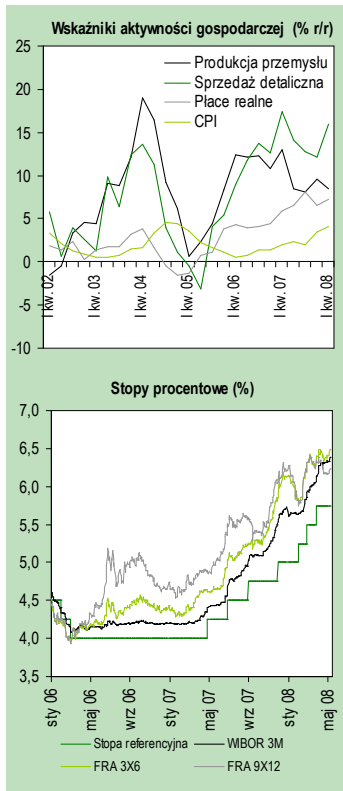


# MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Maj 2008



## W tym miesiącu:

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| Temat miesiąca              |    |
| <b>Program dobrej woli</b>  | 2  |
| Gospodarka Polski           | 8  |
| Rynek nieruchomości         | 10 |
| Pod lupą: Bank centralny    | 11 |
| Pod lupą: Rząd i polityka   | 13 |
| Monitor rynku               | 14 |
| Przegląd międzynarodowy     | 16 |
| Kalendarz makroekonomiczny  | 17 |
| Dane i prognozy ekonomiczne | 18 |

## 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

## Przerwa. I co dalej?

W poprzednim raporcie zatytułowanym „Czas na przerwę” pisaliśmy, że w kwietniu Rada Polityki Pieniężnej wstrzyma się z podwyżką stóp procentowych, kurs złotego ulegnie korekcie po znaczącym umocnieniu, a dane makroekonomiczne wskażą na spowolnienie w gospodarce. Prognozy te okazały się trafne, jednak pojawiają się już kolejne pytania. Czy kolejne publikacje danych potwierdzą tezę o spowolnieniu gospodarczym? Czy przerwa w podwyżkach okaże się jedno- czy dwumiesięczna?

Po gorszych od oczekiwań danych o produkcji i sprzedaży za marzec, nie zmieniamy ogólnej oceny sytuacji polskiej gospodarki. Podtrzymujemy prognozę spowolnienia gospodarczego do poniżej 5% w drugiej połowie roku na skutek mniejszej dynamiki produkcji, eksportu i inwestycji, jednak wydaje nam się, że najbliższe informacje z gospodarki będą w tonie uspokajającym. Sytuacja gospodarcza w Polsce nie była aż tak dobra jak sugerowały statystyki za styczeń-luty (i pokażą dane za kwiecień), ale nie aż tak zła jak mogło to wynikać z danych za marzec.

Oprócz ożywienia w statystykach produkcji i sprzedaży, nasze prognozy na najbliższe dane znajdują się poniżej konsensusu rynkowego w przypadku zarówno inflacji (CPI i PPI), jak i wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw. Jeśli okaże się, że inflacja nie spadnie a płace przyspieszą wyraźniej, wzrośnie ryzyko podwyżki stóp procentowych już na majowym posiedzeniu. Póki co jednak, wciąż wydaje nam się, że podwyżka w czerwcu (po projekcji inflacji i danych o PKB za I kw.) jest bardziej prawdopodobna. W komunikacie Rada stwierdziła, że kurs złotego jest dla niej istotny, więc decyzja będzie również zapewne zależała od rozwoju sytuacji na rynku walutowym.

Choć rynki żyją głównie przewidywaniami dotyczącymi polityki pieniężnej, w tym miesiącu w *Temacie miesiąca* postanowiliśmy pochylić się na politykę fiskalną, omawiając aktualizację Programu Konwergencji. Pod koniec marca br. Rada Ministrów przyjęła ten dokument i przesłała go do Brukseli. Na jego podstawie unijny komisarz ds. gospodarczych i walutowych Joaquin Almunia zapowiedział, że zarekomenduje Komisji Europejskiej zakończenie procedury nadmiernego deficytu wobec Polski. Czy plany rządu są w takim samym stopniu realistyczne, co ambitne? Wyniki naszej analizy pokazują, że osiągnięcie przez rząd celu w postaci spadku deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2009 roku do 2% PKB oznaczać będzie konieczność dodatkowego zacieśnienia fiskalnego w skali 1,35% PKB, czyli w kwocie 18,5 mld zł. Wiąże się to m.in. z wyższym niż przyjęto w Programie wzrostem wydatków sztywnych. Zakładając, że rząd nie będzie chciał ograniczać wydatków inwestycyjnych, wszystkie pozostałe wydatki musiałyby spaść o przeszło 10% w stosunku do 2008 roku. Osiągnięcie tak dużej skali redukcji wydatków wydaje się mało realistyczne, co może zrodzić potrzebę przynajmniej częściowego odwrócenia procesu redukcji obciążeń fiskalnych.

### Na rynku finansowym 30 kwietnia 2008 r.:

|                        |      |  |      |        |        |
|------------------------|------|--|------|--------|--------|
| Stopa depozytowa NBP   | 4,25 | WIBOR 3M                               | 6,14 | USDPLN | 2,2267 |
| Stopa referencyjna NBP | 5,75 | Rentowność obligacji skarbowych 2 lata | 6,14 | EURPLN | 3,4604 |
| Stopa lombardowa NBP   | 7,25 | Rentowność obligacji skarbowych 5 lat  | 6,07 | EURUSD | 1,5540 |

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 09.05.2008 r.

## Temat miesiąca

### Program dobrej woli

Pod koniec marca br. Rada Ministrów przyjęła aktualizację Programu Konwergencji i przesłała ją do Brukseli. Na podstawie tego dokumentu unijny komisarz ds. gospodarczych i walutowych Joaquin Almunia zapowiedział, że zarekomenduje Komisji Europejskiej zakończenie procedury nadmiernego deficytu wobec Polski. Przedstawiona przez rząd ścieżka redukcji deficytu zakłada, że po 2008 roku będzie on redukowany rocznie o 0,5% PKB. Czy plany rządu są w takim samym stopniu realistyczne, co ambitne?

#### Dobry punkt wyjścia, bardzo ambitne plany

Miniony rok był bardzo udany dla polskich finansów publicznych. Deficyt budżetu centralnego wyniósł niespełna 17 mld zł wobec planowanych 30 mld zł, a deficyt całego sektora instytucji rządowych i samorządowych w relacji do PKB obniżył się do 2% z 3,8% w 2006 roku, podczas gdy w aktualizacji Programu Konwergencji z 2006 roku zakładano, że osiągnie 3,4%. Dużo niższy od założeń deficyt był efektem lepszej od prognoz sytuacji gospodarczej.

Przy bardzo dobrym punkcie wyjścia, Ministerstwo Finansów przygotowało bardzo ambitną ścieżkę redukcji nierównowagi finansów publicznych w kolejnych latach. Aktualizacja Programu Konwergencji z 2007, przyjęta przez nowy rząd pod koniec marca br. zakłada, że po 2008 r. deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych będzie ograniczona rocznie o 0,5% PKB (patrz tabela 1). Zdaniem rządu tak duża skala redukcji będzie możliwa pomimo wysokich kosztów związanych z reformą polegającą na redukcji klina podatkowego. Znaczne obciążenie z tego tytułu ma spowodować jedynie przejściowy wzrost relacji deficytu do PKB w bieżącym roku. W kolejnym roku relacja ta ma powrócić do trendu spadkowego. Gdyby nie koszty redukcji klina podatkowego, to już w 2009 r. finanse sektora instytucji rządowych i samorządowych byłyby zdaniem rządu zrównoważone.

**Tabela 1. Wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych oraz wynik wg podsektorów (% PKB)**

|   | 2006        | 2007        | 2008        | 2009        | 2010        |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Podsektor centralny                                       | -4,2        | -3,2        | -3,2        | -2,5        | -2,0        |
| Podsektor lokalny   | -0,3        | 0,2         | 0,6         | 0,3         | 0,3         |
| Podsektor ubezpieczeń społ.                               | 0,7         | 1,0         | 0,1         | 0,2         | 0,2         |
| <b>Wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych</b> | <b>-3,8</b> | <b>-2,0</b> | <b>-2,5</b> | <b>-2,0</b> | <b>-1,5</b> |

Źródło: Program Konwergencji

Jeśli chodzi o dług publiczny, rząd zakłada, że konsekwentna redukcja skali deficytu oraz korzystna sytuacja makroekonomiczna spowodują, że w horyzoncie aktualizacji dług sektora instytucji rządowych i samorządowych do PKB zostanie znacznie zredukowany z 47,6% w 2006 r. do 42,3% w roku 2010 (kryterium konwergencji to 60%).

**Tabela 2. Dług sektora instytucji rządowych i samorządowych (% PKB)**

|                             | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|-----------------------------|------|------|------|------|------|
| Dług brutto                 | 47,6 | 44,9 | 44,2 | 43,3 | 42,3 |
| Zmiana relacji długu brutto | 0,6  | -2,7 | -0,7 | -0,9 | -1,0 |

Źródło: Program Konwergencji

Oprócz wyniku i długu sektora instytucji rządowych i samorządowych, Program Konwergencji przedstawia również ścieżkę dochodów ogółem i wydatków ogółem sektora (patrz tabela 3). W założeniu twórców dokumentu ma to stanowić swego rodzaju kotwicę dla polityków. Założenia dotyczące tempa wzrostu dochodów i wydatków są dość ambitne. Powstaje więc pytanie, czy traktować je jako realną kotwicę, a cały dokument jako wiarygodny plan redukcji nierównowagi finansów publicznych na drodze do strefy euro.

**Tabela 3. Dochody i wydatki sektora instytucji rządowych i samorządowych**

|                  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| Dochody (% PKB)  | 40,0  | 40,0  | 39,2  | 38,7  |
| Wydatki (% PKB)  | 42,0  | 42,5  | 41,2  | 40,1  |
| Dochody (mld zł) | 466,1 | 508,9 | 539,7 | 573,3 |
| Wydatki (mld zł) | 489,4 | 540,8 | 567,2 | 594,0 |
| Dochody (% r/r)  | 9,9   | 9,2   | 6,0   | 6,2   |
| Wydatki (% r/r)  | 5,4   | 10,5  | 4,9   | 4,7   |

Źródło: Program Konwergencji, obliczenia własne

Z powyższej tabeli wynika, że dochody sektora instytucji rządowych i samorządowych po wzroście w tym roku o przeszło 9%, w przyszłym roku mają się zwiększyć tylko o 6%. Z kolei wydatki mają w 2009 roku wzrosnąć o niespełna 5% po dwucyfrowym wzroście w tym roku. Z wypowiedzi byłego wiceministra finansów Stanisława Gomułki wynika, że wydatki samego podsektora centralnego mają wzrosnąć w przyszłym roku o 6%, przy czym wydatki na cele inne niż projekty realizowane z udziałem środków z UE mają wzrosnąć tylko o 3%. Przy prognozach inflacji zawartych w Programie (patrz niżej) oznacza to, że w ujęciu realnym wydatki sektora centralnego (bez wydatków na projekty unijne) miałyby w przyszłym roku nie ulec zmianie. Już na pierwszy rzut oka wydaje się to być nierealistycznym celem, przynajmniej biorąc pod uwagę dotychczas

zadeklarowane działania w zakresie wydatków publicznych. Jako mało realistyczne należy również traktować założenie, że podsektor lokalny zdoła w najbliższych latach utrzymać nadwyżkę. Osiągnięta w 2007 roku nadwyżka była efektem bardzo dobrej sytuacji gospodarczej oraz jednoczesnego opóźnienia realizacji projektów unijnych współfinansowanych przez samorządy. Kolejne lata, w warunkach osłabienia wzrostu gospodarczego, obniżenia stawek PIT oraz spodziewanego wzrostu zaawansowania projektów unijnych, będą dużo trudniejsze dla samorządów.

