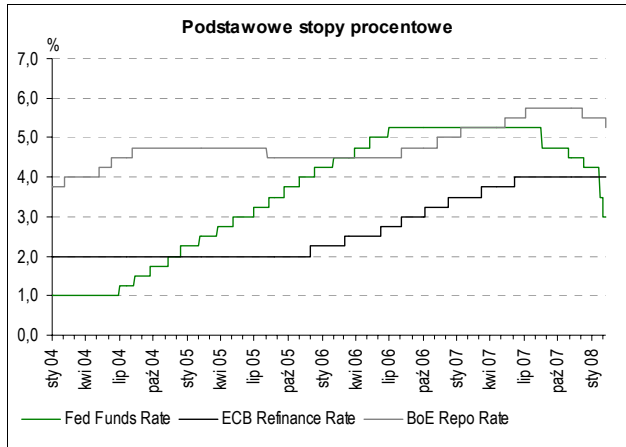
Przetargi obligacji skarbowych w 2008 r. (mln zł)

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	PS0413 / IZ0816 / WS0922	524 / 766 / 431
lut	06.02	PS0413	2500	2500	13.02	DS1017	2 000	-	20.02	-	-
marzec	05.03	5L	-	-	12.03	30L	-	-	19.03	-	-
kwiecień	02.04	2L	-	-	09.04	10L	-	-	-	-	-
maj	07.05	5L	-	-	14.05	20L	-	-	12.11	-	-
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

Fed interwencyjnie tnie stopy, spodziewane cięcia stóp w EMU

- W styczniu przy słabych wynikach amerykańskiej giełdy oraz rosnących obawach o recesję w USA Fed dwukrotnie obciął stopy procentowe; najpierw o 75 pb do 3,50% na specjalnie zwołanym posiedzeniu oraz kolejne 50 pb do 3,00% na oficjalnym spotkaniu. Wg Fed podjęte dotychczas decyzje miały na celu wsparcie wzrostu PKB. Mimo to ryzyka w dół dla wzrostu utrzymały się, co sugeruje kolejne obniżki stóp.
- W lutym EBC pozostawił stopy procentowe bez zmian. J.C. Trichet powiedział, że w strefie euro występują ryzyka w górę dla inflacji oraz w dół dla wzrostu gospodarczego. Prezes EBC podkreślił, że ryzyka dla perspektyw stabilności cenowej pozostają najważniejszym zmartwieniem banku. Z drugiej strony Trichet nie określił polityki prowadzonej przez EBC mianem akomodacyjnej. Ton komentarzy prezesa EBC był mniej jastrzębi wobec jego wcześniejszych wypowiedzi i wzmocnił oczekiwania na cięcia stóp.

Inflacja wciąż na podwyższonym poziomie

- Podstawowy wskaźnik inflacji CPI w USA wzrósł w grudniu o 0,3%, nieco powyżej oczekiwań na poziomie 0,2%, natomiast bazowa inflacja okazała się zgodna z konsensusem (0,2%). Roczny wzrost wskaźnika CPI wyniósł 4,1%, a inflacja bazowa wyniosła 2,4%. PPI w USA za grudzień spadł o 0,1% m/m wobec oczekiwanego wzrostu o 0,2%, natomiast bazowy wskaźnik cen producentów wzrósł zgodnie z prognozami rynkowymi o 0,2% m/m. Ulubiona miara inflacyjna Fed bazowy indeks PCE wzrósł w grudniu zgodnie z oczekiwaniami o 0,2% m/m oraz 2,2% r/r.
- Zgodnie z wcześniejszymi szacunkami w grudniu indeks HICP wzrósł o 3,1% r/r. Z kolei w styczniu wstępny szacunek przewyższył oczekiwania, które zakładały brak zmian wobec grudnia i pokazał wzrost HICP o 3,2% r/r. Z kolei indeks PPI za grudzień wzrósł o 0,1% m/m oraz 4,3% r/r.

Słabe wskaźniki aktywności i wzrost PKB w USA w IV kw.

