

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

Czas na przerwę

W marcu po raz trzeci w tym roku i po raz siódmy w ciągu ostatnich 12 miesięcy Rada Polityki Pieniężnej podniosła stopy procentowe o 25 pb. Pojawia się pytanie czy Rada zdecyduje się na przerwę w podwyżkach. W komunikacie na próżno szukać takich sugestii, a Rada nie przekazuje jednoznacznych informacji odnośnie momentu podjęcia ewentualnej kolejnej decyzji o podwyżce stóp. Być może za wyjątkiem kilku wywiadów członków Rady, których tak czy inaczej należałoby podejrzewać o wysoką skłonność do kolejnych podwyżek. Naszym zdaniem, do kolejnej podwyżki stóp może dojść już w kwietniu, ale tylko jeśli kolejne dane ekonomiczne, w szczególności dotyczące presji płacowej, będą ponownie powyżej oczekiwań. Nasze prognozy wskazują na spowolnienie nie tylko presji płacowej, ale i pozostałych wskaźników ekonomicznych za marzec, a dodatkowo złoty podlega znaczącej presji na umocnienie i inflacja może się nieco obniżyć. Dlatego też, uważamy, że jest szansa na 1-2 miesięczną przerwę w podwyżkach stóp.

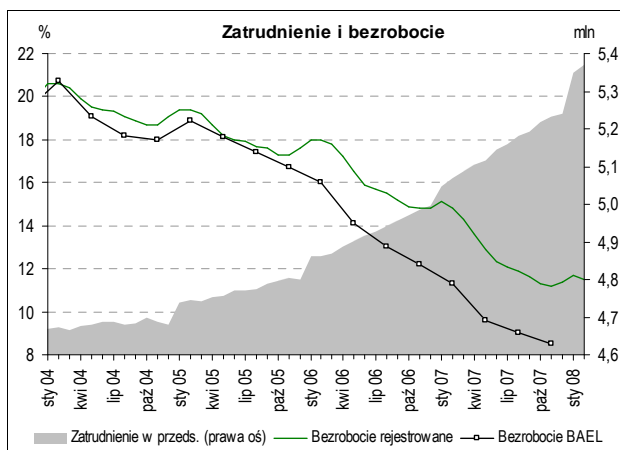
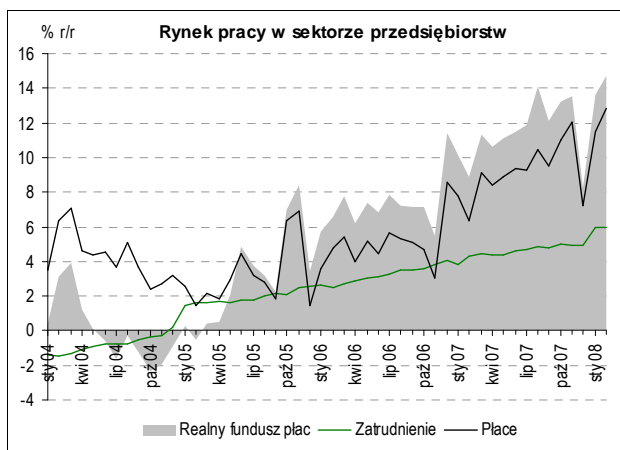
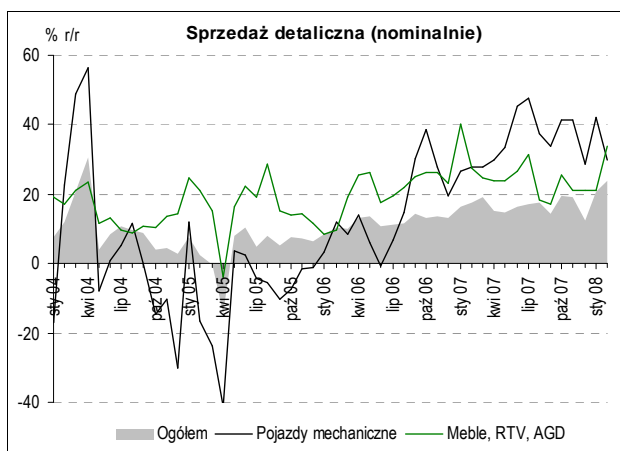
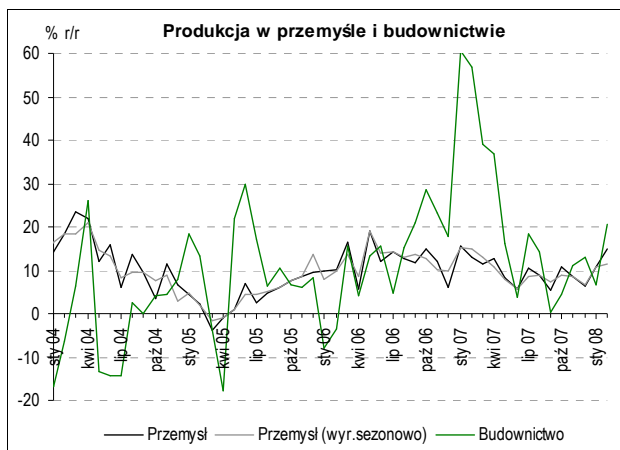
Po wyraźnym umocnieniu krajowej waluty w ostatnich tygodniach, w najbliższym okresie oczekujemy korekty kursu złotego, czemu sprzyjać może wspomniana przerwa w podwyżkach stóp. Przerwa w nasilającym się w ostatnich tygodniach trendzie na aprecjację dałaby pewien oddech eksporterom, którzy zapewne wykorzystaliby ten moment na zabezpieczanie przyszłych transakcji, gdyż w dalszej perspektywie można się spodziewać ponownej aprecjacji złotego. Już w marcu złoty wykazywał się dużą odpornością na utrzymujące się obawy inwestorów o sytuację amerykańskiej gospodarki oraz kolejne negatywne informacje o problemach instytucji finansowych. Choć na koniec marca kurs EURPLN wynosił 3,52, w ciągu następnego dziesięciu dni spadł o 10 groszy, do najniższego poziomu od niemal 8 lat. Umocnienie złotego wobec dolara było jeszcze wyraźniejsze, czemu sprzyjał wzrost kursu EURUSD.

Podobnie jak informacje za pierwszy miesiąc tego roku, lutowe dane o produkcji, sprzedaży, czy informacje z rynku pracy, zaskoczyły pozytywnie. Wydaje nam się jednak, że czas na małą przerwę. Spodziewamy się spowolnienia w większości wskaźników ekonomicznych za marzec, choć nie zmienia to faktu, że bardzo dobre pierwsze dwa miesiące roku skłaniają nas do rewizji prognozy tempa wzrostu PKB za pierwszy kwartał. Niemniej, wciąż oczekujemy spowolnienia wzrostu w drugiej połowie roku nawet do poniżej 5% na skutek mniejszego wzrostu inwestycji (efekt wzrostu stóp procentowych, globalnego spowolnienia wzrostu, zacieśnienia warunków kredytowych) oraz eksportu (efekt prawdopodobnego spowolnienia u głównych partnerów handlowych, znaczącego umocnienia złotego, problemów kosztowych polskich przedsiębiorstw). Głównym motorem wzrostu pozostanie konsumpcja, choć przy aprecjacji polskiej waluty na skalę obserwowaną w ostatnich tygodniach w większym stopniu może ona być skierowana na dobra importowane. Tym samym, deficyt obrotów bieżących znacznie się powiększy.

Na rynku finansowym 31 marca 2008 r.:					
Stopa depozytowa NBP	4,25	WIBOR 3M	6,15	USDPLN	2,2305
Stopa referencyjna NBP	5,75	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	6,13	EURPLN	3,5258
Stopa lombardowa NBP	7,25	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	6,12	EURUSD	1,5807

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.04.2008 r.

Gospodarka Polski

**Mocne wskaźniki aktywności gospodarczej**

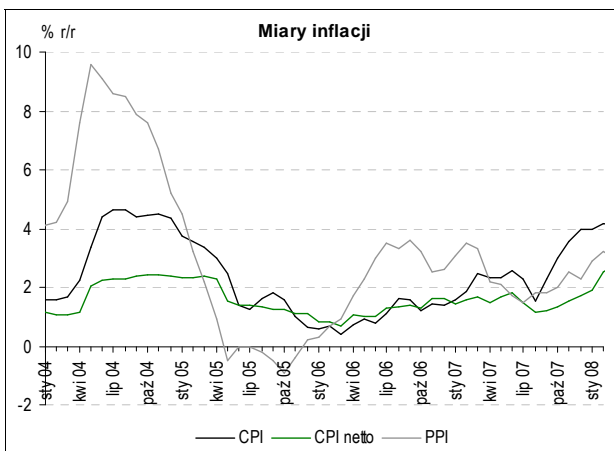
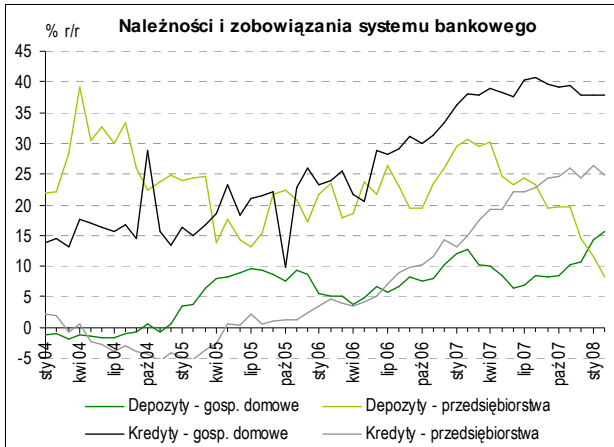
- W lutym przyspieszenie wzrostu produkcji miało miejsce zarówno w przemyśle jak i w budownictwie (odpowiednio do 14,9% i 20,7% r/r. W przypadku przemysłu widoczne to było w większości działów, w tym w branżach przetwórstwa przemysłowego o dużym udziale eksportu.
- Jeśli chodzi o budownictwo, w lutym tego roku pogoda była na szczęście bardzo łagodna, podobnie jak przed rokiem. Marzec był już pod tym względem mniej korzystny.
- Nominalny wzrost sprzedaży detalicznej wyniósł w lutym 23,8% r/r. Był to najlepszy wynik od 8 lat, jeśli pominiemy przejściowy wyskok dynamiki sprzedaży z kwietnia 2004. Realny wzrost sprzedaży wyniósł 19,2% r/r.
- Podobnie jak w poprzednich miesiącach, bardzo szybki wzrost sprzedaży miał miejsce praktycznie we wszystkich działach, przy czym rekordowo wysokie wzrosty notowano w sprzedaży mebli, RTV i AGD (34% r/r), odzieży i obuwi (33% r/r) oraz pojazdów mechanicznych i części (29,8% r/r). Taka struktura wzrostu sprzedaży detalicznej jest spójna z wysokim poziomem optymizmu konsumentów. Wydaje się, że dynamiczny wzrost konsumpcji prywatnej ma szansę utrzymać się do końca tego roku, będąc bardzo istotnym czynnikiem wzrostu PKB.
- Wskaźniki aktywności gospodarczej za dwa pierwsze miesiące roku bardzo dobrze wróżą prognozom wzrostu PKB w I kwartale. Jeżeli w marcu nie nastąpi gwałtowne załamanie produkcji, a wzrost sprzedaży detalicznej utrzyma się na dwucyfrowym poziomie, co wydaje się prawdopodobne biorąc pod uwagę sytuację na rynku pracy, osłabienie dynamiki PKB na początku tego roku może być bardzo nieznaczne. Dlatego dokonaliśmy rewizji naszej prognozy wzrostu PKB w I kw. br. z 5,3% do 5,6%, przy wyższym wzroście konsumpcji prywatnej. Prognozy na dalszą część roku pozostawiamy bez zmian.