### Mało konserwatywne założenia makro

Wątpliwości co do wiarygodności przyjętej przez rząd ambitnej ścieżki redukcji deficytu rodzą się już na poziomie przyjętych założeń makroekonomicznych (patrz tabela 4).

**Tabela 4. Podstawowe założenia makroekonomiczne Programu Konwergencji Aktualizacji 2007 na tle prognoz BZ WBK (średniorocznie)**

|                                 | 2008 |        | 2009 |        | 2010 |        |
|---------------------------------|------|--------|------|--------|------|--------|
|                                 | PK   | BZ WBK | PK   | BZ WBK | PK   | BZ WBK |
| Wzrost PKB                      | 5,5  | 5,1    | 5,0  | 4,5    | 5,0  | 4,5    |
| Konsumpcja indywidualna         | 6,0  | 5,6    | 5,4  | 5,2    | 4,5  | 5,4    |
| Nakłady brutto na środki trwałe | 14,5 | 12,6   | 10,0 | 12,0   | 10,0 | 10     |
| Eksport                         | 6,0  | 12,8   | 6,2  | 9,0    | 6,2  | 12,0   |
| Import                          | 9,6  | 16,9   | 7,8  | 15,5   | 7,0  | 15,0   |
| Inflacja                        | 3,5  | 4,1    | 2,9  | 3,3    | 2,5  | 2,7    |
| Krótkookresowe stopy procentowe | 5,5  | 5,75   | 5,8  | 6,0    | 5,5  | 6,0    |

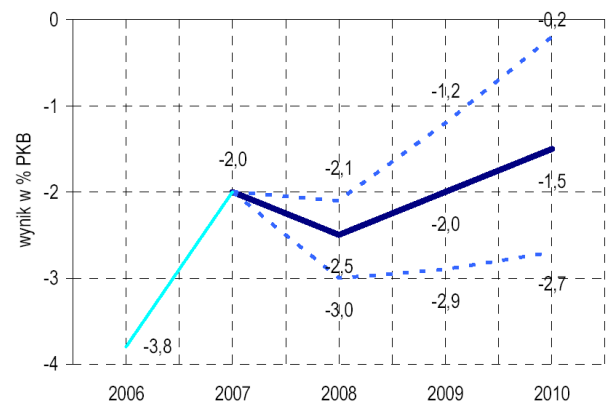
Źródło: PK, własne prognozy

W aktualizacji Programu założono, że tempo wzrostu gospodarki w 2008 roku spowolni do 5,5% z 6,6% zanotowanych w 2007 roku, a w latach 2009-2010 będzie stabilne na poziomie 5%. Przewidywana jest przy tym kontynuacja pozytywnych tendencji na rynku pracy, w tym wzrost zatrudnienia i spadek stopy bezrobocia. Za główne obszary ryzyka uznaje się rozwój sytuacji w gospodarce światowej. Wśród czynników wewnętrznych pewne ryzyko dostrzegane jest ze strony wzrostu inflacji na początku 2008 roku. W kolejnych latach przewiduje się jednak jej powrót do granicy celu inflacyjnego NBP. Zakłada się co prawda stopniowy wzrost nierównowagi zewnętrznej, jednak w skali nie zagrażającej stabilnemu rozwojowi gospodarczemu.

Przyjęte założenia dotyczące tempa wzrostu gospodarczego, choć możliwe do osiągnięcia, nie mogą być uznane za konserwatywne. Według naszych prognoz wzrost PKB w tym roku będzie bliższy poziomowi

5% niż 5,5%, a w kolejnych latach spowolni do 4,5%. Tym samym, istnieje zagrożenie, że dochody sektora instytucji rządowych i samorządowych będą rosły wolniej niż założono w programie. W świetle analizy wrażliwości przedstawionej w Programie (patrz wykres poniżej), realizacja naszej prognozy wzrostu gospodarczego oznaczałaby, że wynik fiskalny w tym roku byłby gorszy od założonego o ok. 0,2% PKB, w 2009 roku gorszy o 0,45% PKB, a w 2010 roku gorszy o 0,6% PKB. Gdyby oczekiwane spowolnienie wzrostu gospodarczego było gwałtowne (w przyszłym roku wzrost na poziomie 4% lub mniej), to wtedy realizacja zamierzeń rządu byłaby jeszcze trudniejsza do przeprowadzenia.

**Wykres 1. Wpływ zmiany tempa wzrostu PKB na wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych**



Źródło: Program Konwergencji

Ryzyko co do tempa wzrostu PKB w Polsce w 2009 r. wiąże się m.in. z niedostatecznie ostrożnymi przewidywaniami odnośnie wzrostu gospodarczego w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki (patrz tabela poniżej).

**Tabela 5. Prognozy wzrostu PKB w UE**

| Wzrost PKB w UE wg              | 2008 | 2009 | 2010 |
|---------------------------------|------|------|------|
| Program Konwergencji            | 2,0  | 2,0  | 2,0  |
| Międzynarodowy Fundusz Walutowy | 1,8  | 1,7  | 2,6  |
| Komisja Europejska              | 2,0  | 1,8  | b.d. |

Źródło: PK, MFW, KE

Jak pokazuje powyższa tabela, przyjęte w Programie założenia dotyczące rozwoju sytuacji gospodarczej w Unii Europejskiej (która jest odbiorcą zdecydowanej większości polskiego eksportu) w latach 2008-2009 są bardziej optymistyczne niż wiosenne prognozy MFW oraz Komisji Europejskiej.

Dyskusyjna jest również założona przez rząd ścieżka inflacji. Średnia inflacja w tym roku okaże się zapewne wyższa niż przyjęte 3,5%, szczególnie, że poziom ten dotyczy inflacji HICP, które systematycznie jest o kilka

dziesiątych punktu procentowego wyższa niż inflacja CPI. W świetle naszych prognoz oraz przewidywań Komisji Europejskiej (patrz tabela 6.), przewidywane tempo spadku inflacji w kolejnych latach wydaje się natomiast realne.

**Tabela 6. Alternatywne wobec PK prognozy inflacyjne**

| Prognozy inflacji wg | 2008 | 2009 | 2010 |
|----------------------|------|------|------|
| Komisja Europejska   | 4,3  | 3,4  | b.d. |
| Bank Zachodni WBK    | 4,1  | 3,3  | 2,7  |

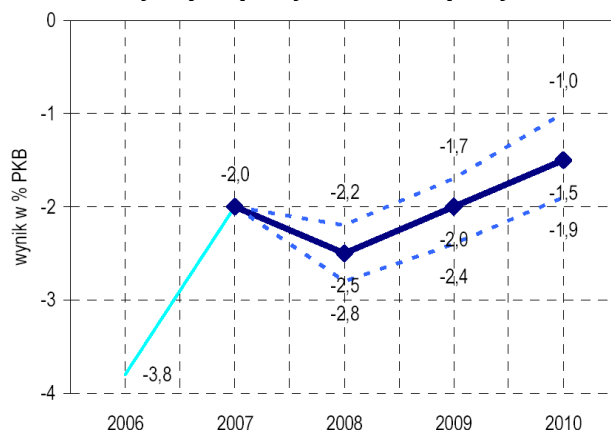
Źródło: KE, własne prognozy

Wyższa od prognoz inflacja w tym roku zwiększy tegoroczne dochody budżetu (wyższe wpływy z VAT i akcyzy). Niemniej, oznaczać ona będzie większą skalę waloryzacji świadczeń społecznych w przyszłym roku. Ponadto, wyższa inflacja w tym roku może nasilić wyraźną już obecnie presję na wzrost płac w sferze budżetowej. Tymczasem, wydatki na świadczenia społeczne oraz wynagrodzenia stanowią łącznie ok. 60% wydatków sektora instytucji rządowych i samorządowych. W rezultacie, wyższa inflacja w tym roku stanowi poważne zagrożenie dla założonego na przyszły rok tempa wzrostu wydatków. Przypomnijmy, że świadczenia społeczne w danym roku muszą być waloryzowane o poziom inflacji oraz przynajmniej 20% realnego wzrostu wynagrodzeń w poprzednim roku, natomiast żądania płacowe w sferze budżetowej są w zależności od grupy zawodowej na poziomie od kilku do kilkudziesięciu procent wzrostu w ujęciu realnym. W tym kontekście, założenie braku realnego wzrostu wydatków w podsektorze centralnym (bez wydatków na projekty unijne) w 2009 roku wydaje się hurraoptymistyczne. Zakładając, że zarówno świadczenia społeczne, jak i płace w sferze budżetowej będą musiały zostać podniesione o przewidywany przez nas wskaźnik inflacji (4,1% zamiast założonego w Programie poziomu 3,5%), to te dwie kategorie wydatków publicznych (w 2008 roku opiewające łącznie na 327 mld zł) okażą się wyższe od założonych w Programie o 1,9 mld zł, czyli 0,14% PKB. Z drugiej strony, wyższa od założeń Programu inflacja w latach 2008-2009 roku pozytywnie wpłynęłaby na wielkość dochodów podatkowych sektora w przyszłym roku. Skalę tego wpływu szacujemy na 0,05% PKB.

Dodatkowy element decydujący o zbyt małym stopniu ostrożności założeń makroekonomicznych przyjętych w Programie to prognozy dotyczące stóp procentowych. Założona ścieżka średniorocznej stopy referencyjnej NBP w latach 2008-2009 wydaje się mało realistyczna, biorąc pod uwagę dotychczasowe decyzje RPP (stopa referencyjna na poziomie 5,75% na koniec marca) i

powszechnie przewidywaną przynajmniej jeszcze jedną podwyżkę stóp o 25 pb (przed końcem II kw. br.). Tymczasem, w świetle analizy wrażliwości zawartej w programie konwergencji, wzrost stóp procentowych o 1 punkt procentowy oznacza pogorszenie wyniku sektora instytucji rządowych i samorządowych w latach 2008 i 2009 o odpowiednio 0,3% i 0,4% PKB.

**Wykres 2. Wpływ zmiany stóp procentowych na wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych**



Źródło: Program Konwergencji

Biorąc pod uwagę nasze przewidywania dotyczące krajowej polityki pieniężnej (średnioroczna stopa referencyjna na poziomie 5,8% w 2008 roku i 6% w 2009 roku) szacujemy, że z tytułu samych zmian stóp procentowych wynik fiskalny w latach 2008 i 2009 będzie o 0,08% PKB gorszy od założonej ścieżki.

### Fiskalne skutki reform

Aktualizacja Programu uwzględnia przyjęte dotychczas rozwiązania legislacyjne, mające wpływ na dochody, wydatki i wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych. Najistotniejsze czynniki, które będą miały wpływ na stronę dochodową to:

- koszty netto reformy emerytalnej,
- ograniczenia obciążeń fiskalnych (redukcja składki rentowej, obniżenie stawek PIT, ulga rodzinna).

Przedstawione w programie szacunki kosztów z tego tytułu (patrz tabela 7.) wydają się realistyczne i naszym zdaniem są neutralne dla oceny wiarygodności założonej ścieżki redukcji deficytu fiskalnego.

**Tabela 7. Koszty netto reformy emerytalnej i koszty netto redukcji klina podatkowego (% PKB)**

|   | 2007       | 2008       | 2009       | 2010       |
|---|------------|------------|------------|------------|
| Koszty netto reformy emerytalnej        | 2,7        | 2,8        | 3,0        | 3,2        |
| Koszty netto redukcji klina podatkowego | 0,3        | 1,3        | 2,0        | 2,1        |
| <b>Razem</b>                            | <b>3,0</b> | <b>4,1</b> | <b>5,0</b> | <b>5,3</b> |

Źródło: Reuters



Po stronie wydatkowej wśród ważnych zmian, które będą miały wpływ na wynik fiskalny wymienia się przede wszystkim wzrost wydatków rozwojowych. Za najważniejsze uznaje się przy tym inwestycje infrastrukturalne. Przedstawione szacunki nakładów na ten cel można uznać za wiarygodne. Kolejny element to restrukturyzacja wydatków socjalnych w ramach której uwzględnione zostało wydłużenie urlopów macierzyńskich oraz podniesienie wymiaru składek emerytalnych i rentowych za osoby przebywające na urloпах wychowawczych. Koszty zmian w tym zakresie szacowane są na poziomie od 0,02% PKB w 2009 roku do 0,05% PKB w 2011 roku i szacunki te wydają się realistyczne.