- Indeks ISM dla sektora przetwórczego w USA za styczeń wzrósł znacząco do 50,7 pkt z 48,4 pkt, wyraźnie przewyższając oczekiwania (47,8 pkt). Zanotowano spadek indeksu zatrudnienia, który utrzymał się poniżej 50 pkt, podobnie jak indeks nowych zamówień. Indeks produkcji wzrósł powyżej 50 pkt a cen płaconych do 76 pkt wobec 68 pkt w grudniu. Dane pozytywnie wpłynęły na nastroje rynkowe. Przeciwny efekt miała publikacja indeksu dla usług, który zanotował gwałtowny spadek do 41,9 pkt (najniższy poziom od października 2001 r. – oczekiwania 53,0 pkt) z 54,4 pkt w grudniu, co oznacza wyraźny spadek aktywności.
- Indeks PMI dla strefy euro wzrósł w styczniu do 52,8 pkt z 52,6 pkt i był bliski oczekiwań. Jednak indeks dla usług zaskakująco spadł do 50,6 pkt z 53,1 pkt w grudniu, wyraźnie poniżej oczekiwań rynkowych na poziomie 52,0. Słabsze dane ze strefy euro znacząco zwiększyły obawy o perspektywy koniunktury gospodarczej oraz wpływ osłabienia gospodarki USA. Dane z EMU mogą być coraz istotniejsze dla kursu EURUSD oraz powodować większe zmiany na rynku obligacji w strefie euro.
- Wzrost PKB w USA w IV kw. również negatywnie zaskoczył i wyniósł 0,6% wobec 4,9% w III kw., przy spowolnieniu dynamiki konsumpcji prywatnej do 2,0% z 2,8%, dalszym spadku inwestycji mieszkaniowych i znaczącym spadku zapasów. Prognozy wskazywały na spowolnienie wzrostu PKB do 1,2% r/r. Wyższy od oczekiwań był wzrost bazowego indeksu PCE, który wyniósł 2,7%.

Kontynuowana spadkowa tendencja na rynku pracy

- Dane z amerykańskiego rynku pracy pokazały spadek etatów poza rolnictwem o 17 tys., podczas gdy rynek spodziewał się wzrostu o 80 tys. Mimo to, dane za grudzień zostały zrewidowane z 18 tys. do 82 tys., to jednak dane za listopad zostały również skorygowane do 60 tys. ze 115 tys. Stopa bezrobocia spadła w styczniu do 4,9% z 5,0% w poprzednim miesiącu. Mimo rewizji trend jest w dalszym ciągu spadkowy.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
11 lutego PL: Przetarg bonów skarbowych JP: Dzień wolny	12 PL: Bilans płatniczy (XI) DE: Indeks ZEW (II)	13 PL: Aukcja obligacji 10-letnich EZ: Produkcja przemysłowa (XII) US: Sprzedaż detaliczna (I)	14 PL: Podaż pieniądza (I) EZ: Wstępny PKB (IV kw.) US: Bilans handlowy (XII)	15 PL: Płace i zatrudnienie (I) PL: CPI (I) US: Ceny importu (I) US: Indeks NY Fed (II) US: Przepływy kapitałowe netto (XII) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnej (I) US: Produkcja przemysłu (I) US: Wstępny Michigan (II) JP: Decyzja w sprawie stóp
18 PL: Podaż pieniądza (XII) US: Dzień wolny	19 PL: Produkcja przemysłowa (I) PL: PPI (I)	20 PL: Przetarg zamiany US: CPI (I) US: Rozpoczęte budowy domów (I) US: Protokół FOMC	21 PL: Minutes RPP (I) US: Liczba nowych bezrobotnych US: Indeks Philadelphia Fed (II)	22 PL: Wskaźniki koniunktury (I) EZ: Wstępny PMI sektor przetwórczy (II) EZ: PMI sektor usług (II)
25 PL: Sprzedaż detaliczna (I) PL: Bezrobocie (I) US: Sprzedaż domów (I)	26 PL: Spotkanie RPP DE: Indeks Ifo (II) US: PPI (I) US: Indeks cen domów Case/Schiller (XII) US: Indeks zaufania konsumentów (II)	27 PL: Spotkanie RPP – decyzja EZ: Podaż pieniądza M3 (I) US: Zamówienia na dobra trwałe (I) US: Sprzedaż nowych domów (I)	28 US: Wstępny PKB (IV kw.) US: Bazowy PCE (IV kw.) US: Deflator PKB (IV kw.) US: Liczba nowych bezrobotnych	29 PL: PKB (IV kw.) EZ: Indeks nastrojów (II) EZ: Finalny HICP (I) US: Bazowy PCE (I) US: Chicago PMI (II) US: Finalny Michigan (II)
3 marca EZ: PMI - sektor przetwórczy (II) EZ: Wstępny HICP (I) US: ISM - sektor przetwórczy (II)	4 EZ: PKB (IV kw.)	5 PL: Aukcja obligacji 5-letnich EZ: PMI - sektor usług (II) EZ: Sprzedaż detaliczna (I) US: Raport ADP (II) US: Jednostkowe koszty pracy, wydajność pracy (IV kw.) US: Zamówienia w przemyśle (I) US: ISM - sektor usług (II)	6 GB: Spotkanie Banku Anglii - decyzja EZ: Spotkanie EBC- decyzja US: Liczba nowych bezrobotnych US: Sprzedaż domów w toku (I)	7 JP: Decyzja w sprawie stóp procentowych US: Zatrudnienie poza rolnictwem (II) US: Bezrobocie (II)
10 PL: Przetarg bonów skarbowych US: Zapasy hurtowe (I)	11 DE: Indeks ZEW (III) US: Bilans handlowy (I)	12 PL: Aukcja obligacji 30-letnich EZ: Produkcja przemysłowa (I)	13 PL: CPI (I & II) PL: Bilans płatniczy (XII) US: Ceny w handlu zagranicznym (II) US: Sprzedaż detaliczna (II)	14 PL: Podaż pieniądza (II) EZ: Finalny HICP (II) US: CPI (II) US: Wstępny Michigan (III)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