Lepsze od prognoz dane z rynku pracy

- Silna ekspansja gospodarcza na początku tego roku znalazła odzwierciedlenie w sytuacji na rynku pracy. Dane z rynku pracy za luty okazały się wyższe od prognoz rynkowych.
- Zamiast oczekiwanego spowolnienia rocznej dynamiki płac w lutym do ok. 11% z 11,5% w styczniu, nastąpiło jej przyspieszenie do blisko 13%.
- Szczegółowe dane nt. płac w sektorze przedsiębiorstw pokazały, że przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń wynikało głównie z podwyżek w przemyśle, podczas gdy w budownictwie oraz handlu nastąpiło w lutym lekkie wyhamowanie wzrostu płac. W przetwórstwie przemysłowym płace wzrosły w lutym o 12,7% r/r, wobec 12,8% r/r w całym sektorze przedsiębiorstw.
- Wzrost zatrudnienia w przedsiębiorstwach utrzymał się w lutym na rekordowo wysokim poziomie 5,9% r/r przy oczekiwaniach na lekkie spowolnienie do 5,8%.
- W rezultacie silnego wzrostu płac i zatrudnienia, fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw zwiększył się w lutym nominalnie aż o 19,6% r/r, a realnie o 14,7% r/r, w obu przypadkach najsilniej w historii. Należy przy tym pamiętać, że dynamika funduszu płac w tym roku nie jest w pełni porównywalna z tempem jego wzrostu w poprzednim roku ze względu na zmianę próby firm (zbiorowości przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 9 osób) badanych przez GUS.
- Niemniej, dane z rynku pracy za styczeń i luty potwierdzają, że w I kw. wzrost spożycia indywidualnego powrócił do poziomu powyżej 5% po przejściowym obniżeniu do 3,8% r/r w IV kw.
- Stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się w lutym do 11,5% z 11,8% w styczniu. W tym roku, podobnie jak w poprzednim, do spadku bezrobocia już w lutym mogły się przyczynić wyjątkowo sprzyjające warunki atmosferyczne.

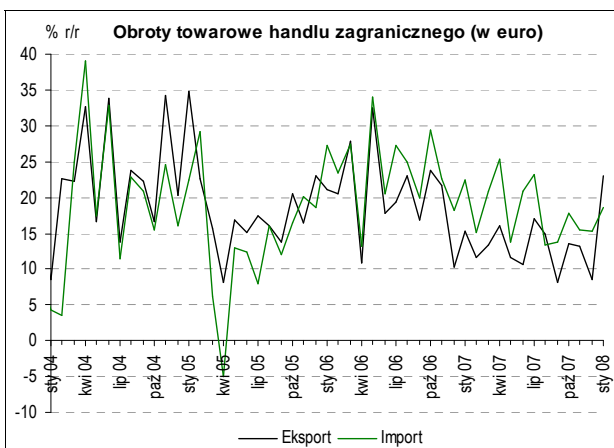
Źródło: GUS, obliczenia własne

Gospodarka Polski



Wagi głównych grup cen towarów i usług konsumpcyjnych

Kategoria CPI	2007	2008
Żywność i napoje bezalkoholowe	26,2	25,7
Napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe	5,7	5,7
Odzież i obuwie	5,4	5,6
Użytkowanie mieszkania i nośniki energii	20,4	19
Wyposażenie mieszkania i prowadzenie gosp. domowego	4,9	5,3
Zdrowie	5,1	5,1
Transport	8,4	8,9
Łączność	5,4	5,2
Rekreacja i kultura	7	7,3
Edukacja	1,4	1,3
Restauracje i hotele	4,9	5,5
Inne towary i usługi	5,2	5,4



Słabsza ekspansja pieniężna

- Statystyki pieniężne za luty potwierdziły obserwowane wcześniej tendencje. Po pierwsze, w lutym po raz kolejny przyspieszyła dynamika depozytów gospodarstw domowych (m.in. w związku z przepływem środków z TFI), co przełożyło się na wzrost dynamiki depozytów ogółem, mimo kontynuacji silnego spowolnienia przyrostu depozytów firm.
- Po drugie, ponownie delikatnie obniżyło się tempo wzrostu kredytów ogółem. Złożył się na to nieznaczny spadek dynamiki kredytów dla gospodarstw domowych (kontynuacja zapoczątkowanej w połowie ub.r. tendencji) oraz osłabienie przyrostu kredytów firm. Naszym zdaniem, w dalszej części roku dynamika kredytu nadal będzie się obniżać za sprawą obserwowanego wzrostu stóp procentowych, osłabienia koniunktury i zaostżenia kryteriów udzielania kredytów.

Zaskakujące dane o inflacji

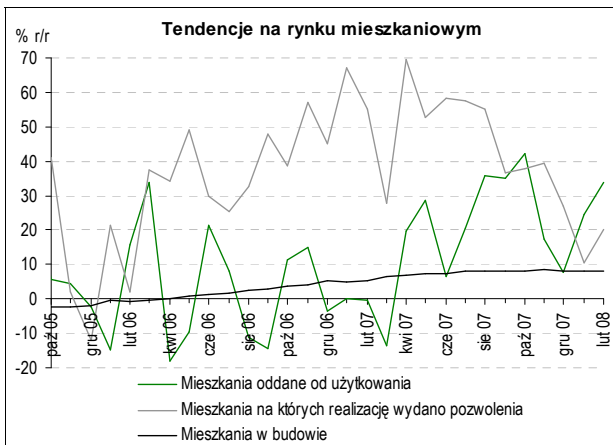
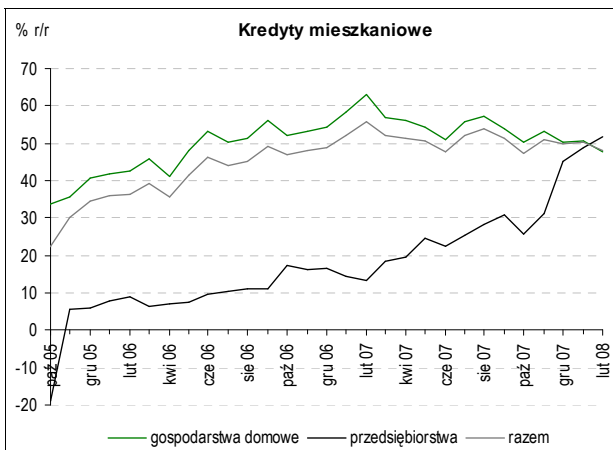
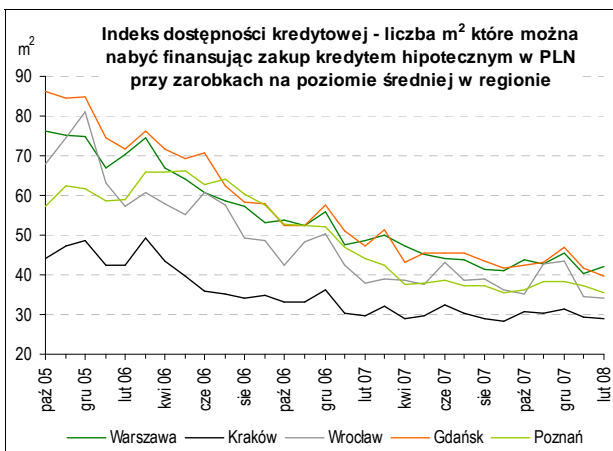
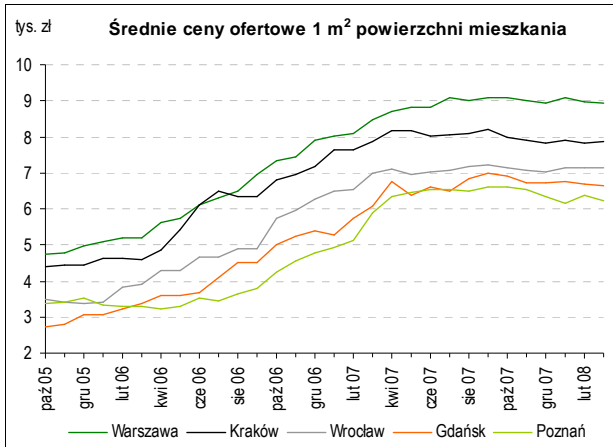
- W lutym inflacja CPI wzrosła do 4,2% z poziomu 4,0% w poprzednim miesiącu. Dane za styczeń zostały znacząco zrewidowane w dół z 4,3%, natomiast dane za luty okazały się dużo niższe od oczekiwań na poziomie 4,6%.
- Należy zaznaczyć, że głównym powodem obniżenia ścieżki inflacji w pierwszych dwóch miesiącach tego roku (jak również prognozowanej ścieżki inflacji na dalszą część roku) była zmiana wag koszyka inflacyjnego (patrz tabela obok). Obniżyły się wagi dotyczące żywności oraz użytkowania mieszkania, a te dwa czynniki odpowiedzialne były za wzrost inflacji w ostatnich miesiącach. Głównymi czynnikami odpowiedzialnymi za wzrost inflacji w lutym były pozostałe elementy koszyka inflacyjnego, głównie ceny usług. W rezultacie, inflacja netto wzrosła w lutym do 2,5% z 1,9% w styczniu, w większej skali niż oczekiwano. O ile ścieżka inflacji CPI dla całego roku jest obecnie korzystniejsza niż miesiąc wcześniej, to ścieżka inflacji netto jest mniej korzystna ze względu na wzrost cen administrowanych.
- Po publikacji danych o inflacji za styczeń i luty wydaje nam się mało prawdopodobne, aby pesymistyczne prognozy mówiące, że inflacja CPI może przekroczyć w tym roku poziom 5% miały się zmaterializować. Naszym zdaniem, na koniec roku inflacja CPI będzie prawdopodobnie niższa w stosunku do wcześniejszych przewidywań. Jednocześnie jednak jej struktura będzie mniej korzystna z punktu widzenia polityki pieniężnej, ze względu na wzrost inflacji netto w ciągu roku do powyżej 3%.
- Inflacja PPI wyniosła w lutym 3,2% r/r. Ogólnie, dane pokazały, że główną przyczyną wzrostu PPI pozostają rosnące ceny surowców naturalnych i energii, podczas gdy wtórne efekty tych podwyżek w innych działach przemysłu są jak na razie ograniczone, co pokazuje, że fundamentalna presja inflacyjna nadal nie wymyka się spod kontroli.