### Lista czynników ryzyka

Aktualizacja Programu Konwergencji zawiera listę czynników ryzyka, które mogą wpłynąć na inne niż założono ukształtowanie się zmiennych fiskalnych. Warto podkreślić, że resort finansów w przypadku wszystkich elementów wskazuje ryzyko po stronie możliwości uzyskania gorszych wyników fiskalnych. Pierwszy rodzaj ryzyka to ryzyko makroekonomiczne, omówione przez nas powyżej. Wśród pozostałych czynników ryzyka istotne miejsce zajmuje kwestia reprivatyzacji. W kwietniu premier Donald Tusk zapowiedział, że w ciągu kilku miesięcy powstanie odpowiednio ustawa regulująca tę kwestię i zasugerował jednocześnie, że wypłacane rekompensaty stanowiłyby 15-20% roszczeń byłych właścicieli. Według Programu łączna kwota roszczeń reprivatyzacyjnych w chwili obecnej szacowana jest na ok. 100 mld zł. Zakładając że wypłata rekompensat byłaby rozłożona równomiernie na 15 lat, to wynik fiskalny w najbliższych latach uległby pogorszeniu o 0,07%-0,1% PKB rocznie.

Bardzo istotnym czynnikiem ryzyka dla finansów publicznych w najbliższych latach, wymienionym w Programie, jest roszczenie firmy Eureko w związku z orzeczeniem Trybunału Arbitrażowego w sprawie prywatyzacji PZU. Wstępna wysokość odszkodowania, jakiego żąda holenderska firma, wynosi ok. 35 mld zł, co stanowi aż 2,5% PKB.

Kolejny czynnik ryzyka wskazany w Programie to ryzyko legislacyjne i polityczne. W ciągu stosunkowo krótkiego okresu, jaki upłynął od publikacji aktualizacji Programu, parlament zdążył już przyjąć rozwiązania, które pogorszą wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych w latach 2008-2009. Mianowicie, 25 kwietnia br. Sejm zgodził się na spłatę przez budżet państwa długów spółki PKP Przewozy Regionalne. Oznacza to konieczność wygosparowania z budżetu centralnego ok. 1,4 mld zł w tym roku oraz blisko 0,8

mld zł w 2009 roku (0,06% PKB). Do tego można doliczyć koszt abolicji podatkowej, szacowany przez Ministerstwo Finansów na 0,6 mld zł w tym roku z tytułu zwrotu i umorzeń podatków za poprzednie lata oraz na 0,2 mld zł rocznie z tytułu funkcjonowania ulgi w kolejnych latach (0,01% PKB). Takich „niespodzianek” może być więcej. Należy się liczyć m.in. z koniecznością oddłużenia szpitali (koszt ok. 2,7 mld zł, czyli 0,2% PKB) oraz proponowanym przez koalicję PSL wprowadzeniem ulgi na dzieci dla osób nie podlegających PIT (chodzi głównie o rolników), co może kosztować 3-3,5 mld zł, czyli 0,22-0,25% PKB.

Choć co do zasady w trakcie prac nad programem opierano się tylko na ustawach uchwalonych do momentu przygotowania dokumentu, to niejako na wyrost założono, że przyjęte zostaną rozwiązania dotyczące ograniczenia wcześniejszych emerytur. Według wypowiedzi byłego wiceministra finansów Stanisława Gomułki, nie uchwalone na razie przepisy o emeryturach pomostowych mają dać w 2009 roku oszczędności rządu 3 mld zł (0,22% PKB). Nie jest jednak pewne, jaki ostatecznie kształt będą miały rozwiązania dotyczące wcześniejszych emerytur, a zatem, czy rzeczywiście uda się zrealizować zakładane oszczędności. Niemniej, w ambitnej wersji stanowiącej podstawę do negocjacji z partnerami społecznymi Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej zakłada, że oszczędności netto z tego tytułu wyniosą zaledwie 0,35 mld zł w 2009 roku i 0,7 mld zł w 2010 roku<sup>1</sup>. Oznaczałoby to, że w porównaniu z wersją założoną w Programie oszczędności z tytułu wprowadzenia emerytur pomostowych byłyby w 2009 roku przynajmniej o 2,65 mld zł (0,19% PKB) niższe. Eliminacja przywilejów emerytalnych w drodze negocjacji z partnerami społecznymi będzie się wiązać z koniecznością ich „wykupu” w postaci podwyżek płac. W najmocniejszej pozycji wydają się być nauczyciele ze względu na gwarancje zawarte w Karcie Nauczyciela. W rezultacie, realistyczne jest mówienie o podwyżkach płac dla tej grupy zawodowej w skali około 30%. Oznaczałoby to, że w kosztach subwencji oświatowej pojawi się konieczność wyasygnowania dodatkowych środków rządu około 0,4% PKB rocznie.

### Stygnący optymizm agencji ratingowych

Nie oglądając się na dotychczasowy brak realnych działań ukierunkowanych na redukcję deficytu, agencja S&P podwyższyła w I kw. br. perspektywę ratingu Polski

<sup>1</sup> Według analiz MPiPS osiągnięcie powyższych oszczędności będzie możliwe, jeżeli grupa osób uprawnionych do pobierania świadczenia zostanie ograniczona do ok. 129 tys. W chwili obecnej grupa potencjalnych beneficjentów emerytur pomostowych wynosi ok. 786 tys. osób.

dla długu w walucie obcej do „pozytywnej” ze „stabilnej”. Zmiana nastąpiła w związku z „poprawą klimatu dla reform pod kierownictwem nowego rządu”. Agencja sugerowała, że podniesienie ratingu może nastąpić, gdyby ewentualne reformy przyniosły efekty, czego należy spodziewać się bardziej w przyszłym niż tym roku. W komentarzu do tej decyzji napisaliśmy, że argumenty za dokonaną zmianą są aktualne od wyborów parlamentarnych, co oznacza, że perspektywa ratingu Polski mogła zostać poprawiona już kilka miesięcy temu. Jednocześnie, stwierdziliśmy, że biorąc pod uwagę pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego, inflacji oraz niewiele konkretów ze strony rządu po 100 dniach urzędowania decyzja nie wydawała się w pełni uzasadniona. Na początku maja przedstawiciel agencji S&P stwierdził, że brak reform może odsunąć w czasie decyzję o podwyższeniu ratingu, a teoretycznie mógłby nawet spowodować powrót perspektywy do "stabilnej".

**Tabela 8. Rating dla długoterminowych zobowiązań w walutach obcych dla Polski i krajów regionu**

| Agencja ratingowa   | Polska            | Czechy            | Słowacja         | Węgry              |
|---------------------|-------------------|-------------------|------------------|--------------------|
| Standard and Poor's | A-<br>(pozytywna) | A<br>(stabilna)   | A<br>(pozytywna) | BBB+<br>(stabilna) |
| Moody's             | A2<br>(stabilna)  | A1<br>(pozytywna) | A1<br>(stabilna) | A2<br>(stabilna)   |
| Fitch Ratings       | A-<br>(stabilna)  | A+<br>(stabilna)  | A<br>(pozytywna) | BBB+<br>(stabilna) |

*Uwaga: w nawiasach perspektywa ratingu*

*Źródło: Reuters*

### Krytyczny rok 2009

Choć znaków zapytania wokół założonej ścieżki redukcji deficytu jest bardzo wiele, Komisja Europejska zapowiedziała zakończenie stosowania wobec Polski procedury nadmiernego deficytu. Przewidywania Komisji co do tempa redukcji deficytu fiskalnego są jednak mniej optymistyczne niż polskiego rządu. Krytyczny będzie przyszły rok, kiedy mają wejść w życie obniżone stawki podatkowe, a wyższa inflacja w tym roku zwiększy planowaną skalę waloryzacji świadczeń społecznych. W rezultacie, Bruksela spodziewa się, że w tym roku deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych osiągnie zgodnie z założeniami Programu 2,5% PKB, ale w 2009 roku zamiast zakładanego przez polski rząd spadku 2% zobaczymy wzrost do 2,6%. Nasze szacunki wskazują, że wynik finansów publicznych w przyszłym roku może być jeszcze gorszy (patrz tabela poniżej).

**Tabela 9. Szacunek wyniku sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2009 r. wg BZ WBK**

|   | % PKB        |
|---|--------------|
| <b>Deficyt wg Programu Konwergencji</b>                     | <b>-2,0</b>  |
| Niższy wzrost PKB   | -0,45        |
| Wyższa inflacja w 2008 r.                                   | -0,14        |
| Wyższa inflacja w latach 2008-2009                          | 0,05         |
| Wyższe stopy procentowe                                     | -0,08        |
| <b>Razem ryzyko makroekonomiczne</b>                        | <b>-0,62</b> |
| Wykup "Karty Nauczyciela"                                   | -0,40        |
| Przeszacowane oszczędności dotyczące emerytur pomostowych   | -0,19        |
| Reprywatyzacja  | -0,07        |
| Oddłużenie PKP Przewozy Regionalne                          | -0,06        |
| Abolicja podatkowa  | -0,01        |
| <b>Razem dodatkowe czynniki</b>                             | <b>-0,73</b> |
| <b>Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych</b> | <b>-3,35</b> |

*Źródło: szacunki własne na podstawie dostępnych informacji*

Uwzględniając ryzyko makroekonomiczne poprzez przyjęcie naszych prognoz wzrostu PKB, inflacji i stóp procentowych zamiast parametrów założonych w Programie, deficyt uległby powiększeniu do 2,62% PKB. Uwzględniając dodatkowe elementy mające wpływ na zmienne fiskalne w przyszłym roku, tj. koszty „wykupu” Karty Nauczyciela, niższe od założonych oszczędności z wprowadzenia emerytur pomostowych, koszty reprywatyzacji, oddłużenia PKP oraz abolicji podatkowej, deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w przyszłym roku będzie wyższy o kolejne ok. 0,73% PKB.