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	25	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	16	15	17	15	16	16	15	18	15	15	18	15
Bezrobocie	24	25	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	2	-	30	-	-	29	-	-	28	-	-	-
Bilans płatniczy	18 ^c	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 za listopad 2007 itd.

Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		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	lut 08
Produkcja przemysłowa	% r/r	15,4	13,0	11,3	12,6	8,1	5,6	10,4	8,9	5,4	10,8	8,5	6,2	7,1	5,8
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	16,5	17,5	19,2	15,1	14,8	16,2	17,1	17,4	14,2	19,4	19,2	12,4	14,3	14,8
Stopa bezrobocia	%	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	11,5
Place brutto ^{b c}	% r/r	7,8	6,4	9,1	8,4	8,9	9,3	9,3	10,5	9,5	11,0	12,0	7,2	9,6	9,5
Zatrudnienie ^b	% r/r	3,8	4,3	4,5	4,4	4,4	4,6	4,7	4,8	4,7	5,0	5,0	4,9	4,9	4,8
Eksport (w euro) ^d	% r/r	15,4	13,8	15,0	17,1	13,1	11,5	19,1	16,0	9,0	15,8	12,3	14,2	12,3	10,5
Import (w euro) ^d	% r/r	19,6	12,2	18,5	24,9	12,7	18,6	22,6	13,0	14,4	17,2	14,8	15,6	13,1	16,0
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-542	-141	-757	-836	-762	-882	-1090	-362	-917	-604	-793	-1251	-672	-601
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-881	-545	-681	-798	-1274	-1488	-1127	-513	-620	-1289	-351	-1301	-1022	-901
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-3,4	-3,2	-3,2	-3,2	-3,3	-3,6	-3,7	-3,6	-3,8	-3,8	-3,6	-3,5	-3,7	-3,7
Deficyt budżetowy (narastająco)	mln PLN	3,1	-3,0	-4,8	-2,1	-4,3	-3,7	0,6	0,3	0,2	-4,4	-6,0	-16,9	5,0	-2,0
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu ^e	-18,3	17,9	28,6	12,2	25,2	21,7	-3,6	-1,6	-1,2	26,2	35,5	100,0	-18,5	7,4
Inflacja (CPI)	% r/r	1,6	1,9	2,5	2,3	2,3	2,6	2,3	1,5	2,3	3,0	3,6	4,0	4,0	4,3
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,1	3,5	3,3	2,2	2,1	1,7	1,5	1,8	1,8	2,0	2,5	2,5	2,2	2,5
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	19,3	18,0	18,0	17,8	16,0	14,7	15,6	16,1	14,4	13,8	13,6	13,1	13,3	12,8
Depozyty	% r/r	18,5	18,3	17,7	18,2	16,4	15,2	15,9	16,3	15,4	15,2	15,1	14,3	14,4	13,4
Kredyty	% r/r	25,0	26,5	26,8	28,4	28,6	29,2	31,4	31,1	31,0	30,6	30,1	29,9	29,2	28,7
USD/PLN	PLN	2,98	2,98	2,94	2,83	2,80	2,84	2,75	2,80	2,73	2,61	2,49	2,47	2,46	2,45
EUR/PLN	PLN	3,88	3,90	3,89	3,82	3,78	3,81	3,77	3,81	3,79	3,71	3,66	3,60	3,61	3,60
Stopa interwencyjna ^a	%	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	5,25
Stopa lombardowa ^a	%	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	6,75
WIBOR 3M	%	4,20	4,20	4,22	4,32	4,44	4,52	4,78	4,80	5,09	5,13	5,36	5,67	5,64	5,65
Rentowność bonów 52-tyg.	%	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	5,65
Rentowność obligacji 2L	%	4,41	4,46	4,55	4,71	4,70	4,93	5,14	5,23	5,25	5,30	5,77	6,06	5,92	5,77
Rentowność obligacji 5L	%	4,90	4,97	4,98	5,07	5,11	5,40	5,50	5,61	5,60	5,59	5,90	6,07	5,94	5,80
Rentowność obligacji 10L	%	5,16	5,18	5,18	5,27	5,28	5,52	5,60	5,68	5,69	5,64	5,70	5,85	5,81	5,75