Nadal pozytywny obraz relacji zewnętrznych

- Deficyt obrotów bieżących wyniósł w styczniu 1,04 mld €. Deficyt handlowy wyniósł tylko 544 mln € za sprawą silnego wzrostu eksportu (22,9% r/r, najsilniej od 16 miesięcy) i słabszej od prognoz dynamiki importu (21,5% r/r, podobnie jak w grudniu).
- Dane pokazują, że mimo mocnego złotego krajowi producenci nadal dobrze radzą sobie na rynkach zagranicznych. Niemniej, silny złoty oraz spowolnienie wzrostu gospodarczego za granicą, będą osłabiały dynamikę eksportu w dalszej części roku.
- Skumulowany deficyt obrotów bieżących za 12 miesięcy wzrósł po styczniu do 3,9% PKB z 3,7% po grudniu. Poziom ten nadal nie budzi obaw o stabilność w relacjach zewnętrznych, tym bardziej, że trwa szybki napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych (w styczniu 1,1 mld €). Ich napływ za ostatnie 12 miesięcy przekracza deficyt obrotów bieżących o prawie 20%.

Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

Rynek nieruchomości



Ceny mieszkań nadal w stagnacji, drożeją działki

- Pierwsze miesiące tego roku nie przyniosły znaczącej zmiany, jeśli chodzi o tendencje cenowe na rynku nieruchomości.
- Mniej więcej od III kwartału 2007 roku można obserwować stabilizację średnich cen mieszkań w największych aglomeracjach, a w niektórych przypadkach ich nieznaczne spadki. Według raportu szybko.pl i Expandera, średnie ceny 1 m² mieszkania w Warszawie były w marcu br. o ok. 5,5% wyższe niż rok wcześniej, we Wrocławiu wzrosły w ciągu 12 miesięcy o 2,3%, w Poznaniu o 5,9%, a w Krakowie spadły o 0,4% r/r.
- Pośrednicy zwracają uwagę na rosnące zróżnicowanie cen ze względu na lokalizację i prestiż inwestycji. Ceny mieszkań w „niższym” segmencie wydają się bardziej podatne na spadki.
- W I kwartale br. kontynuowany był wzrost średnich cen działek w największych miastach.

Zdolność nabywcza rośnie, oprocentowanie kredytów też

- Silny wzrost płac i zatrudnienia przy jednoczesnej stabilizacji cen na rynku nieruchomości powoduje stopniowy wzrost wskaźnika dostępności dochodowej mieszkań w ostatnich miesiącach. Zmiany te mają rzecz jasna znacznie mniejsze tempo niż wcześniejszy spadek dostępności wynikający z gwałtownego wzrostu cen nieruchomości.
- Niestety, ze względu na wzrost krajowych stóp procentowych, dostępność mieszkań finansowanych kredytem w złotych praktycznie nie rośnie. W lutym dostępność kredytowa mieszkań w największych miastach była, według naszych szacunków, mniej więcej taka jak pół roku wcześniej i o kilka-kilkanaście procent mniejsza niż przed rokiem. Lepiej było w przypadku mieszkań finansowanych kredytem we frankach szwajcarskich, gdzie wzrost oprocentowania był znacznie skromniejszy.

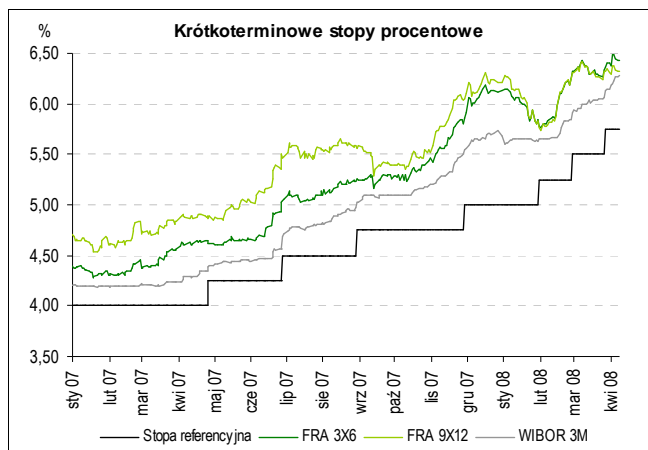
... ale kredyty mieszkaniowe nadal szybko rosną

- W lutym roczna dynamika kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych obniżyła się do 47,9% r/r, najniższego poziomu od prawie dwóch lat. Wciąż jednak jest to dość silny przyrost, a malejąca dynamika wynika w dużym stopniu z bardzo wysokiej bazy. Suma kredytów udzielonych w okresie styczeń-luty w tym roku była o 0,9 mld zł wyższa niż w tym samym okresie roku 2007.
- Po wyraźnym wzroście zainteresowania kredytami w walutach obcych w styczniu, w lutym ponownie większy przyrost zanotowały kredyty w złotych. Jednak w średnim okresie popyt klientów będzie się stopniowo przesuwiał na kredyty w CHF ze względu na znacznie mniejszą skalę wzrostu oprocentowania.
- Stale przyspiesza wzrost kredytów mieszkaniowych dla firm. W lutym osiągnął on rekordowy poziom 52% r/r.

Na rynek trafia coraz więcej nowych mieszkań

- Po wyraźnym spowolnieniu wzrostu liczby oddawanych do użytku mieszkań pod koniec roku, w styczniu i w lutym nastąpiło ponowne ożywienie podaży. Liczba mieszkań oddanych do użytkowania była w lutym o 27,5% wyższa niż przed rokiem, a liczba nowo rozpoczętych budów zwiększyła się o 47,6% r/r.
- W sumie w ostatnich 12 miesiącach oddano do użytku 139 tys. mieszkań, rozpoczęto budowę 190 tys. mieszkań i wydano pozwolenia na budowę 252 tys.
- W najbliższych kilku kwartałach rosnąca podaż przy ograniczonym popycie będzie sprzyjać dalszej stagnacji cen na rynku. Jednak w średnim horyzoncie potencjalny popyt nadal przewyższa podaż ze względu na wysoki deficyt liczby mieszkań i wzrost liczby gospodarstw domowych.

Pod lupą: Bank centralny



Fragmenty komunikatu po marcowym posiedzeniu RPP

Do utrzymania podwyższonej inflacji w ujęciu rocznym w dużym stopniu przyczyniła się nadal wysoka roczna dynamika cen żywności i paliw. Rada podtrzymuje ocenę, że w najbliższym okresie inflacja pozostanie powyżej górnej granicy odchyleń od celu inflacyjnego, do czego w znacznym stopniu przyczyni się istotny wzrost cen kontrolowanych. (...) W ocenie Rady (...) w I poł. 2008 tempo wzrostu gospodarczego będzie najprawdopodobniej nadal wyższe od tempa wzrostu potencjalnego PKB.

Prawdopodobne jest utrzymanie presji płacowej i w konsekwencji presji inflacyjnej. Podwyższona inflacja w nadchodzących miesiącach będzie wynikała w dużej części ze wzrostu cen kontrolowanych, a może być także spowodowana obejmującym gospodarkę światową i oddziałującym na polski rynek procesem wzrostu cen żywności i paliw. Rodzi to ryzyko utrzymania się oczekiwań inflacyjnych na wysokim poziomie, a w konsekwencji ryzyko wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy.

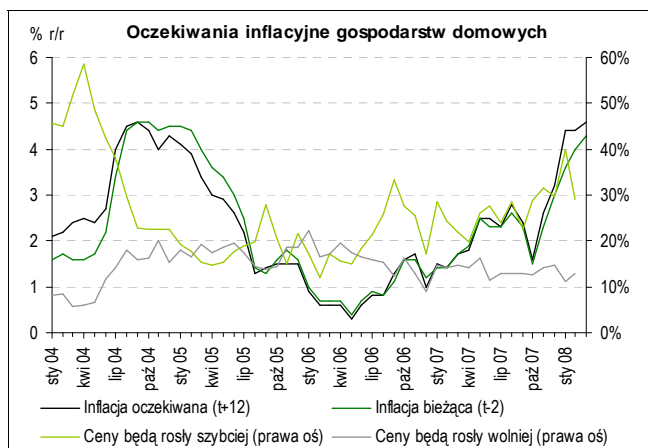
W kierunku obniżenia inflacji powinny również oddziaływać dokonane dotychczas podwyżki stóp procentowych NBP.

Fragmenty opisu dyskusji na posiedzeniu RPP w lutym

Wskazywano, że w nadchodzących miesiącach należy oczekiwać dalszego wzrostu inflacji bazowej netto m.in. w wyniku wzrostu cen kontrolowanych, w szczególności cen energii i gazu. Podkreślano, że jednorazowy wzrost tych cen będzie podwyższał roczny wskaźnik inflacji CPI przez dwanaście kolejnych miesięcy. (...) Jednocześnie podkreślano, że oczekiwane utrzymanie się inflacji CPI powyżej celu inflacyjnego w nadchodzącym okresie wynika w znacznym stopniu z czynników niezależnych od polityki pieniężnej.

Rozważając decyzję o stopach procentowych, większość członków Rady uznała, że należy przeciwdziałać ryzyku utrzymania podwyższonej inflacji CPI oraz oczekiwanemu wzrostowi inflacji bazowej netto, a także wzrostowi oczekiwań inflacyjnych.

Zdaniem części członków Rady perspektywy inflacji zarysowane w lutowej projekcji przemawiały za znaczącym podwyższeniem stóp procentowych na bieżącym posiedzeniu. W ocenie większości członków Rady zacieśnienie polityki pieniężnej powinno być wyważone i następować stopniowo m.in. ze względu na niepewność dotyczącą potencjalnego wpływu podwyższenia stóp procentowych na kurs złotego oraz perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie.



Źródło: NBP, Reuters

Trzecia podwyżka w tym roku... Czas na przerwę?