W sumie wynika z tego, że osiągnięcie przez rząd celu w postaci spadku deficytu sektora instytucji rządowych i samorządowych oznaczać będzie konieczność dodatkowego zacieśnienia fiskalnego w skali 1,35% PKB, czyli 18,5 mld zł. Dodatkowe spustoszenie w państwowej kasie, rzędu 0,4% PKB, poczyniłoby ewentualne wprowadzenie proponowanych przez PSL ulg rodzinnych oraz oddłużenie szpitali. O kosztach wypłaty odszkodowania dla Euroko lepiej nie wspominać. W pierwszy majowy weekend premier rozpoczął poszukiwania 7 mld zł oszczędności w przyszłorocznym budżecie i na razie udało mu się znaleźć 2,5 mld zł. O dużo więcej może być trudno. Wynika to przede wszystkim ze znacznej sżywności wydatków budżetowych. Główne kategorie wydatków sżywnych (tj. świadczenia społeczne, wynagrodzenia oraz wydatki na obronę narodową) oraz nakłady na środki trwałe (których wzrost stanowi priorytet rządu w kolejnych latach i wiąże się z koniecznością

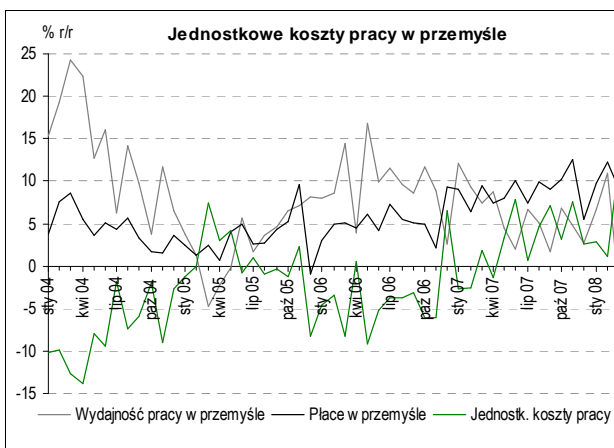
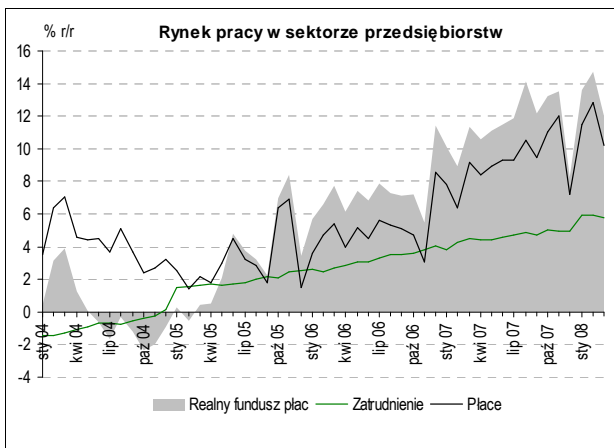
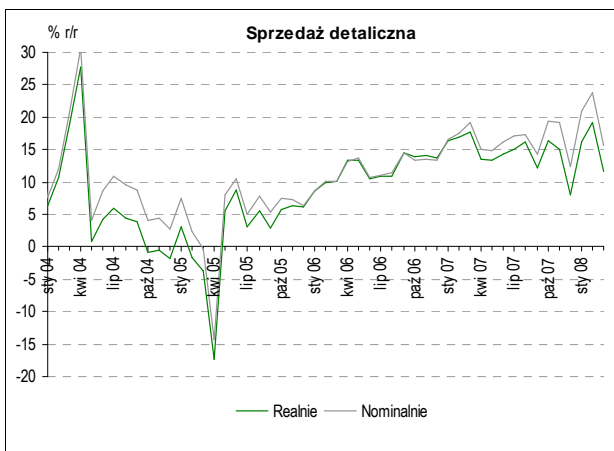
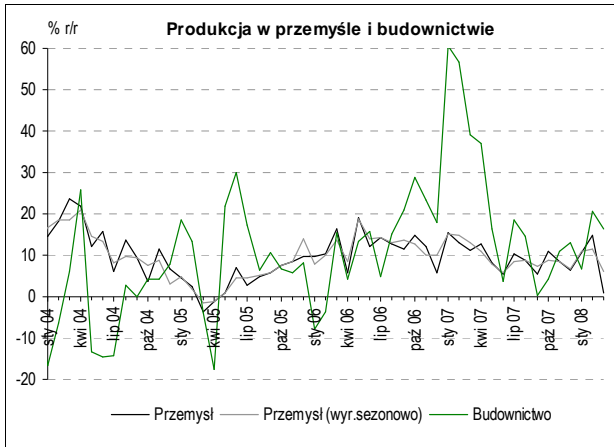
współfinansowania projektów unijnych) mają wg naszych szacunków opartych o założenia Programu wynieść w przyszłym roku łącznie 432,3 mld zł, rosnąc o 5,5%. Tym samym, przy planowanym limicie wydatków ogółem, pozostałe wydatki miałyby wynieść 134,9 mld zł, wzrastając o 2,9%. Według naszych szacunków, uwzględniających ryzyko makroekonomiczne oraz pozostałe wskazane przez nas czynniki mające wpływ na kształtowanie się zmiennych fiskalnych, wydatki sztywne oraz nakłady brutto na środki trwałe wyniosą w przyszłym roku 439,7 mld zł, czyli wzrosną o 7,3%. Jeśli dodamy do tego szacowane przez nas dodatkowe pogorszenie wyniku fiskalnego, nie związane z wydatkami sztywnymi oraz nakładami brutto na środki trwałe, pozostałe wydatki mogłyby w 2009 roku wynieść 116,4 mld zł, czyli musiałby spaść w porównaniu z 2008 rokiem o 11,2%. W takim przypadku nie byłoby mowy o proponowanej przez PSL uldze rodzinnej dla nie płacących PIT oraz o oddłużeniu szpitali. Aż tak duża skala redukcji wydatków wydaje się mało realistyczna, więc dla utrzymania deficytu na planowanym poziomie konieczne może się okazać zwiększenie obciążeń fiskalnych. W tym kontekście warto przypomnieć, że przedstawiciele rządu mówili m.in. o możliwości wycofania się z redukcji składki rentowej (choć dotychczas mówił o tym jedynie odwołany wiceminister Gomułka). Rozważany jest również wzrost składki zdrowotnej (bez prawa do odliczeń podatkowych). Sytuację rządu mogłaby poprawić lepsza od planu realizacja tegorocznego budżetu (łatwiej byłoby wówczas osiągnąć m.in. zakładane wskaźniki wzrostu dochodów w 2009 roku). Trzeba jednak pamiętać, że w dużym stopniu zostało to już uwzględnione w Programie Konwergencji w postaci znacznej rewizji założeń makroekonomicznych w porównaniu z budżetem na ten rok. O ile w budżecie zapisano, że średnioroczna inflacja w 2008 roku wyniesie 2,3%, to w Programie zapisano 3,5%. Nie obniżono natomiast prognoz tempa wzrostu gospodarczego.

### Podsumowanie

W kolejnych latach istnieje szansa na redukcję deficytu fiskalnego, ale będzie to zależało w dużym stopniu od

tempa wzrostu gospodarczego. To z kolei zależy będzie od koniunktury zagranicznej oraz niepewnych skutków dotychczasowych i planowanych reform. Podsumowując, ścieżka redukcji deficytu przyjęta przez rząd w Programie Konwergencji wydaje się mało realistyczna i można się spodziewać poważnych problemów z jej zrealizowaniem. Znalazło to zresztą odzwierciedlenie w zdecydowanej asymetrii czynników ryzyka wskazanych w Programie. Jeśli jednak wiatry w światowej gospodarce będą pomyślne, to szybkie tempo wzrostu PKB w Polsce (co najmniej zgodne z założeniami Programu Konwergencji) umożliwiłoby rządowi utrzymanie deficytu poniżej limitu 3% PKB. Tym samym, Polska ma szansę (ale nie pewność) na spełnianie fiskalnych kryteriów z Maastricht w ciągu najbliższych kilku lat i wyrazem tego jest zapowiedziane przez Komisję Europejską zakończenie procedury nadmiernego deficytu wobec Polski. Co więcej, pozytywna rekomendacja Komisji Europejskiej dla wejścia Słowacji do strefy euro, pomimo zastrzeżeń co do trwałości spełniania przez ten krajów kryteriów konwergencji (w tym fiskalnego), sugeruje, że podobnie mogłoby być w przypadku Polski. W rezultacie, mimo wszystkich zastrzeżeń do Programu Konwergencji, przy utrzymaniu dobrej koniunktury gospodarczej, odpowiedniej woli politycznej i pewnym dostosowaniu fiskalnym, możliwe jest wejście Polski do strefy euro w 2012 lub 2013 roku, w zależności od terminu wejścia do mechanizmu kursowego ERM II i pomyślnego pobytu w nim przez co najmniej 2 lata. Ostatnie wypowiedzi ministra finansów wskazują, że wejście złotego do ERM II może nastąpić po uspokojeniu sytuacji na międzynarodowych rynkach finansowych. Podobnie wypowiadał się prezes NBP Sławomir Skrzypek. Oczywiście nie należy zapominać, że dodatkowym warunkiem wejścia Polski do strefy euro jest spełnienie kryterium inflacyjnego, ale to jest już zupełnie inna historia...

## Gospodarka Polski



## Czy to tylko chwilowe pogorszenie w statystykach?

■ Produkcja przemysłowa zwiększyła się w marcu zaledwie o 0,9% r/r (15% w lutym), podczas gdy mediana prognoz rynkowych wskazywała na wzrost o 8,3%, a najniższa na rynku była nasza prognoza na poziomie 5,1%. Choć dane za marzec były pod negatywnym wpływem efektu mniejszej liczby dni roboczych (o 2 w porównaniu z marcem 2007), sezonowo dostosowany wzrost produkcji również istotnie spowolnił, do 6,1% r/r (11,4% w lutym). Nieco silniejszy od oczekiwań był wzrost produkcji budowlanej, który wyniósł 16,3% r/r.

■ Wzrost sprzedaży detalicznej również okazał się gorszy od oczekiwań i wyniósł w marcu 15,7% r/r wobec mediany prognoz rynkowych na poziomie 21%, naszej prognozy wynoszącej 19% i wzrostu w lutym o prawie 24% r/r.

■ Spowolnienie wzrostu sprzedaży zanotowano we wszystkich działach, a jej realna dynamika zmniejszyła się do 11,7% r/r z 19,2% przed miesiącem. O ile spodziewaliśmy się spowolnienia wzrostu sprzedaży w marcu, m.in. ze względu na efekt wcześniejszych niż w ubiegłym roku Świąt Wielkanocnych, to jego skala okazała się głębsza. Trudno jednoznacznie wykazać, czy jest to już oznaka słabnącego popytu konsumpcyjnego, tym bardziej, że wpływ Świąt na dynamikę sprzedaży nie był jednoznaczny (z jednej strony, zakupy świąteczne były dokonywane wcześniej niż przed rokiem, ale z drugiej strony, nowe przepisy wymagają zamykania sklepów w dni świąteczne).

■ Podtrzymujemy naszą prognozę spowolnienia gospodarczego w dalszej części roku (mniejsze dynamiki produkcji, eksportu i inwestycji w II poł. roku), jednak wydaje nam się, że najbliższe informacje z gospodarki będą w tonie uspokajającym. Innymi słowy, sytuacja gospodarcza w Polsce nie jest aż tak dobra jak sugerowały statystyki za styczeń-luty (i prognozy na kwiecień), ale nie aż tak zła jak mogło to wynikać z danych za marzec.

## Na rynku pracy również pewne uspokojenie sytuacji

■ O ile dane z realnej sfery gospodarki za marzec wprowadziły sporo niepewności do oceny dalszego rozwoju sytuacji ekonomicznej, dane z rynku pracy były tylko niewielką niespodzianką, choć działającą w tym samym kierunku. Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw zwiększyło się w marcu o 3,7% m/m i 10,2% r/r wobec oczekiwanego mniejszego spowolnienia do 11,1% r/r z 12,8% w lutym. Jednocześnie dynamika zatrudnienia delikatnie spadła w marcu do 5,8% r/r, wobec oczekiwanej stabilizacji na poziomie 5,9% r/r.