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	1 163,6	1 272,3	266,7	280,2	286,8	329,9	291,7	306,5	314,7	359,4
PKB	% r/r	3,6	6,2	6,5	5,5	7,2	6,4	6,4	5,9	5,0	5,4	5,8	5,8
Popyt krajowy	% r/r	2,4	7,3	7,3	6,9	7,7	8,2	7,4	6,3	5,9	6,9	7,3	7,4
Spożycie indywidualne	% r/r	2,0	4,9	5,2	5,4	6,9	5,1	5,2	3,8	5,0	5,5	6,0	5,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,5	15,6	20,4	14,0	26,2	20,8	19,8	18,5	12,0	15,0	14,5	14,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	4,0	12,5	9,7	7,1	13,0	8,5	8,1	9,6	4,9	7,5	8,1	8,0
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,5	11,9	14,0	15,4	17,4	14,1	12,8	12,2	10,4	14,8	16,7	19,8
Stopa bezrobocia ^a	%	17,6	14,8	11,4	8,6	14,3	12,3	11,6	11,4	10,9	8,9	8,3	8,6
Place realne brutto ^c	% r/r	1,2	4,2	6,7	5,2	5,9	6,5	8,1	6,5	4,8	5,1	5,2	5,6
Zatrudnienie ^c	% r/r	1,9	3,2	4,6	4,3	4,2	4,5	4,8	5,0	4,8	4,5	4,3	3,7
Eksport (w euro) ^b	% r/r	17,8	20,4	14,2	12,2	14,7	13,8	14,4	14,1	9,5	13,0	13,0	13,0
Import (w euro) ^b	% r/r	13,4	24,0	16,9	16,1	16,8	18,4	16,6	15,8	11,7	17,0	17,0	18,0
Bilans handlowy ^b	mln EUR	-2 242	-5 536	-8 935	-14 528	-1 440	-2 481	-2 366	-2 648	-2 171	-3 939	-3 834	-4 584
Rachunek bieżący ^b	mln EUR	-3 866	-8 787	-10 864	-16 543	-2 104	-3 559	-2 260	-2 941	-2 921	-5 017	-3 728	-4 877
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-1,6	-3,2	-3,5	-4,7	-3,2	-3,6	-3,8	-3,5	-3,6	-4,0	-4,3	-4,7
Deficyt budżetowy ^a	mld PLN	-28,6	-25,1	-16,9	-28,0	-4,8	-3,7	0,2	-16,9	-	-	-	-28,0
Deficyt budżetowy	% PKB	-2,9	-2,4	-1,5	-2,2	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2,1	1,0	2,5	3,7	2,0	2,4	2,0	3,5	4,1	3,8	3,8	3,0
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	0,7	1,4	4,0	2,8	2,5	2,6	2,3	4,0	4,1	3,6	3,6	2,8
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	0,7	2,5	2,3	1,8	3,3	2,0	1,7	2,3	2,3	1,7	1,2	2,1
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	13,1	16,0	13,1	11,5	18,0	14,7	14,4	13,1	13,1	12,8	12,1	11,5
Zobowiązania ^a	% r/r	12,6	15,2	14,3	10,4	17,7	15,2	15,4	14,3	13,1	12,9	12,2	10,4
Należności ^a	% r/r	13,3	23,4	29,9	22,8	26,8	29,2	31,0	29,9	28,0	26,0	23,8	22,8
USD/PLN	PLN	3,23	3,10	2,77	2,49	2,97	2,82	2,76	2,52	2,44	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	3,60	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	5,69	4,20	4,42	4,89	5,39	5,66	5,70	5,70	5,70
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,92	4,18	4,69	5,60	4,14	4,40	4,84	5,37	5,70	5,65	5,55	5,50
Rentowność obligacji 2L	%	5,04	4,57	5,21	5,82	4,47	4,78	5,21	5,71	5,86	5,90	5,80	5,70
Rentowność obligacji 5L	%	5,25	5,03	5,49	5,82	4,95	5,19	5,57	5,85	5,88	5,90	5,80	5,70
Rentowność obligacji 10L	%	5,24	5,22	5,54	5,73	5,17	5,36	5,66	5,73	5,79	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 08.02.2008 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.