RPP podwyższyła stopy procentowe na posiedzeniu w marcu, po raz trzeci w tym roku i po raz siódmy w ciągu ostatnich 12 miesięcy. Stopa referencyjna wzrosła do 5,75%.

W komunikacie Rada podtrzymała opinię, że prawdopodobne jest utrzymanie się presji płacowej i w konsekwencji presji inflacyjnej. Dodatkowo podwyższona inflacja rodzi ryzyko utrzymywania się oczekiwań inflacyjnych na wysokim poziomie, a w konsekwencji ryzyko wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy. Z drugiej strony, Rada ponownie podkreśliła, że czynniki odpowiedzialne za wzrost inflacji znajdują się w znacznej mierze poza wpływem działania banku centralnego i wymieniła również szereg czynników, które mogą ograniczać inflację w przyszłości, w tym spowolnienie gospodarki światowej.

Na uwagę zasługuje nowe zdanie w komunikacie mówiące, że w kierunku obniżenia inflacji powinny oddziaływać dokonane dotychczas podwyżki stóp. Może to sugerować, że Rada chciałaby poczekać jakiś czas z kolejnymi ruchami, aby ocenić efekty swoich wcześniejszych działań.

Termin następných decyzji będzie z pewnością mocno uzależniony od napływających danych. Czwartej z rządu podwyżki w kwietniu nie można całkowicie wykluczyć, ale jedynie w sytuacji, jeżeli nowe publikacje, w szczególności dotyczące presji płacowej, będą ponownie znacznie powyżej oczekiwań.

Biorąc pod uwagę, że nasze prognozy dotyczące większości wskaźników makroekonomicznych za marzec (wzrost płac, produkcji, sprzedaży detalicznej, a także inflacji) są poniżej konsensusu rynkowego, bardziej prawdopodobna w tej chwili wydaje się jednak 1-2 miesięczna przerwa w decyzjach RPP.

Większość członków Rady za stopniowymi podwyżkami

Na posiedzeniu w lutym RPP poddawała dyskusji kwestie już wcześniej podnoszone, m.in. poziom bieżącej inflacji, który jest wysoki w dużej mierze za sprawą czynników niezależnych od Rady, perspektywy cen żywności, sygnały płynące z raportów o oczekiwaniach inflacyjnych, możliwość wykroczenia inflacji powyżej poziomu kryterium inflacyjnego z Maastricht.

W lutym złożono wniosek o podwyższenie stóp procentowych o 50 pb, jednak większość członków Rady uznała, że zacieśnienie polityki pieniężnej powinno się odbywać stopniowo. Te argumenty miały też znaczenie w dyskusji na temat przyszłego kształtowania się stóp procentowych.

Ogólnie, *minutes* z lutowego posiedzenia RPP nie wniosły wiele nowych informacji, które mogłyby istotnie zmienić ocenę perspektyw polityki pieniężnej.

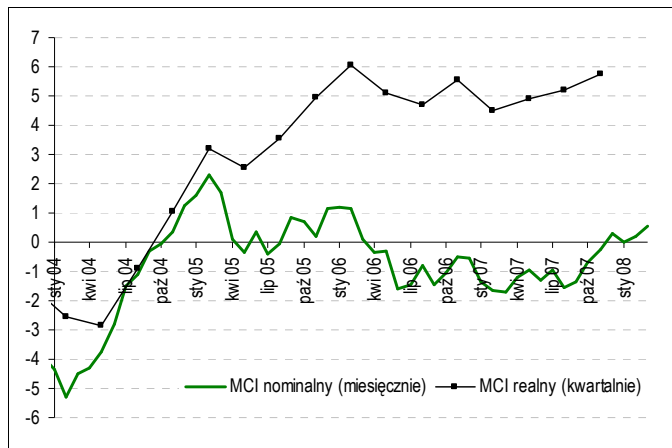
Oczekiwania inflacyjne ponownie w górę

W marcu wskaźnik oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych wzrósł po raz kolejny, osiągając poziom 4,6%, czyli taki jak w najwyższym punkcie okresu „akcesyjnej gorączki cenowej” w roku 2004.

Jednak odsetek osób przewidujących, że ceny będą rosły szybciej jest obecnie wyraźnie niższy niż w 2004 r., a jego silny wzrost w styczniu cofnął się w następnym miesiącu. Wzrost wskaźnika oczekiwań wynika w dużym stopniu ze wzrostu obserwowanej inflacji, ze względu na konstrukcję indeksu.

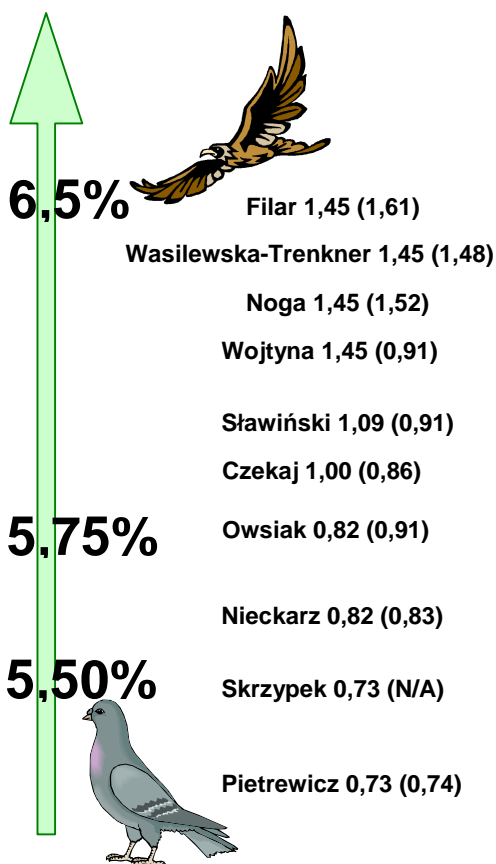
Prognozowana stabilizacja inflacji CPI na poziomie ok. 4% przez ponad pół roku może jednak spowodować utrwalenie oczekiwań inflacyjnych i stwarza ryzyko wystąpienia efektów wtórnych, które RPP musi brać pod uwagę.

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



Restrykcyjność polityki pieniężnej ponownie w górę

- Marzec przyniósł ponowny wzrost obliczanego przez nas indeksu restrykcyjności polityki pieniężnej. Wynikało to zarówno z zachowania rynkowych stóp procentowych, w ślad za kolejnymi podwyżkami oficjalnych stóp przez RPP, jak i z aprecjacji kursu złotego wobec euro.
- Po pierwsze, skala aprecjacji złotego w minionym miesiącu była na tyle duża, że zwiększyło się odchylenie nominalnego kursu EURPLN od długoterminowego trendu. Po drugie, wzrost rynkowych stóp procentowych w ciągu miesiąca okazał się również na tyle istotny, że zwiększyło się odchylenie ich poziomu od szacowanej przez nas długoterminowej ścieżki.
- Biorąc pod uwagę zachowanie złotego od początku roku należy spodziewać się wzrostu realnego MCI w I kw. oraz nominalnego MCI w kwietniu, nawet bez podwyżki stóp NBP.



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.

Samotny gołąb w styczniu

Wyniki głosowania RPP nad podwyżką stóp o 25 pb w styczniu pokazały, że w sprzeczności wobec tej decyzji osamotniony był Mirosław Pietrewicz. W rezultacie prof. Pietrewicz przesunął się na naszej osi restrykcyjności bankierów centralnych na koniec zestawienia. Z pozycji tej uciekł natomiast prezes NBP Sławomir Skrzypek, który samotnie stawiał opór podwyżce stóp o 25 pb dokonanej przez RPP w sierpniu 2007 roku. Obecnie stara się on unikać etykiety skrajnego gołębia, na czym może zyskać antyinflacyjna wiarygodność NBP.

Czekaj nie chce dusić gospodarki

Jan Czekaj, czyli członek Rady, którego głos ma duże znaczenie dla wyników głosowań RPP, powiedział w wywiadzie dla *Rzeczpospolitej* z 9 kwietnia br., że należy zaczekać i zobaczyć, „czy potwierdzą się prognozy, że w marcu inflacja spadła i czy jest to początek jakiegoś trendu czy jednorazowe zjawisko”. Poza tym, stwierdził, że „dla Rady decydujące będą bieżące dane z gospodarki, które pozwolą stwierdzić, czy nadal PKB będzie rósł w tempie ponad 6%, czy też wzrost się osłabi”. Jego zdaniem, gdyby gospodarka rosła w tym wysokim tempie, a presja inflacyjna by się nasilała, to bardzo prawdopodobne byłyby dalsze podwyżki stóp. Jednocześnie jednak wyraźnie podkreślił, że „jeśli okazałoby się, że co prawda inflacja będzie podwyższona, wyższa od celu, ale gospodarka zwolni, to podwyżki nie wydają się już oczywiste czy nawet potrzebne”. Czekaj obawia się, że silny złoty może wkrótce zacząć oddziaływać na eksport netto i osłabić wzrost PKB. Takie wypowiedzi sugerują, że przy naszym scenariuszu sytuacji makroekonomicznej, cykl podwyżek dobiega końca i stopa referencyjna nie powinna przekroczyć 6%. Z drugiej strony, należy pamiętać, że nieco wcześniej prof. Czekaj stwierdził, że RPP „nie może opierać swoich decyzji na oczekiwaniach i nadziejach, które mogą się nie ziścić” i dlatego „lepiej teraz podnieść profilaktycznie stopy, nawet zbyt mocno zacieśnić politykę pieniężną niż nie doszacować zagrożeń”, natomiast „gdyby spełniły się oczekiwania, że inflacja w przyszłym roku zacznie szybko spadać, to możemy równie szybko ciąć stopy”. Wynika z tego, że tak długo jak gospodarka rozwija się powyżej potencjalnego wzrostu Czekaj jest gotów dalej podnosić stopy, nawet ryzykując nadmierne zacieśnienie polityki pieniężnej (które można łatwo cofnąć). Stwarza to ryzyko wzrostu stóp powyżej 6% w tym roku (nawet jeśli później szybko miałyby nastąpić obniżki).

Jastrzębie nie chcą przerywać

Z najnowszych wypowiedzi „jastrzębi” wynika, że są oni zwolennikami kolejnej podwyżki w kwietniu. Andrzej Wojtyna stwierdził, że od poprzedniego posiedzenia nie nastąpiły znaczące zmiany, które pozwoliłyby na przerwę w podwyżkach stóp. Co prawda napływające dane są jego zdaniem istotne, ale ważniejsze są relacje długoterminowe. Jednocześnie Wojtyna powiedział, że kolejne podwyżki będą zależeć, m.in. od kursu złotego. Inny „jastrząb” z RPP Dariusz Filar powiedział, że podwyżka stóp w kwietniu jest bardzo prawdopodobna, ale ostatecznie o jej podjęciu zadecydują dane. Wyrzucił też nadzieję, że ewentualne obniżki stóp mogłyby mieć miejsce najwcześniej pod koniec 2009 r., choć nieco wcześniej wypowiadał się, że realna stopa procentowa powinna wynosić ok. 2%, co przy realizacji rynkowych prognoz inflacji mogłoby oznaczać możliwość obniżek stóp już pod koniec tego roku.