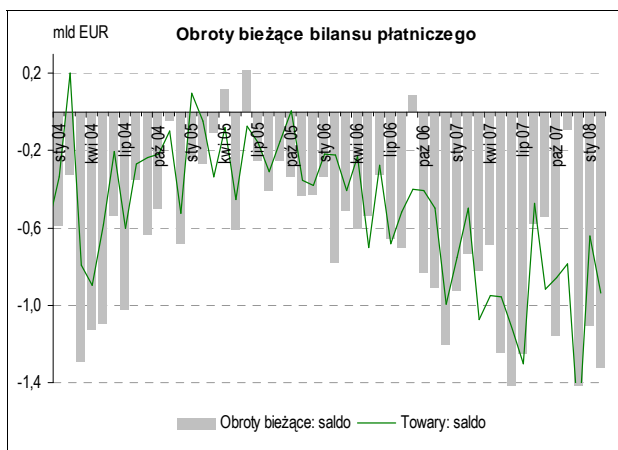
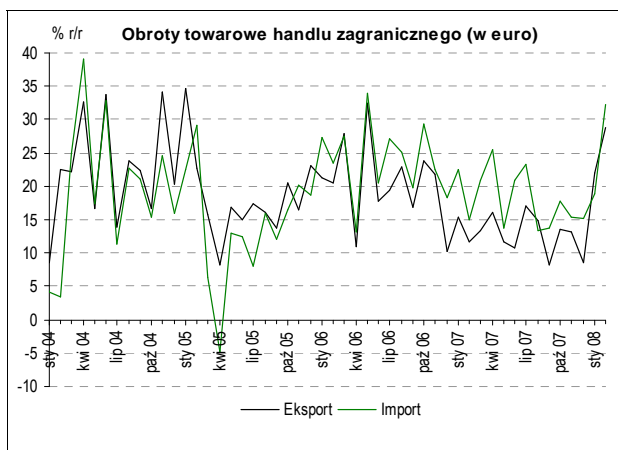
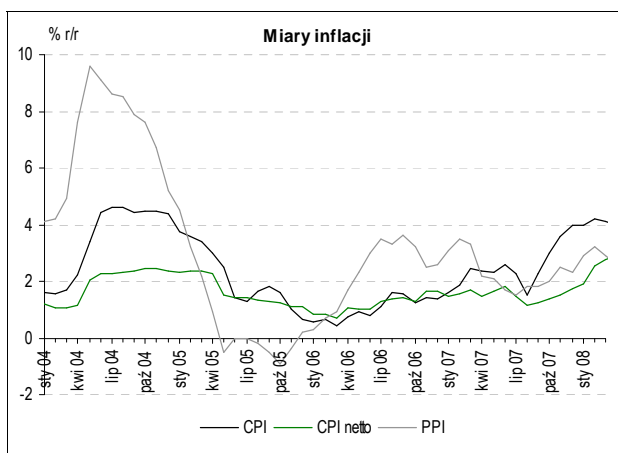
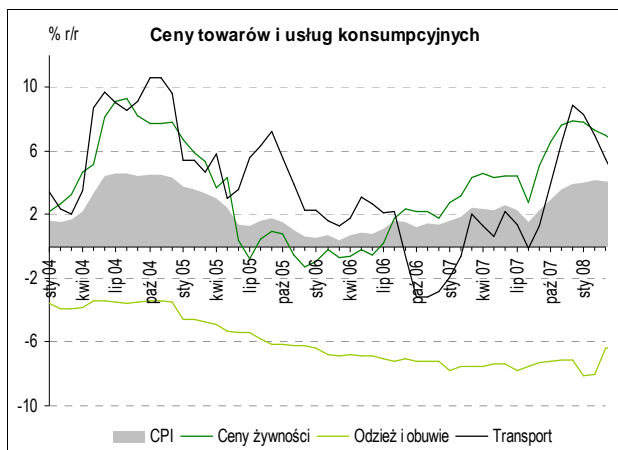
■ Dynamika funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw spowolniła w marcu nominalnie do 16,6% r/r i realnie do 12% r/r z rekordowych poziomów odpowiednio 19,5% i 14,7% w lutym.

■ Szczegółowe dane o płacach w sektorze przedsiębiorstw pokazały, że spowolnienie wzrostu płac w przetwórstwie przemysłowym i w handlu było w marcu głębsze niż w całym sektorze (dynamika ponownie na poziomie jednocyfrowym). W przetwórstwie przemysłowym wyraźniej obniżyła się też dynamika zatrudnienia (do 4,1% r/r). Sugeruje to, że w tych obszarach gdzie mechanizmy konkurencji rynkowej działają relatywnie najlepiej, napięcia płacowe są bardziej ograniczone niż wynika z danych dla całego sektora przedsiębiorstw.

■ Niemniej jednak, spodziewamy się utrzymania dwucyfrowej dynamiki wzrostu płac w najbliższych miesiącach i w całym roku 2008, choć nie powinno być to znacznie powyżej 10%. Oznaczać to będzie wciąż znaczący wzrost jednostkowych kosztów pracy, będący argumentem za dalszym zacieśnieniem polityki pieniężnej. Jeśli chodzi o dane kwietniowe, nasza prognoza rocznego wzrostu płac jest nieco poniżej oczekiwań rynkowych (11,2% vs. 11,5%), co przy dalszym spadku inflacji może skłonić Radę do poczekania z podwyżką na nową projekcję inflacji w czerwcu.



## Gospodarka Polski

**Póki co, inflacja ustabilizowała się w okolicach 4%**

▪ Inflacja CPI w marcu spadła do 4,1% z 4,2% w lutym po wzroście cen w ciągu miesiąca o 0,4%. Dane były zgodne z naszą prognozą i szacunkiem Ministerstwa Finansów, a niższe od mediany prognoz rynkowych na poziomie 4,2%.

▪ Roczna dynamika cen żywności i paliw okazała się wyższa niż prognozowaliśmy wynosząc odpowiednio 7% i 10,1%. Niższa od oczekiwań była natomiast roczna dynamika łącznie pozostałych kategorii cen. W rezultacie inflacja netto wzrosła w marcu nieco słabiej niż oczekiwaliśmy i wyniosła 2,7% r/r (2,5% r/r w lutym). Wzrost inflacji netto powyżej celu inflacyjnego banku centralnego, wraz z wysokim poziomem innych miar inflacji bazowej odzwierciedla pewien wzrost fundamentalnej presji inflacyjnej i wynika ze wzrostu cen regulowanych. Dlatego też, inflacja netto wzrosła w najbliższym czasie powyżej 3%, a w drugiej połowie roku zbliży się do 4%.

▪ W kwietniu przewidujemy spadek inflacji CPI do 4%, natomiast w maju możemy zobaczyć jej przyspieszenie do 4,2-4,3% ze względu na kolejną rundę wzrostu cen regulowanych. W kolejnych miesiącach, aż do października, inflacja CPI powinna ustabilizować się nieco powyżej 4%. Wyjątkiem będą dane sierpniowe, gdy ze względu na efekt niskiej bazy statystycznej inflacja wzrosła do 4,6-4,7%. Z kolei, w ostatnich miesiącach roku spodziewamy się spadku inflacji w okolice górnej granicy odchylenia inflacji od celu NBP.

▪ Ceny produkcji za marzec pokazały wzrost o 0,2% m/m i 2,9% r/r wobec naszej prognozy na poziomie 3% r/r i oczekiwań rynku na stabilizację inflacji PPI na poziomie 3,2% r/r. Wzrost cen w przetwórstwie przemysłowym spowolnił do 1,9% r/r z 2,1% r/r w lutym po miesięcznym wzroście cen o 0,2% m/m. Delikatnie spowolniła również dynamika cen w górnictwie oraz kategorii zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz i wodę.

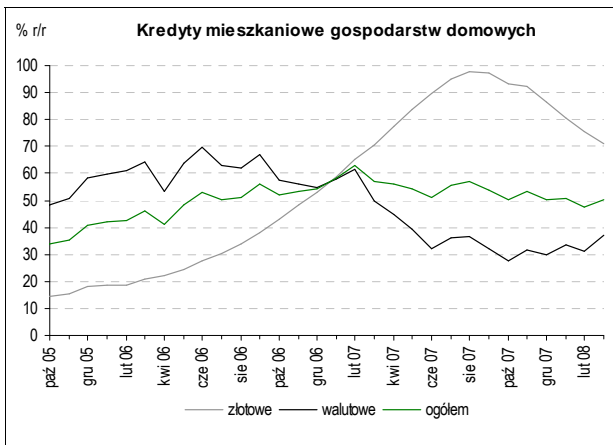
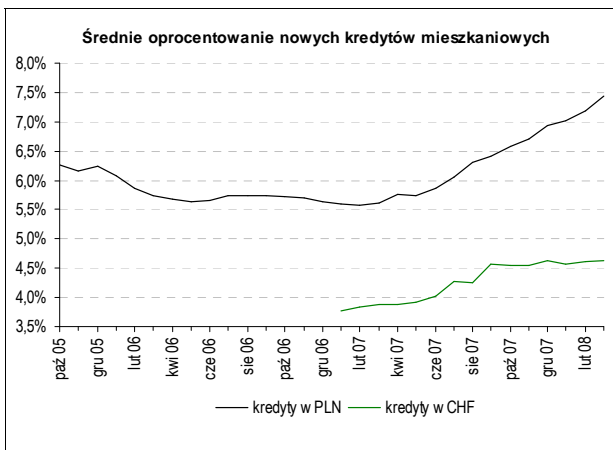
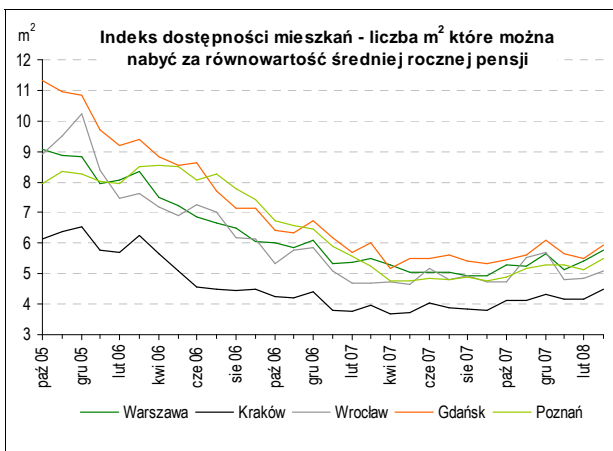
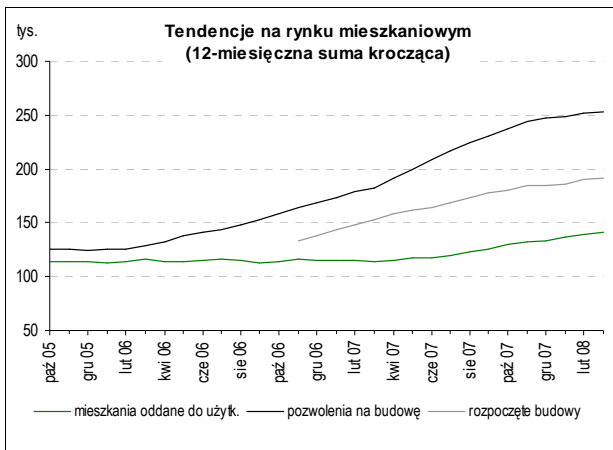
**Wzrost obrotów handlowych i deficytu**

▪ Deficyt obrotów bieżących wzrósł w lutym do 1,32 mld € z poziomu 1,1 mld € w styczniu, wobec mediany prognoz rynkowych na poziomie 1 mld € i naszego szacunku ok. 1,2 mld €. Zgodnie z naszymi przewidywaniami, dynamika eksportu i importu wyraźnie przyspieszyła w lutym, znacznie przekraczając prognozy rynkowe, co było pochodną bardzo dobrych wyników produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w tym miesiącu.

▪ Eksport (wyrażony w euro) wzrósł o prawie 29% r/r, najszybciej od maja 2006 r., a import zwiększył się w jeszcze większym stopniu, o ponad 32% r/r. Naszym zdaniem, tak dobrych wyników eksportu nie sposób będzie jednak utrzymać w dalszej części roku ze względu na znaczną skalę aprecjacji złotego, a także osłabienie wzrostu gospodarczego za granicą. Jednocześnie, dynamika importu pozostanie zapewne dość wysoka, ze względu na prawdopodobny dalszy szybki wzrost popytu krajowego. Będzie to prowadziło do stopniowego wzrostu deficytu handlowego i pogarszania salda obrotów bieżących do PKB. W lutym skumulowany 12-miesięczny deficyt wyniósł 4% PKB wobec 3,9% w styczniu, jednak na koniec roku relacja ta może przekroczyć 5%.

▪ W lutym, oprócz wyższego deficytu handlowego (933 mld €), pogorszeniu uległo również saldo usług (nadwyżka zaledwie 90 mln €), natomiast zmniejszył się deficyt na rachunku dochodów (767 mln €), co mogło wynikać m.in. z wyższych transferów dochodów Polaków pracujących za granicą. Po raz kolejny zanotowano wysoki napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych (1,3 mld €), których suma za ostatnie 12 miesięcy wciąż przewyższa skumulowany deficyt obrotów bieżących w tym samym okresie. Choć warto odnotować, że ta nadwyżka zmniejsza się systematycznie w ostatnich miesiącach.