Pod lupą: Rząd i polityka

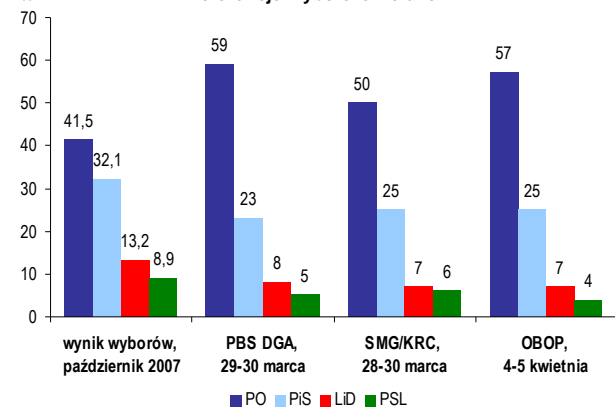
Założenia zaktualizowanego programu konwergencji

(% PKB)	2008	2009	2010
Wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych	-2,5	-2,0	-1,5
Wynik strukturalny	-2,7	-2,1	-1,4
Wynik strukturalny bez kosztów redukcji klina podatkowego	-1,4	-0,1	0,7
Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych	44,2	43,3	42,3

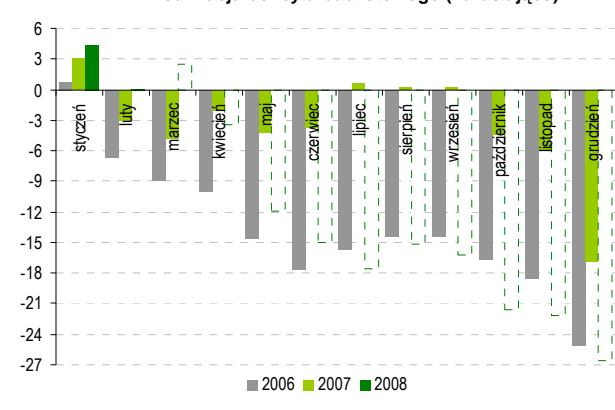
Wpływ zmiany tempa wzrostu PKB na wynik finansów publicznych



Preferencje wyborcze Polaków



Realizacja deficytu budżetowego (narastająco)



Źródło: Ministerstwo Finansów, ośrodki badawcze, szacunki własne

Rządowe plany budżetowe i podatkowe

Pod koniec marca rząd przyjął aktualizację programu konwergencji, którego główne parametry są zgodne z wcześniejszymi informacjami, omawianymi przez nas w poprzednich miesiącach.

Dla realizacji celów programu konieczne będzie znaczne ograniczenie dynamiki wydatków w kolejnych latach. Wg informacji przedstawicieli PO, trwają prace nad wprowadzeniem „kotwicy” ograniczającej wzrost wydatków do 1-2% powyżej inflacji. W planach jest również opracowanie czteroletniej perspektywy budżetu i audyt wydatków w resortach. Rząd chce również objąć podatkiem dochodowym rolników. Zmiany wydają się iść w dobrym kierunku, jednak wciąż brak szczegółowych wyliczeń pokazujących, czy to wystarczy, aby sfinansować obniżkę podatków i podwyżki płac w budżetówce.

Tym bardziej, że PO rozważa też wprowadzenie podatku liniowego z dużą kwotą wolną od podatku, być może już od 2009 r. Ostateczne decyzje w tej sprawie mają zapadnąć w lipcu-sierpniu. Jednak poważne wątpliwości, co do realności tego projektu rodzi bardzo prawdopodobne weto prezydenta, którego koalicja rządząca nie będzie w stanie odrzucić. Nawet wicepremier Waldemar Pawlak z PSL uważa, że wprowadzenie podatku liniowego w 2009 r. jest mało realne.

Co ciekawe, PO zapowiedziało podwyżkę składki zdrowotnej w 2010 r. z 9% do 10%, która obciąży dochody podatników. Taki ruch nie jest zgodny z postulowanym obniżaniem obciążeń podatkowych, a dodatkowe zastrzeżenia może budzić fakt, że podwyżka składki jest wprowadzana zamiast, a nie – jak pierwotnie deklarowano – po reformie i „uszczelnieniu” systemu ochrony zdrowia. W rezultacie, nie ma gwarancji, że pieniądze te zostaną wykorzystane w sposób efektywny.

PO na czele sondaży, ale ocena rządu się pogarsza

Przewaga PO nad innymi partiami w sondażach cały czas jest przytłaczająca, podczas gdy poparcie dla PSL stopniowo topnieje. Być może więc opór ludowców przed reformami podatków i finansów publicznych nie będzie zbyt silny.

Chociaż Polacy ponownie głosowaliby na PO w wyborach, to rośnie ich zniecierpliwienie działaniami rządu (a może ich brakiem?). Wg sondażu SMG/KRC z początku kwietnia, 51% Polaków źle ocenia pracę rządu. To o 17 pkt. proc. więcej niż miesiąc wcześniej. Równocześnie 67% Polaków jest krytycznych wobec prac Sejmu.

Zgłaszane przez rząd propozycje reform raczej nie poprawią jego notowań, ponieważ większość Polaków jest przeciw wprowadzeniu podatku liniowego, nie mówiąc już o podwyżce składki zdrowotnej.

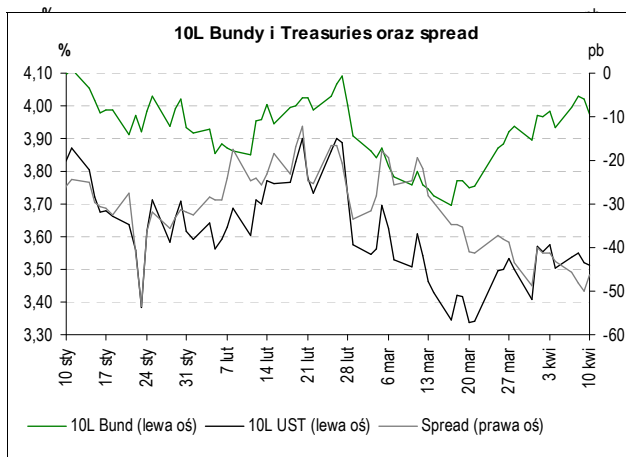
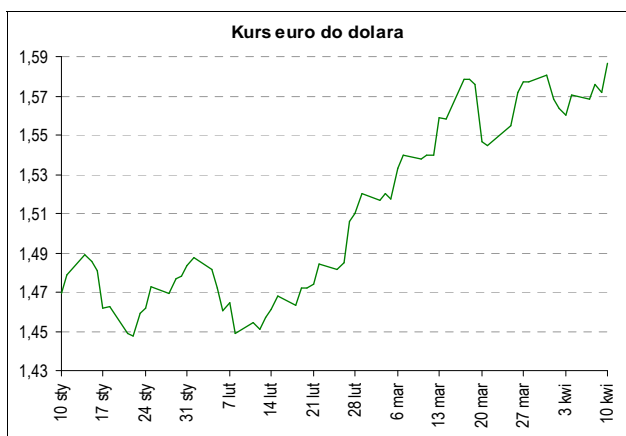
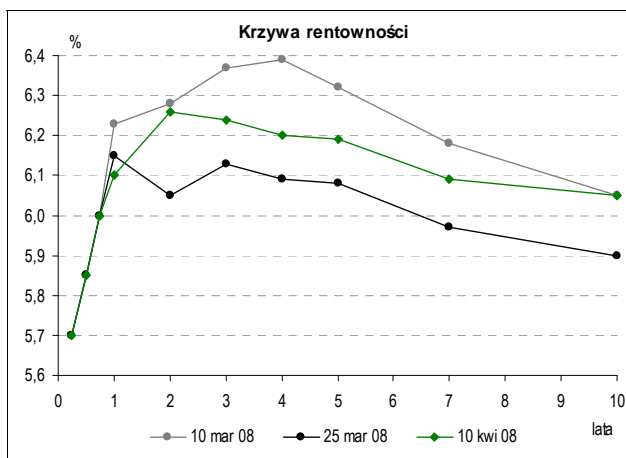
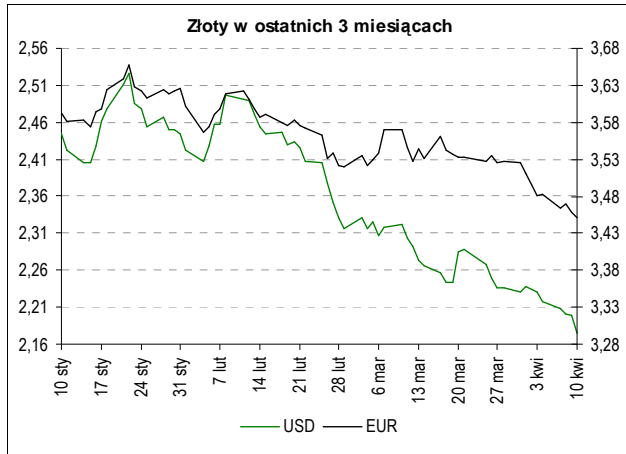
Realizacja budżetu nadal znacznie lepsza od planu

W lutym wynik budżetu państwa był po raz kolejny o wiele lepszy niż oczekiwano. Po dwóch miesiącach roku w budżecie zanotowano minimalną nadwyżkę 21 mln zł, wobec wcześniej zapowiadanej przez Ministerstwo Finansów deficytu 1,3 mld zł. Co więcej, wg wstępnych szacunków MF na koniec I kw. budżet miał nadwyżkę 2,5-3 mld zł, co wynikało z wyższych niż planowano dochodów z CIT i opóźnienia części wydatków.

W poprzednich latach w analogicznym okresie deficyt sięgał już zwykle 30-40% planu na cały rok.

Realizacja wydatków zapewne przyspieszy w kolejnych miesiącach, a osłabienie wzrostu gospodarczego może nieco osłabić dynamikę dochodów w drugiej połowie roku. Niemniej jednak realizacja deficytu budżetowego zaplanowanego na ten rok wydaje się niezagrażona.

Monitor rynku



EURPLN niżej o 10 groszy w 10 dni. Czas na przerwę?

▪ Mimo utrzymujących się obaw inwestorów o sytuację amerykańskiej gospodarki oraz kolejnych negatywnych informacji o problemach instytucji finansowych złoty wykazywał się dużą odpornością. Co więcej, po delikatnym i chwilowym osłabieniu w połowie marca rozpoczął się delikatny ruch na umocnienie złotego, który zdecydowanie przybrał na sile w kwietniu. Jeszcze na koniec marca kurs EURPLN wynosił 3,52, a po dziesięciu dniach spadł o 10 groszy, do najniższego poziomu od niemalże 8 lat. Kurs USDPLN również spadł wsparty dodatkowo przez wzrost kursu EURUSD.

▪ Po wyraźnym umocnieniu krajowej waluty w ostatnich tygodniach, w najbliższym okresie oczekujemy korekty kursu złotego przy braku podwyżki stóp w kwietniu. W dalszej perspektywie oczekujemy ponownej aprecjacji złotego.

Rentowności znów rosną po tymczasowym umocnieniu długu

▪ Po silnej wyprzedży na rynku obligacji, która nastąpiła na początku marca, m.in. w związku z zapotrzebowaniem inwestorów zagranicznych na gotówkę (wzrost spreadu w asset swapie) w dalszej części poprzedniego miesiąca rynek długu odreagowywał. Spadek rentowności trwał do momentu decyzji RPP pomimo tego, że dane z gospodarki okazały się wyższe od prognoz. Rada podwyższyła stopy procentowe, a komunikat został zinterpretowany przez rynek jako jastrzębi. To wydarzenie zapoczątkowało spadkowy ruch cen obligacji, przy umacniających się oczekiwaniach rynku na podwyżkę stóp już w kwietniu oraz silnym osłabieniu Bundów. Rentowności powróciły do poziomów notowanych przed miesiącem.

▪ Biorąc pod uwagę nasze prognozy, możliwe jest lekkie umocnienie rynku obligacji. Naszym zdaniem, RPP w kwietniu odłoży decyzję o podwyżce stóp, co również powinno wspierać dług.

Kurs EURUSD znów rekordowo wysoki

▪ W marcu na fali awersji do ryzyka, której towarzyszyło przejście Bear Stearns przez JP Morgan, zdecydowane działania Fed i odsunięcie w czasie oczekiwanych obniżek stóp w EMU dolar stracił na wartości wobec euro do najniższego poziomu w historii (ok. 1,59). W kwietniu nastąpiło lekkie odreagowanie dolara za sprawą zmniejszenia oczekiwań na dalsze głębokie cięcia stóp procentowych w USA, choć kurs EURUSD wciąż utrzymuje się blisko rekordowo wysokich poziomów.

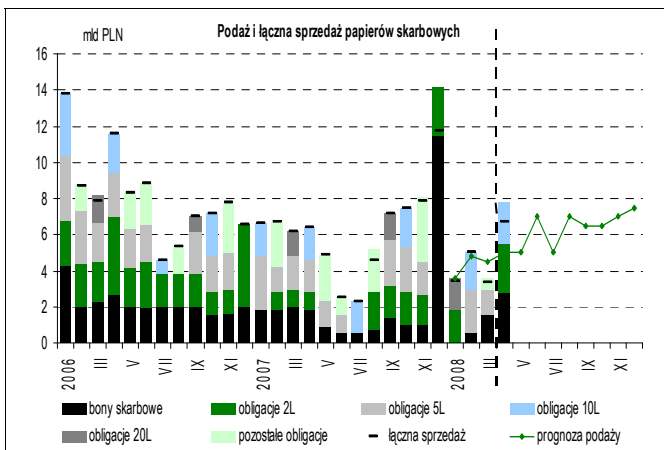
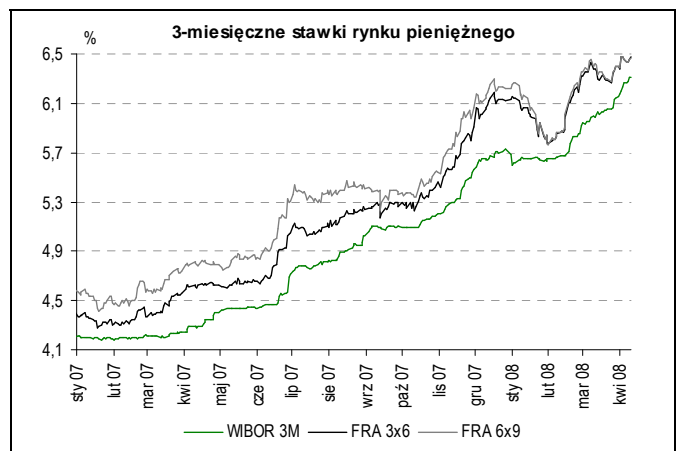
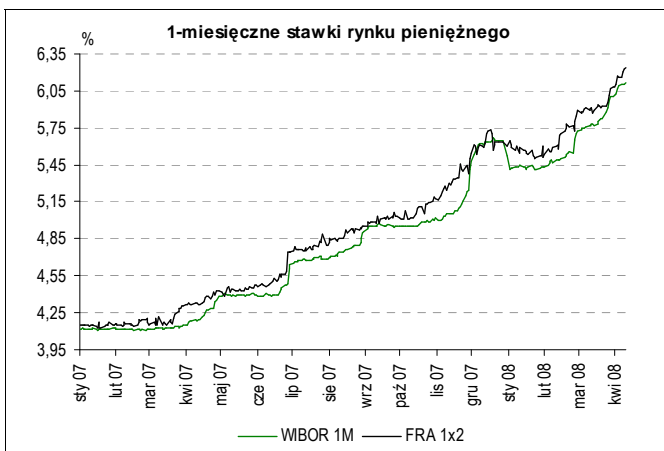
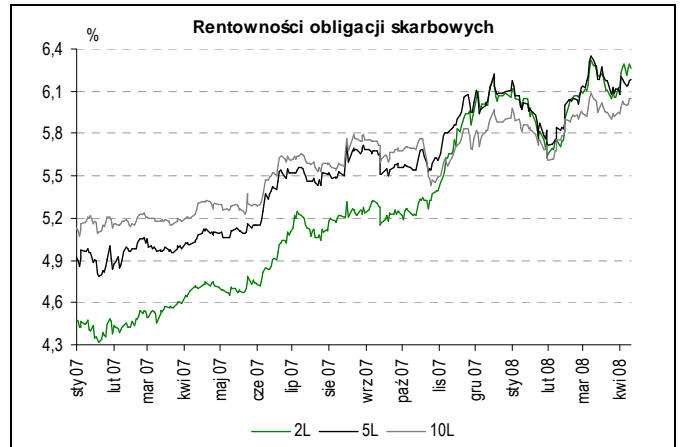
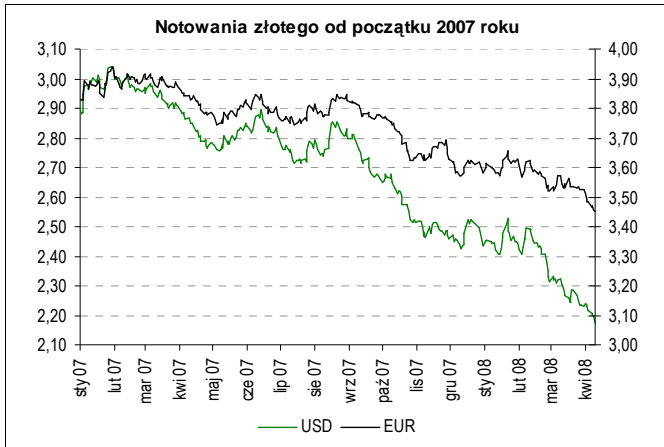
▪ Po stabilizacji kursu EURUSD na obecnie obserwowanych poziomach w najbliższym czasie spodziewamy się dalszego osłabienia dolara. Jednakże wydaje się, że osiągnięcie poziomu 1,60 zwiększy ryzyko interwencji wspierających dolara. W kolejnych miesiącach spodziewamy się odreagowania dolara do 1,52 na koniec roku.

Spore osłabienie Bundów

▪ Awersja do ryzyka w połowie marca doprowadziła do wyraźnego umocnienia na bazowych rynkach długu. Rentowności 10-letnich Treasuries spadły do poziomu 3,34%, ale działania podejmowane przez Fed spowodowały korektę. Pod koniec marca na rynku panowała huśtawka nastrojów w związku ze wzrostem obaw o stabilność systemu finansowego w USA, jednak później nastąpił ponowny wzrost apetytu na ryzyko. Ostatecznie rentowności 10-letnich Treasuries pozostały na poziomach sprzed miesiąca (ok. 3,50%), a Bundów wzrosły o ok. 30 pb do 4,03%. Budy osłabiły się w związku z oddaleniem perspektyw obniżek stóp w EMU, m.in. po danych o inflacji ze strefy euro.

▪ Podtrzymujemy oczekiwania na ograniczony ruch w dół rentowności 10-latek amerykańskich przy obniżce stóp przez Fed o 50 pb w kwietniu oraz 25 pb na kolejnym posiedzeniu. Spodziewamy się także cięć stóp procentowych w EMU po 25 pb w III i IV kw.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	OFERTA / SPRZEDAŻ		Data przetargu
	52-tyg.	inne	
14.01.2008	2 000 / 2 000	-	11.08.2008
11.02.2008	500 / 500	-	08.09.2008
10.03.2008	1 000 / 1 417	500 / 737*	22.09.2008
10.04.2008	-	2 800 / 2 837**	13.10.2008
14.04.2008	2 000 - 3 000	-	27.10.2008
12.05.2008	-	-	17.11.2008
09.06.2008	-	-	18.12.2008
14.07.2008	-	-	-