# Rynek nieruchomości



## Podaż mieszkań stopniowo rośnie

- Liczba mieszkań oddawanych do użytku nadal rośnie, co jest owocem inwestycji rozpoczętych w ciągu ostatnich dwóch lat. W marcu oddano o prawie 28% mieszkań więcej niż przed rokiem, a w ciągu ostatnich 12 miesięcy ich liczba wyniosła 142 tys.
- W najbliższych dwóch-trzech latach realne wydaje się zwiększenie podaży nowych mieszkań do ok. 200 tys. rocznie. Mocniejsze wzrosty wydają się mało prawdopodobne, tym bardziej, że tempo przyrostu liczby nowych budów oraz wzrost liczby wydawanych pozwoleń na budowę zaczęły w ostatnich miesiącach wyraźnie słabnąć.
- Warto pamiętać, że nawet przy takiej skali ożywienia po stronie podaży, jeszcze przez ok. 10 lat będzie utrzymywał się na rynku deficyt liczby mieszkań w stosunku do liczby gospodarstw domowych.

## Poprawia się relacja płac do cen nieruchomości

- Dzięki stabilizacji, czy nawet niewielkim spadkom cen mieszkań przy równoczesnej poprawie sytuacji na rynku pracy i wzrostowi dochodów gospodarstw domowych, dostępność cenowa nieruchomości powoli odbija się od dna. W marcu za równowartość dwunastu średnich pensji w Warszawie, Krakowie i Poznaniu można było kupić o 15-17% większą powierzchnię mieszkania niż pół roku wcześniej, we Wrocławiu o 7% więcej.
- Popyt na mieszkania pozostaje jednak wciąż ograniczony, a klienci wstrzymują się z decyzjami o zakupie, m.in. w nadziei na głębszą korektę cen. Opóźnianie decyzji oznacza jednak, że odroczony popyt w końcu się ujawni, a przestrzeń do spadku cen jest ograniczona. Tym bardziej, że równocześnie wzrastają opłaty za wynajem mieszkań w większych miastach, co sprawia, że odkładanie decyzji o zakupie jest coraz bardziej kosztowne.

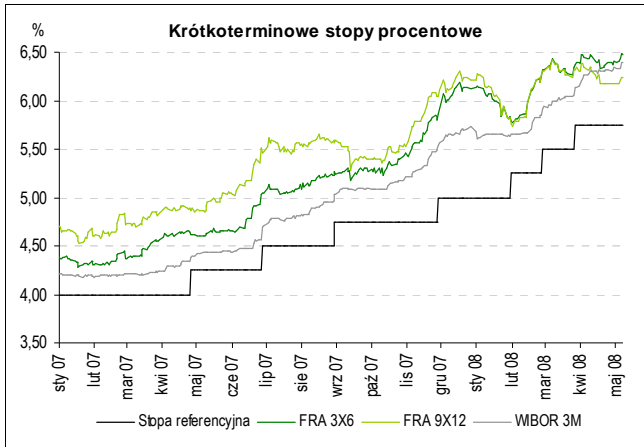
## Rosnąca różnica między oprocentowaniem w PLN i CHF

- Możliwość nabywcze części klientów ogranicza wzrost krajowych stóp procentowych, który w dużej części neutralizuje efekt wzrostu wynagrodzeń. W marcu średnie oprocentowanie nowych kredytów mieszkaniowych w złotych było o ponad 1,8 pp wyższe niż przed rokiem, co oznacza wzrost raty kredytu za 50-metrowe mieszkanie w Warszawie o ponad 850 zł, w Krakowie, Wrocławiu i Poznaniu o ok. 600 zł.
- W efekcie, finansując się kredytem złotowym w marcu można było nabyć mieszkanie w Warszawie o 8% większe niż pół roku temu, ale o ponad 11% mniejsze niż przed rokiem.
- Coraz bardziej rośnie dysproporcja między oprocentowaniem kredytów w złotych i we frankach szwajcarskich. To ostatnie pozostaje od pół roku niemal stabilne, a w ciągu 12 miesięcy wzrosło ponad dwukrotnie mniej niż oprocentowanie w PLN.

## ... powoduje wzrost zainteresowania kredytami walutowymi

- Efektem zmian w relatywnych kosztach kredytów jest wyraźne przesunięcie popytu klientów na kredyty w CHF. W I kw. br. zadłużenie osób prywatnych z tytułu kredytów mieszkaniowych zwiększyło się o 13 mld zł, z czego ponad 70% stanowiły kredyty walutowe (dysproporcja była jeszcze większa biorąc pod uwagę znaczne umocnienie złotego.). W IV kw. 2007 relacja była dokładnie odwrotna: 70% przyrostu stanowiły kredyty w złotych.
- Wg raportu NBP, banki zanotowały w I kw. br. spadek popytu na kredyty mieszkaniowe. Równocześnie jednak, mimo planowanego zaostrzenia polityki kredytowej, banki spodziewają się najsilniejszego od roku wzrostu popytu na kredyty mieszkaniowe, prawdopodobnie w efekcie realizacji odraczanych w ostatnich miesiącach decyzji gospodarstw domowych. Coraz więcej banków łagodzi politykę udzielania kredytów walutowych.

## Pod lupą: Bank centralny



### Fragmety komunikatu po kwietniowym posiedzeniu RPP

W średnim okresie presja inflacyjna może być ograniczana przez nadal dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw oraz wysoką dynamikę inwestycji oddziałującą w kierunku wzrostu wydajności. Do ograniczania tej presji mogą się także przyczynić procesy globalizacji i towarzyszący im wzrost konkurencji na rynku dóbr i usług podlegających wymianie międzynarodowej, a także spowolnienie wzrostu w gospodarce światowej, a w konsekwencji także w gospodarce polskiej. W kierunku obniżenia inflacji powinny również oddziaływać dokonane dotychczas podwyżki stóp procentowych oraz obserwowana w ostatnich kwartałach aprecjacja złota.

W ocenie Rady, w średnim okresie prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego jest nadal wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja będzie niższa od celu. Rada nie wyklucza przy tym, że obniżenie inflacji do celu inflacyjnego w średnim okresie będzie wymagało dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej. Wobec zwiększonej niepewności co do perspektyw wzrostu gospodarki światowej, a także gospodarki polskiej Rada uznała, że pełniejsza ocena perspektyw inflacji będzie możliwa po analizie danych napływających w nadchodzącym okresie.

### Fragmety opisu dyskusji na posiedzeniu RPP w marcu

Wskazywano, że wzrost rocznej inflacji w lutym w stosunku do stycznia br. wynikał głównie z silnego wzrostu cen kontrolowanych. Zwracano uwagę, że wskaźnik CPI po wyłączeniu cen kontrolowanych obniżył się w lutym w stosunku do stycznia br.

Analizując sytuację na rynku pracy, wskazywano, że dane dotyczące płac w sektorze przedsiębiorstw w lutym okazały się wyższe od oczekiwań, a dynamika zatrudnienia utrzymała się na wysokim poziomie.

Odnosząc się do sytuacji w otoczeniu polskiej gospodarki, zwracano uwagę na utrzymującą się niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarki światowej.

Dyskutując na temat polityki pieniężnej, wskazywano, że zbyt silne jej zacieśnienie, przy jednoczesnym obniżaniu stóp procentowych przez Rezerwę Federalną Stanów Zjednoczonych i utrzymaniu stóp na niezmiennym poziomie przez Europejski Bank Centralny może skutkować napływem kapitału spekulacyjnego do Polski i doprowadzić do nadmiernej aprecjacji kursu walutowego. Z kolei, nadmierne umocnienie złota może prowadzić do pogorszenia się konkurencyjności polskiego handlu zagranicznego, co przy spowolnieniu wzrostu gospodarki światowej może skutkować spadkiem dynamiki polskiego eksportu i obniżeniem tempa wzrostu PKB.

### Popyt na kredyt dla przedsiębiorstw



Źródło: NBP, Reuters

### W kwietniu bez podwyżki

■ Zgodnie z naszymi oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej utrzymała w kwietniu stopy procentowe bez zmian, po serii trzech podwyżek pod rząd w poprzednich miesiącach. Stopa referencyjna pozostała na poziomie 5,75%.

■ W komunikacie RPP pojawiły się dwa nowe istotne elementy, które uzasadniły przerwę w podwyżkach: spowolnienie wzrostu gospodarczego na świecie z możliwymi konsekwencjami dla polskiej gospodarki oraz aprecjacja złota.

■ Z drugiej strony, Rada utrzymała nieformalne restrykcyjne nastawienie i wymieniła szereg argumentów „jastrzębich” (szybki wzrost płac, ryzyko efektów drugiej rundy, ryzyko utrzymania podwyższonej inflacji i oczekiwań inflacyjnych).

■ Nadal oczekujemy, że w tym roku nastąpi jeszcze jedna podwyżka stóp procentowych, jednak prawdopodobnie dopiero w czerwcu. Naszym zdaniem Rada będzie chciała poczekać z decyzją na więcej danych i informacji, aby mieć lepszą ocenę sytuacji, zarówno jeśli chodzi o ścieżkę inflacji jak i perspektywy spowolnienia. Dopiero w czerwcu RPP będzie miała dostęp do danych kwartalnych o PKB za I kw. i do drugiej w tym roku projekcji inflacji NBP. W czerwcu również Rada będzie mogła ocenić skalę wzrostu inflacji pod wpływem drugiej rundy podwyżek cen kontrolowanych (gaz, energia elektryczna).

■ Za odsunięciem kolejnej decyzji o podwyżce do czerwca przemawiają też m.in. nasze prognozy kwietniowej inflacji i dynamiki płac, będące poniżej oczekiwań rynkowych. Gdyby jednak dane o CPI oraz wroście wynagrodzeń okazały się wyższe niż przewidujemy, oznaczałoby to wzrost szans na podwyżkę już w maju. Tym bardziej, że spodziewamy się sporych wzrostów produkcji i sprzedaży detalicznej.

### Marcowa podwyżka mimo niepewności

■ Z opisu dyskusji na posiedzeniu RPP w marcu wynika, że Rada podjęła trzecią z rzędu decyzję o podwyżce stóp procentowych ze względu na utrzymujący się wzrost gospodarczy, prawdopodobnie przekraczający potencjalny wzrost PKB, znaczny wzrost wynagrodzeń i zatrudnienia, oraz ryzyko wzrostu oczekiwań inflacyjnych.

■ Jednak w czasie dyskusji w marcu pojawiało się też sporo „gołębic” argumentów, a członkowie Rady już wtedy zwracali uwagę na utrzymującą się niepewność co do perspektyw gospodarki światowej oraz możliwe przełożenie spowolnienia na świecie na koniunkturę gospodarczą w kraju. Spore znaczenie dla członków RPP miała też relacja pomiędzy stopami procentowymi w kraju i za granicą i jej potencjalny wpływ na kurs walutowy oraz konkurencyjność eksportu.

### Banki zaostrzają kryteria, ale popyt na kredyt rośnie

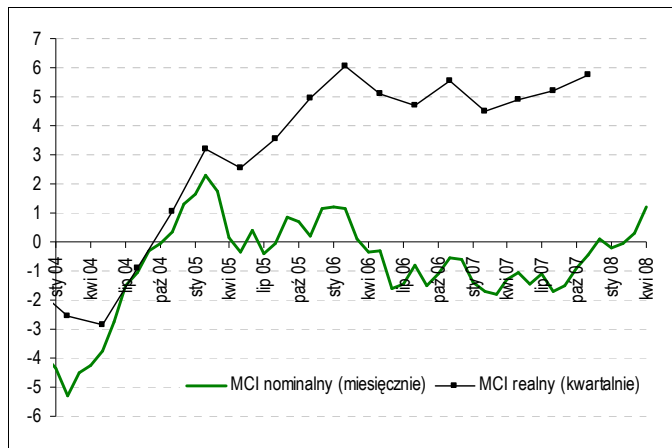
■ Wg kwartalnego raportu NBP, w I kw. br. banki nieznacznie zaostrzyły kryteria przyznawania kredytów dla przedsiębiorstw natomiast utrzymały bez zmian warunki dla osób prywatnych. Podniesiono marże dla wszystkich rodzajów kredytów (co oznacza dodatkowe efektywne zaostrzenie polityki pieniężnej).