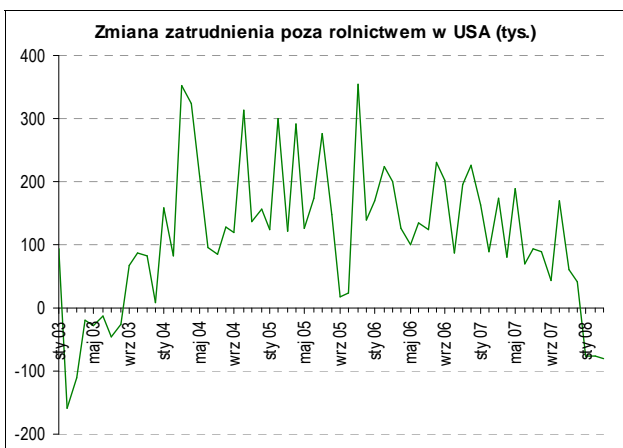
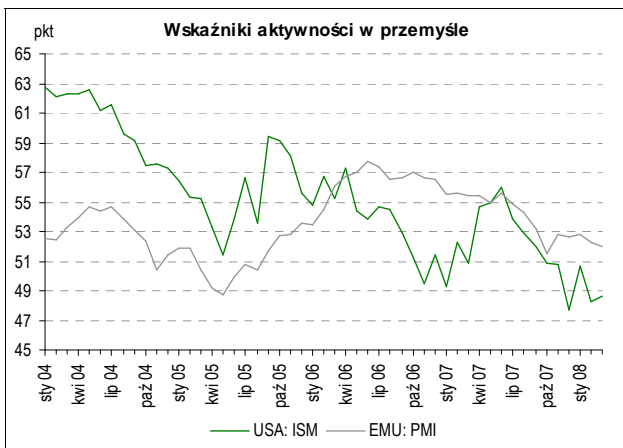
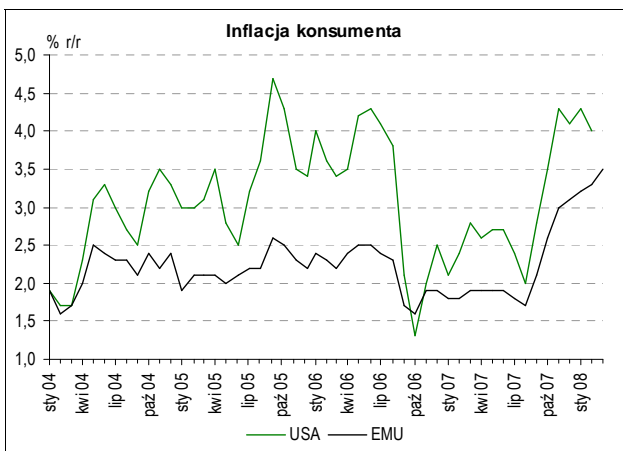
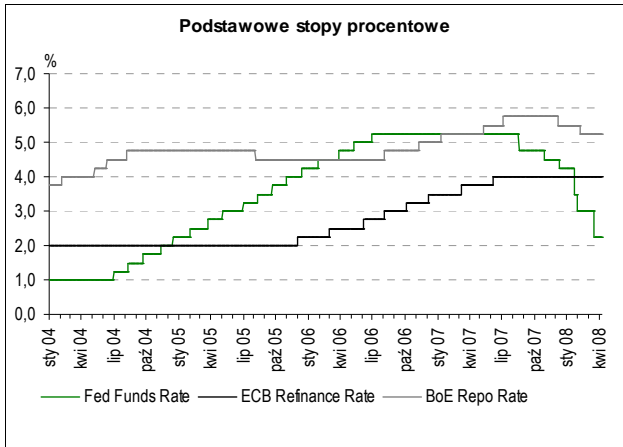
* 5-tygodniowe, ** 2-dniowe

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
luty	06.02	PS0413	2 500	2 500	13.02	DS1017	2 000	2 000	20.02	WZ0816 / WZ1118	855 / 914
marzec	05.03	PS0413	1 500	1 500	12.03	WS0437	700	700	19.03	PS0413/WZ0118/WS0922	1632 / 340 / 369
kwiecień	02.04	OK0710	2 700	2 700	09.04	DS1017	2 300	1 208	16.04	-	-
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

Przegląd międzynarodowy



Źródło: Reuters, EBC, Federal Reserve

Dalsze cięcia stóp w USA, odsunięcie w czasie obniżek w EMU

▪ Jeszcze przed oficjalnym posiedzeniem amerykański bank centralny obniżył stopę dyskontową o 25 pb. Na regularnym spotkaniu obniżył stopy procentowe o 75 pb, a główna stopa procentowa spadła do poziomu 2,25%. Fed stwierdził w komunikacie, że perspektywy gospodarki amerykańskiej pogorszyły się. Jednak, zdaniem banku, dotychczas podjęte działania powinny z czasem wesprzeć wzrost gospodarczy. Po ostatnim wystąpieniu Bena Bernanke przed Kongresem chwilowo zmniejszyła się skala oczekiwanego dalszego poluzowania polityki pieniężnej.

▪ W kwietniu EBC pozostawił stopy procentowe bez zmian. Wypowiedzi J.C. Tricheta nie wniosły wiele nowego. Szef EBC podkreślił niepewność wynikającą z zawirowań na rynkach finansowych, które mogą potrwać dłużej niż wcześniej oczekiwano. Jednak wciąż utrzymanie stabilności cenowej oraz zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych pozostaje głównym celem EBC.

Inflacja zaskoczyła w górę w strefie euro

▪ Inflacja w USA wyhamowała w lutym do 4,0% r/r, wobec oczekiwanej stabilizacji na styczniowym poziomie 4,3%. W ujęciu miesięcznym wskaźnik CPI nie uległ zmianie, podczas gdy rynek oczekiwał wzrostu o 0,3% m/m. Inflacja bazowa, bez cen żywności i energii, zmalała do 2,3% z 2,5% w styczniu. Dane o PPI nie zaskoczyły i ceny producentów wzrosły w lutym o 0,3% m/m, jednak bazowy indeks PPI wzrósł w ujęciu miesięcznym o 0,5% wyraźnie przekraczając oczekiwania.

▪ Inflacja w strefie euro wyniosła w lutym 3,3% r/r, co jest najwyższym poziomem od ponad 14 lat, wobec oczekiwań na stabilizację na styczniowym poziomie 3,2%. Wg wstępnych danych Eurostatu, inflacja HICP w strefie euro wzrosła w marcu po raz kolejny do 3,5% r/r, najwyższego poziomu od 16 lat (prognozy rynkowe zakładały brak zmian wobec lutego).

Dane o aktywności gospodarczej wciąż kiepskie

▪ Indeks ISM dla sektora przemysłowego w USA wzrósł w marcu do 48,6 pkt z 48,3 pkt w lutym. Indeks ISM dla usług w USA wzrósł w tym samym miesiącu nieznacznie do poziomu 49,6 pkt z 49,3 pkt. Indeks zatrudnienia w usługach pozostał bez zmian na niskim poziomie, tj. 46,9 pkt, podczas gdy indeks nowych zamówień wzrósł nieco powyżej 50 pkt.

▪ Dane o PMI dla przemysłu strefy euro pokazały zgodny z oczekiwaniami spadek indeksu w marcu do 52 pkt z 52,3 pkt. Indeks PMI dla sektora usług spadł w marcu do 51,6 pkt z 52,3 pkt. Marcowy indeks oczekiwań gospodarczych był najniższy od listopada 2002 r. Indeks cen wsadowych był najwyższy od lipca 2006, a cen produkcji najwyższy od kwietnia 2007.

▪ Opublikowane w USA finalne dane o wzroście gospodarczym za IV kw. pokazały niezmienną dynamikę PKB wobec wcześniejszych szacunków na poziomie 0,6%. Efekt rewizji w górę wydatków konsumpcyjnych i w dół deficytu handlowego był zniesiony przez niższe inwestycje, zmianę zapasów oraz wydatki publiczne. W dół zrewidowano deflator PKB do 2,4% z 2,7% i bazowy indeks PCE do 2,5% z 2,7%.

▪ Wg finalnych danych o PKB ze strefy euro wynika, że wzrost gospodarczy wyniósł w IV kw. ub.r. 0,4% kw/kw. oraz 2,2% r/r zgodnie z wcześniejszymi szacunkami oraz oczekiwaniami.

Oslabienia na rynku pracy w USA ciąg dalszy

▪ Raport z amerykańskiego rynku pracy pokazał spadek zatrudnienia w USA poza rolnictwem o 80 tys. wobec zrewidowanych spadków o 76 tys. w lutym oraz 76 tys. w styczniu. Poprzednie publikacje wskazywały na spadek miejsc pracy w styczniu o 22 tys., a w lutym o 63 tys. Rynek oczekiwał spadku w marcu o 60 tys.

▪ Ponadto nastąpił wzrost stopy bezrobocia do 5,1% z 4,8% w lutym, podczas gdy rynek oczekiwał wzrostu jedynie do 5%.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
14 kwietnia <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> <i>PL: Podaż pieniądza (III)</i> EZ: Produkcja przemysłowa (II) US: Sprzedaż detaliczna (III)	15 <i>PL: CPI (III)</i> <i>PL: Place i zatrudnienie (III)</i> <i>PL: Bilans płatniczy (II)</i> DE: Indeks ZEW (IV) US: Indeks NY Fed (IV) US: PPI (III) US: Raport o przepływach kapitału (II)	16 <i>PL: Przetarg zamiany</i> EZ: Finalny HICP (III) US: CPI (III) US: Rozpoczęcie budowy domów (III) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnej (III) US: Produkcja przemysłu (III)	17 US: Liczba nowych bezrobotnych US: Indeks Philadelphia Fed (IV)	18 <i>PL: Produkcja przemysłowa (III)</i> <i>PL: PPI (III)</i>
21	22 <i>PL: Inflacja bazowa (III)</i> <i>PL: Sprzedaż detaliczna (III)</i> <i>PL: Bezrobocie (III)</i> US: Sprzedaż domów (III)	23 <i>PL: Wskaźniki koniunktury (III)</i> EZ: Wstępny PMI sektor przetwórczy (IV) EZ: Wstępny PMI sektor usług (IV) US: Indeks nieruchomości	24 <i>PL: Minutes RPP (III)</i> DE: Indeks Ifo (IV) US: Zamówienia na dobra trwałe (III) US: Sprzedaż nowych domów (III)	25 EZ: Podaż pieniądza M3 (III) US: Finalny Michigan (IV)
28	29 <i>PL: Spotkanie RPP</i> US: Indeks cen Case/Shiller (II) US: Indeks zaufania konsumentów (IV)	30 <i>PL: Spotkanie RPP – decyzja</i> EZ: Indeks nastrojów (IV) US: Indeks nieruchomości US: Raport ADP (IV) US: Wstępny PKB (I kw.) US: Bazowy PCE (I kw.) US: Deflator PKB (I kw.) US: Chicago PMI (IV) US: Spotkanie Fed- decyzja	1 maja <i>PL: Święto pracy - dzień wolny</i> JP: Spotkanie Banku Japonii - decyzja DE: Dzień wolny US: Bazowy PCE (III) US: Liczba nowych bezrobotnych US: ISM - sektor przetwórczy (IV)	2 EZ: PMI - sektor przetwórczy (IV) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (IV) US: Bezrobocie (IV) US: Zamówienia w przemyśle (III)
5 GB, JP: Dzień wolny US: ISM - sektor usług (IV)	6 EZ: PMI - sektor usług (IV) EZ: PPI (III)	7 EZ: Sprzedaż detaliczna (III) US: Wydajność pracy & Jednostkowe koszty pracy (I kw.) US: Indeks nieruchomości	8 GB: Spotkanie Banku Anglii - decyzja EZ: Spotkanie EBC- decyzja US: Liczba nowych bezrobotnych US: Zapasy hurtowe (III)	9 US: Bilans handlowy (III)
12	13 US: Ceny w handlu zagranicznym (IV) EZ: Sprzedaż detaliczna (IV)	14 <i>PL: CPI (IV)</i> <i>PL: Podaż pieniądza (IV)</i> <i>PL: Aukcja obligacji 5-letnich</i> EZ: Produkcja przemysłowa (III) US: Indeks nieruchomości US: CPI (IV)	15 <i>PL: Bilans płatniczy (III)</i> EZ: Wstępny PKB (IV kw.) EZ: Finalny HICP (IV) US: Indeks NY Fed (V) US: Raport o przepływach kapitału (III) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnej (IV) US: Produkcja przemysłu (IV) US: Indeks Philadelphia Fed (V) US: Liczba nowych bezrobotnych	16 <i>PL: Place i zatrudnienie (IV)</i> US: Sprzedaż domów (IV) US: Wstępny Michigan (V)

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	26	22	-	-	-	-	-	-	-	-
Place brutto, zatrudnienie	16	15	17	15	16	16	15	18	15	15	18	15
Bezrobocie	24	25	26	22	-	-	-	-	-	-	-	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	2	-	31	-	-	30	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	18 ^c	12	13	15	15	17	-	-	-	-	-	-
Podaż pieniądza	14	14	14	14	14	13	-	-	-	-	-	-
Bilans NBP	7	7	7	7	7	6	-	-	-	-	-	-
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

		mar 07	kwi 07	maj 07	cze 07	lip 07	sie 07	wrze 07	paź 07	lis 07	gru 07	sty 08	lut 08	mar 08	kwi 08
Produkcja przemysłowa	% r/r	11,3	12,6	8,1	5,6	10,4	8,9	5,4	10,8	8,5	6,4	10,7	14,9	5,1	16,6
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	19,2	15,1	14,8	16,2	17,1	17,4	14,2	19,4	19,2	12,4	20,9	23,8	19,0	22,3
Stopa bezrobocia	%	14,3	13,6	12,9	12,3	12,1	11,9	11,6	11,3	11,2	11,4	11,7	11,5	11,0	10,2
Place brutto ^{b c}	% r/r	9,1	8,4	8,9	9,3	9,3	10,5	9,5	11,0	12,0	7,2	11,5	12,8	11,1	11,9
Zatrudnienie ^b	% r/r	4,5	4,4	4,4	4,6	4,7	4,8	4,7	5,0	5,0	4,9	5,9	5,9	5,9	5,8
Eksport (w euro) ^d	% r/r	13,4	16,1	11,6	10,7	17,0	14,9	8,2	13,6	13,1	8,6	23,0	27,7	16,5	20,6
Import (w euro) ^d	% r/r	20,8	25,4	13,7	20,8	23,3	13,4	13,7	17,7	15,4	15,3	18,6	27,2	16,2	24,6
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-1076	-949	-957	-1123	-1299	-472	-917	-858	-785	-1644	-544	-594	-1219	-1510
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-818	-687	-1246	-1506	-1252	-576	-546	-1158	-95	-1976	-1035	-1194	-1289	-1510
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-2,9	-2,9	-3,2	-3,5	-3,7	-3,6	-3,8	-3,9	-3,5	-3,7	-3,9	-4,0	-4,1	-4,5
Deficyt budżetowy (narastająco)	mln PLN	-4,8	-2,1	-4,3	-3,7	0,6	0,3	0,2	-4,4	-6,0	-16,9	4,4	0,0	2,5	-3,5
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu ^e	28,6	12,2	25,2	21,7	-3,6	-1,6	-1,2	26,2	35,5	100,0	-16,4	-0,1	-9,3	12,8
Inflacja (CPI)	% r/r	2,5	2,3	2,3	2,6	2,3	1,5	2,3	3,0	3,6	4,0	4,0	4,2	4,1	4,0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,3	2,2	2,1	1,7	1,5	1,8	1,8	2,0	2,5	2,3	2,9	3,2	3,0	2,7
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	18,0	17,8	16,0	14,7	15,6	16,1	14,4	13,8	13,6	13,4	12,9	13,8	13,8	13,3
Depozyty	% r/r	17,7	18,2	16,4	15,2	15,9	16,3	15,4	15,2	15,1	14,5	14,3	14,8	14,9	14,6
Kredyty	% r/r	26,8	28,4	28,6	29,2	31,4	31,1	31,0	30,6	30,1	30,0	30,3	29,4	28,0	27,3
USD/PLN	PLN	2,94	2,83	2,80	2,84	2,75	2,80	2,73	2,61	2,49	2,47	2,46	2,43	2,28	2,19
EUR/PLN	PLN	3,89	3,82	3,78	3,81	3,77	3,81	3,79	3,71	3,66	3,60	3,61	3,58	3,54	3,47
Stopa interwencyjna ^a	%	4,00	4,25	4,25	4,50	4,50	4,75	4,75	4,75	5,00	5,00	5,25	5,50	5,75	5,75
Stopa lombardowa ^a	%	5,50	5,75	5,75	6,00	6,00	6,25	6,25	6,25	6,50	6,50	6,75	7,00	7,25	7,25
WIBOR 3M	%	4,22	4,32	4,44	4,52	4,78	4,80	5,09	5,13	5,36	5,67	5,64	5,74	6,03	6,10
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,23	4,36	4,43	4,42	4,70	4,80	5,01	5,04	5,30	5,78	5,75	5,66	6,09	6,10
Rentowność obligacji 2L	%	4,55	4,71	4,70	4,93	5,14	5,23	5,25	5,30	5,77	6,06	5,92	5,90	6,17	6,20
Rentowność obligacji 5L	%	4,98	5,07	5,11	5,40	5,50	5,61	5,60	5,59	5,90	6,07	5,94	5,93	6,20	6,15
Rentowność obligacji 10L	%	5,18	5,27	5,28	5,52	5,60	5,68	5,69	5,64	5,70	5,85	5,81	5,82	5,98	6,00

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	1 162,9	1 269,4	266,7	280,2	286,8	329,2	293,1	307,5	312,8	356,1
PKB	% r/r	3,6	6,2	6,5	5,1	7,2	6,4	6,4	6,1	5,6	5,6	4,9	4,7
Popyt krajowy	% r/r	2,4	7,3	7,3	6,7	7,7	8,2	7,4	6,2	6,1	6,9	6,6	6,9
Spożycie indywidualne	% r/r	2,0	4,9	5,2	5,6	6,9	5,1	5,2	3,8	5,4	5,7	5,6	5,7
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,5	15,6	20,4	12,8	26,2	20,8	19,8	18,5	14,0	15,0	13,0	11,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	4,0	12,5	9,7	6,8	13,0	8,5	8,1	9,6	10,2	9,7	3,8	3,2
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,5	11,9	14,0	16,0	17,4	14,1	12,8	12,2	16,6	16,3	15,3	15,7
Stopa bezrobocia ^a	%	17,6	14,8	11,4	8,5	14,3	12,3	11,6	11,4	11,0	9,0	8,3	8,5
Place realne brutto ^c	% r/r	1,2	4,2	6,7	6,5	5,9	6,5	8,1	6,5	7,4	7,1	6,2	5,4
Zatrudnienie ^c	% r/r	1,9	3,2	4,6	5,3	4,2	4,5	4,8	5,0	5,9	5,6	5,2	4,6
Eksport (w euro) ^b	% r/r	17,8	20,4	12,8	12,5	13,4	12,7	13,1	12,0	22,1	15,7	8,0	5,5
Import (w euro) ^b	% r/r	13,4	24,0	17,9	16,5	19,5	19,7	16,6	16,2	20,3	19,9	14,0	12,5
Bilans handlowy ^b	mln EUR	-2 242	-5 539	-11 311	-17 418	-2 322	-3 029	-2 684	-3 276	-2 357	-4 728	-4 640	-5 693
Rachunek bieżący ^b	mln EUR	-3 008	-7 283	-11 499	-18 521	-2 468	-3 434	-2 376	-3 221	-3 518	-5 133	-4 232	-5 638
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-1,2	-2,7	-3,7	-5,1	-2,9	-3,5	-3,8	-3,7	-3,9	-4,2	-4,6	-5,1
Deficyt budżetowy ^a	mld PLN	-28,6	-25,1	-16,9	-26,6	-4,8	-3,7	0,2	-16,9	2,5	-15,0	-16,3	-26,6
Deficyt budżetowy	% PKB	-2,9	-2,4	-1,5	-2,1	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2,1	1,0	2,5	3,9	2,0	2,4	2,0	3,5	4,1	4,0	4,0	3,5
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	0,7	1,4	4,0	3,4	2,5	2,6	2,3	4,0	4,1	3,9	4,0	3,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	0,7	2,5	2,3	2,6	3,3	2,0	1,7	2,3	3,0	2,5	2,1	3,0
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	13,1	16,0	13,4	11,5	18,0	14,7	14,4	13,4	13,8	12,8	12,1	11,5
Zobowiązania ^a	% r/r	12,6	15,2	14,5	11,1	17,7	15,2	15,4	14,5	14,9	13,2	12,2	11,1
Należności ^a	% r/r	13,3	23,4	30,0	19,0	26,8	29,2	31,0	30,0	28,0	26,0	22,6	19,0
USD/PLN	PLN	3,23	3,10	2,77	2,27	2,97	2,82	2,76	2,52	2,39	2,20	2,25	2,26
EUR/PLN	PLN	4,02	3,90	3,78	3,51	3,89	3,80	3,79	3,65	3,58	3,49	3,52	3,47
Stopa interwencyjna ^a	%	4,50	4,00	5,00	6,00	4,00	4,50	4,75	5,00	5,75	6,00	6,00	6,00
Stopa lombardowa ^a	%	6,00	5,50	6,50	7,50	5,50	6,00	6,25	6,50	7,25	7,50	7,50	7,50
WIBOR 3M	%	5,29	4,21	4,73	6,12	4,20	4,42	4,89	5,39	5,80	6,11	6,30	6,25
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,92	4,18	4,69	5,98	4,14	4,40	4,84	5,37	5,84	6,10	6,00	6,00
Rentowność obligacji 2L	%	5,04	4,57	5,23	6,10	4,47	4,78	5,21	5,71	5,99	6,20	6,15	6,05
Rentowność obligacji 5L	%	5,25	5,03	5,52	6,11	4,95	5,19	5,57	5,85	6,02	6,20	6,15	6,05
Rentowność obligacji 10L	%	5,24	5,22	5,56	5,90	5,17	5,36	5,66	5,73	5,87	6,00	5,90	5,85

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 10.04.2008 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.