■ Banki odnotowały wzrost popytu na kredyty ze strony firm, głównie ze względu na zwiększone zapotrzebowanie na finansowanie inwestycji oraz kapitału obrotowego. Nastąpił dalszy wzrost popytu kredyty na konsumpcyjne, wynikający z poprawy sytuacji gospodarstw domowych i rosnącego zapotrzebowania na finansowanie dóbr trwałego użytku, ale pogłębił się spadek popytu na kredyty mieszkaniowe.

■ Banki przewidują wzrost popytu na kredyty, zarówno ze strony przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych, w II kw.

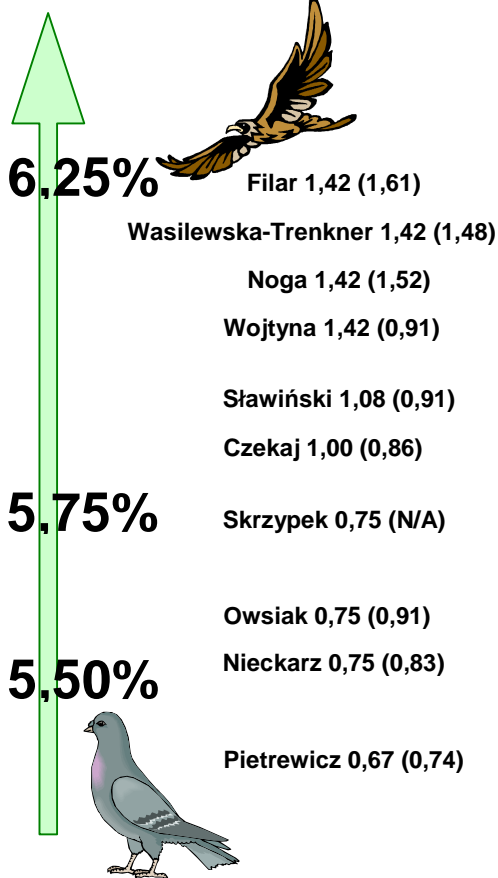


## Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



### MCI w kwietniu ostro w górę, bez podwyżki przez RPP

- Zgodnie z naszymi przewidywaniami, przedstawionymi w poprzednim raporcie, wyraźne umocnienie złotego oraz wzrost rynkowych stóp procentowych doprowadziły do silnego wzrostu nominalnego MCI w kwietniu.
- Zarówno w przypadku kursu EURPLN, jak i stawek WIBOR3M zwiększenie się odchylenia średnich poziomów w kwietniu od obliczanego przez nas długoterminowego trendu było znaczne.
- W pierwszym tygodniu maja kurs złotego był nieco mocniejszy niż średnio w kwietniu, a krótkoterminowe stopy rynkowe były wyższe niż przeciętnie w kwietniu, ale w obu przypadkach skala zmiany nie była na tyle duża, aby spowodować istotne zwiększenie odchylenia od trendu. W rezultacie, nominalny MCI prawdopodobnie ustabilizował się.



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.

### Gołębie coraz bardziej zdecydowanie przeciw podwyżkom

W wywiadzie dla ISB przedstawiciel „gołębiej” frakcji w RPP Stanisław Nieckarz powiedział, że wobec słabnącego tempa rozwoju krajów strefy euro, EBC w II półroczu br. decyduje się na jedną, a może dwie obniżki stóp. W jego ocenie, dla Polski taka perspektywa oznaczałaby dalszy wzrost i tak już wysokiego dysparytetu stóp procentowych stymulującego jeszcze głębszą aprecjację złotego ze wszystkimi negatywnymi skutkami dla eksportu i dynamiki PKB. Nieckarz wyraził przekonanie, że prowadziłyby to do jeszcze większego pogorszenia równowagi zewnętrznej. Podkreślił, że utrudniłoby to znacznie realizację celów polityki pieniężnej w przyszłości.

### Prezes NBP wbrew gołębiom

W poprzednim miesiącu napisaliśmy, że prezes NBP wydaje się unikać etykiety radykalnego „gołębia”, którą przypinano mu od posiedzenia RPP w sierpniu 2007, gdy jako jedyny głosował przeciw podwyżce stóp. Spowodowało to zmianę pozycji prezesa na naszej osi restrykcyjności bankierów centralnych. Opublikowane w ostatnim czasie wyniki głosowania Rady ws. podwyżki stóp o 25 pb w lutym spowodowały kolejny ruch Sławomira Skrzypka w górę w naszym rankingu restrykcyjności. W lutym prezes zagłosował bowiem wbrew etatowym „gołębiom” (Pietrewicz, Nieckarz, Owsiak), ustalając wynik głosowania na 7 do 3 za podwyżką.

### Czekaj czeka na kolejne dane

W wywiadzie dla TVN CNBC z 7 maja, Jan Czekaj (kluczowy z punktu widzenia rozkładu sił w RPP) powiedział, że nie jest przesądzone, czy Rada podniesie stopy procentowe akurat w czerwcu i czy 6% to będzie poziom wystarczający, gdyż wszystko zależy będzie od napływających danych. Ta wypowiedź nie dała jednoznacznej wskazówki, czy oznacza to większe ryzyko podwyżki już maju, czy raczej możliwość odsunięcia jej na później. Nieco więcej światła na poglądy prof. Czekaja rzucił jednak wywiad w *Gazecie Prawnej* z 8 maja. Stwierdził on w nim m.in., że Rada musi poczekać na dane z kwietnia i maja, aby wyciągnąć pełniejsze wnioski o sytuacji gospodarczej. Co więcej, jego zdaniem „sygnały płynące z gospodarki światowej nie skłaniają do podwyższania stóp procentowych”. Czekaj powiedział wprost, że „jeżeli dane będą pokazywać, że dochodzi do spowolnienia, to [...] nie byłoby już potrzeby podwyższania stóp”, a jeśli inflacja zacznie spadać, to „będziemy robić to, co inne banki centralne”, czyli obniżać stopy. Wydaje się, że te wypowiedzi wspierają nasz pogląd, że podwyżka jest bardziej prawdopodobna w czerwcu niż w maju, nawet biorąc pod uwagę nasze dość wysokie prognozy produkcji i sprzedaży detalicznej na kwiecień.

### Jastrzębie nadal widzą potrzebę podwyżek

Z najnowszych wypowiedzi „jastrzębi” wynika, że nadal widzą oni potrzebę dalszego zaostrzenia polityki pieniężnej, ale przyznają, że istnieje znaczne prawdopodobieństwo, iż również w maju nie dojdzie do podwyżki. Marian Noga w wywiadzie dla PAP z 5 maja powiedział, że jego zdaniem potrzebna jest jeszcze jedna podwyżka, natomiast próbując określić kiedy mogłaby ona nastąpić odparł, że „RPP postanowiła, że muszą być dane za I kwartał, a one będą w końcu maja”. Sugeruje to, że bardziej prawdopodobnym terminem kolejnej podwyżki jest czerwiec niż maj. Wówczas Rada będzie już znała nie tylko dane o PKB za I kw. (30 maja), ale również nową projekcję inflacji NBP.



## Pod lupą: Rząd i polityka

### Fragmety Raportu o Konwergencji EBC

Na Słowacji istnieje ryzyko wzrostu inflacji. [...] Podsumowując, istnieją poważne obawy co do trwałości konwergencji osiągniętej na Słowacji w odniesieniu do kryterium inflacji.

Słowacja musi dokonać dalszej konsolidacji [fiskalnej], aby zrealizować cel średniookresowy określony w Pakcie Stabilności i Wzrostu, który w programie konwergencji został zdefiniowany jako osiągnięcie do 2010 r. deficytu budżetowego netto skorygowanego o czynniki sezonowe i tymczasowe w wysokości 0,8% PKB.

Fakt, że w ostatnich latach słowacka waluta ulegała aprecjacji, utrudnia dokonanie analizy, jak gospodarka słowacka funkcjonowałaby w warunkach nieodwołalnie ustalonych sztywnych kursów walutowych.

W celu stworzenia warunków sprzyjających trwałej konwergencji Słowacja powinna między innymi wdrożyć trwałe i wiarygodne rozwiązania zapewniające konsolidację fiskalną. [...] Jeśli chodzi o politykę strukturalną, kluczowa będzie poprawa funkcjonowania rynku pracy, który charakteryzuje się utrzymującym się wysokim bezrobociem strukturalnym, niedopasowaniem kwalifikacji i niedostateczną mobilnością pracowników. [...] Słowacja będzie także musiała wznowić proces liberalizacji gospodarki i promować konkurencję na rynkach produktów, szczególnie w sektorze energetycznym.

### Fragmety raportu Komisji Europejskiej

W przypadku Polski, ograniczający wpływ aprecjacji kursu walutowego na inflację stanowi ważny czynnik przejściowy i oczekiwany jest wkrótce wzrost średniej rocznej inflacji powyżej wartości referencyjnej.

W czasie przygotowywania tego raportu, Komisja analizowała ten program [konwergencji, złożony przez polski rząd]. W świetle tej oceny i wiosennej aktualizacji prognoz Komisji, Komisja może zarekomendować uchylenie procedury nadmiernego deficytu.

### Fragmety raportu Europejskiego Banku Centralnego

W celu uzyskania warunków sprzyjających trwałej konwergencji, Polska powinna, między innymi, wdrożyć trwałe i wiarygodne rozwiązania zapewniające konsolidację fiskalną. [...] Jednocześnie ważną będzie dla Polski kontynuacja restrukturyzacji gospodarki, przyspieszenie procesu prywatyzacji i dalsze zwiększenie konkurencji na rynkach produktów. Ponadto środki służące poprawie funkcjonowania rynków pracy i zwiększeniu niskiej stopy partycypacji na rynku pracy są kluczowe dla osiągnięcia dużego wzrostu i stabilności cen.

Prawodawstwo polskie nie spełnia jeszcze wszystkich wymogów dotyczących niezależności banku centralnego i integracji prawnej z Eurosystemem.

### Wypowiedzi przedstawicieli Ministerstwa Finansów

**Stanisław Gomułka:** (TVP Info, 4 maja) Ja tym pełnomocnikiem [ds. reformy finansów publicznych] miałem zostać [...], ale ten projekt się rozplynął, a determinacja ze strony premiera, żeby właśnie iść w tym kierunku, w moim przekonaniu była niedostateczna. Było zainteresowanie reformami, ale nie było determinacji. [...] Ponadto były takie sugestie, że tak naprawdę nie jest to czas na jakieś poważne reformy w Polsce, ponieważ chociaż mamy większość w parlamencie, to nie mamy dostatecznej większości, żeby odrzucić weto prezydenta, które prawdopodobnie się pojawi w przypadku trochę bardziej kontrowersyjnych propozycji ze strony rządu i koalicji.

(Gazeta Wyborcza, 17 kwietnia) Jest ogromna presja ze strony polityków, by dużo mówić o rzeczach, które oni uznają za politycznie "dobre", chwytliwe dla wyborców, np. o obniżeniu podatków. W ogóle nie było zainteresowania wśród ministrów i polityków dyskusjami o tym, jak kontrolować wzrost wydatków, jakie reformy wprowadzać, by ten wzrost wyhamować.

**Jacek Rostowski:** (Rzeczpospolita, 21 kwietnia) Minister Gomułka nadzorował nowelizację ustawy o finansach publicznych, a nie całą reformę wydatków. [...] Jako podsekretarz stanu profesor Gomułka nie decydował o polityce w żadnym zakresie, nie miał żadnych własnych 'planów'. [...] Naszą kotwicą jest plan konwergencji. Deficyt sektora finansów w 2009 roku musi wynieść 2% PKB, czyli o pół procent mniej niż w 2008 roku.

### Zielone (migające?) światło dla euro na Słowacji

W opublikowanym na początku maja *Raporcie o Konwergencji*, Komisja Europejska oceniła, że Słowacja spełnia wszystkie wymagane kryteria i zarekomendowała Radzie ministrów finansów UE przyjęcie tego kraju do strefy euro.

Jednocześnie, analogiczny raport przygotowany przez EBC jest znacznie bardziej sceptyczny w ocenie przygotowania słowackiej gospodarki na przyjęcie wspólnej waluty (patrz ramka obok), chociaż wg informacji mediów i tak został złagodzony.

Decyzja w sprawie przyjęcia Słowacji do strefy euro będzie należała do polityków. Kluczową będzie szczyt UE w czerwcu, na którym swoją opinię przedstawią przywódcy państw Unii. Spodziewamy się, że zaskoczenia nie będzie i Słowacja otrzyma zgodę, a sceptyczny raport EBC nie stanie się pretekstem, aby w ostatniej chwili zmienić kolor światła na czerwone.

### Przed Polską jeszcze dość długa droga

W ocenie KE, Polska spełnia tylko jedno z pięciu formalnych kryteriów konwergencji: długoterminowych stóp procentowych.

Komisja zaznaczyła jednak, że może zarekomendować zniesienie procedury nadmiernego deficytu wobec Polski po zakończeniu analizy programu konwergencji. Wg komisarza UE Joaquina Almunii może to nastąpić 11 czerwca.

Zdaniem ministra finansów Jacka Rostowskiego, Polska może przystąpić do systemu kursowego ERM-2 w 2009 r. (być może w środku roku), ale dopiero po uspokojeniu sytuacji na rynkach finansowych. Minister ma nadzieję, że za 4 lata Polska będzie w strefie euro. Naszym zdaniem będzie to możliwe, jeśli rząd zgodnie z wnioskiem z raportu ECB wdroży „trwałe i wiarygodne rozwiązania zapewniające konsolidację fiskalną”. Problem w tym, że tych rozwiązań nadal nie znamy.

### Wolniejsze reformy bez Gomułki?

Rezygnacja Stanisława Gomułki ze stanowiska wiceministra finansów i jego wypowiedzi, sugerujące, że przyczyną dymisji była zbyt mała determinacja w rządzie dla przeprowadzenia znaczących reform w zakresie finansów publicznych, pogłębiają nasze obawy, że realizacja planu konsolidacji fiskalnej założona w programie konwergencji stoi pod znakiem zapytania.

Cień wątpliwości pojawił się nawet w opiniach agencji S&P, która niedawno podniosła perspektywę ratingu Polski do pozytywnej. Ostatnio analityk agencji przyznał, że brak reform gospodarczych w średnim terminie mógłby doprowadzić do zmiany perspektywy ratingu z powrotem na neutralną.

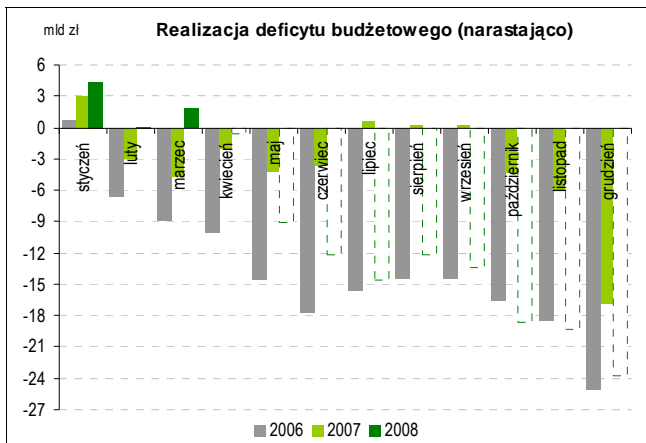
Ważnym sprawdzianem dla rządu z konsekwencji w realizacji zaplanowanej konsolidacji fiskalnej będzie budżet na 2009 r., którego wstępne parametry poznamy w czerwcu.

### Bardzo szybki wzrost dochodów podatkowych

Budżet państwa zanotował po I kwartale nadwyżkę 1,8 mld zł (a nie jak wstępnie szacowało MF 3,1 mld zł), był to jednak ponownie lepszy wynik od harmonogramu. Tak dobry rezultat był efektem bardzo silnego wzrostu dochodów podatkowych oraz opóźnienia w realizacji niektórych wydatków.

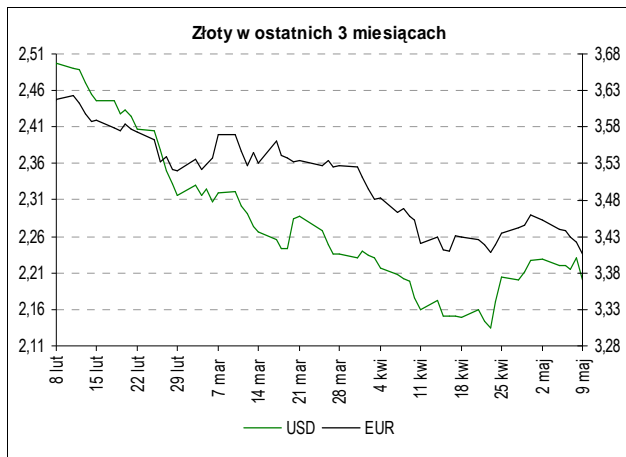
Wpływy z CIT wzrosły w marcu o prawie 110% r/r, co było zapewne jednorazowym efektem rozliczenia zysków przedsiębiorstw za zeszły rok. Szybko rosły wpływy z tytułu podatków pośrednich (12% r/r) oraz z PIT (8% r/r), co wskazuje, że koniunktura jest wciąż w miarę dobra.

Wg szacunków MF po kwietniu budżet miał nadwyżkę 600 mln zł. Dochody ponownie były wyższe niż wcześniej zakładano, a wydatki poniżej planu. W całym roku MinFin spodziewa się deficytu niższego od planu o ok. 3 mld zł.



Źródło: Ministerstwo Finansów, Komisja Europejska, EBC, szacunki własne

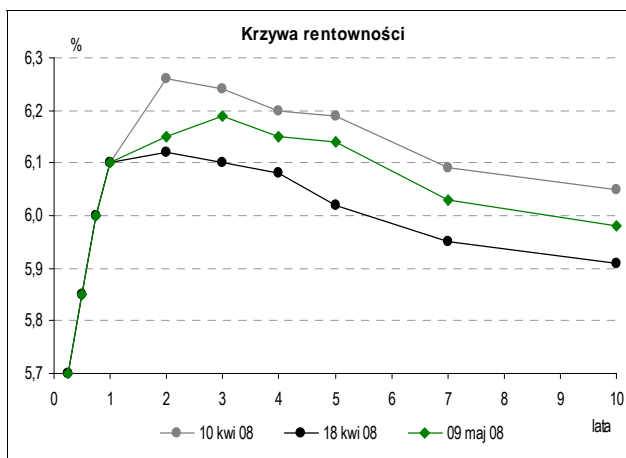
## Monitor rynku



### Złoty poniżej 3,40

▪ Zgodnie z naszymi oczekiwaniami po publikacji kwietniowego raportu miesięcznego na krajowym rynku walutowym doszło do korekty złotego wobec euro. Takim ruchowi towarzyszyły słabsze od oczekiwań dane z gospodarki za marzec, brak podwyżki stóp procentowych na kwietniowym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej oraz odreagowanie dolara na światowych rynkach. Na początku maja nastąpiło jednak ponowne umocnienie krajowej waluty związane, m.in. z pozytywną rekomendacją Komisji Europejskiej dla Słowacji w kwestii wejście do strefy euro, która umocniła waluty regionu.

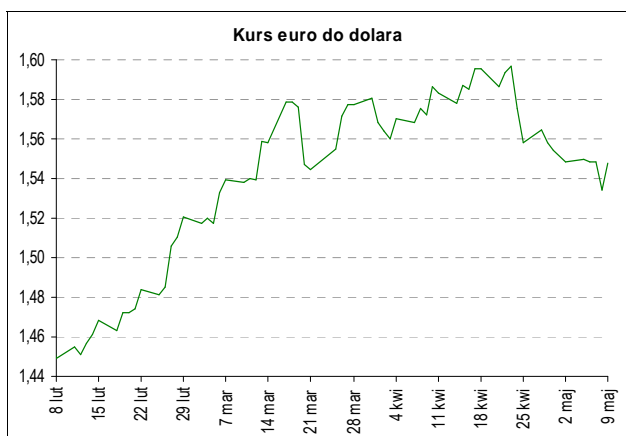
▪ Po spadku poniżej 3,40, złoty może dalej się umocnić (m.in. w związku realizacją stop-lossów), z ryzykiem zbliżenia się w pobliże historycznego minimum, czyli do ok. 3,35. Niemniej, biorąc pod uwagę naszą prognozę inflacji oraz zakładany brak podwyżki stóp w maju widzimy możliwość korekty.



### Rentowności znów rosną po tymczasowym umocnieniu długu

▪ W kwietniu nastąpiła seria publikacji danych z gospodarki (inflacja, płace, produkcja, sprzedaż), które okazały się słabsze od rynkowych szacunków i osłabiły oczekiwania rynku na podwyżkę stóp procentowych na kwietniowym posiedzeniu. Zgodnie z naszymi prognozami Rada wstrzymała się z decyzją o zmianie parametrów polityki pieniężnej. W pierwszych dniach maja doszło do ponownych spadków cen obligacji. W ciągu miesiąca krzywa rentowności uległa lekkiemu wystromieniu.

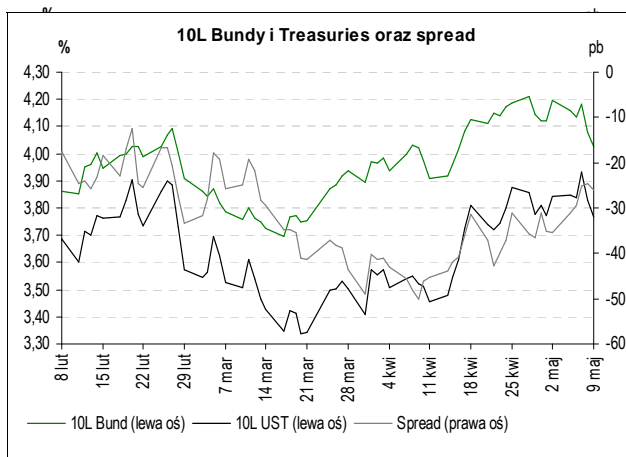
▪ Naszym zdaniem dane o inflacji i dane z rynku pracy mogą nieco wesprzeć rynek stopy procentowej. W drugą stronę będą działały dane o produkcji i sprzedaży. Jeśli zrealizuje się nasz scenariusz zakładający brak podwyżki stóp procentowych w maju, to może to nieco pozytywnie wpłynąć na rynek stopy. Jednak komunikat Rady będzie raczej jastrzębi sygnalizujący podwyżkę stóp w czerwcu, co będzie powstrzymywało spadek stawek rynkowych.



### Wyraźne odreagowanie dolara po spadku do 1,60

▪ W ostatnich tygodniach po tym jak kurs EURUSD pokonał poziom 1,60 doszło do znaczącego odreagowania dolara wobec euro. Głównym powodem było stopniowe wygasanie oczekiwań na dalsze cięcia stóp procentowych w USA przy pewnym wzroście niepokoju o inflację. Poza tym część danych z USA była lepsza a ze strefy euro gorsza od oczekiwań wskazując na osłabienia aktywności gospodarczej w EMU oraz zwiększając oczekiwania na cięcia stóp oraz zmianę tonu wypowiedzi EBC. Jastrzębi ton komentarzy J.C. Tricheta po ostatnim spotkaniu decyzyjnym EBC pomogły odreagować euro.

▪ Spodziewamy się ponownego osłabienia dolara wobec euro w najbliższym czasie, choć poziom 1,60 może być trudny do osiągnięcia. Odbicie amerykańskiej waluty może być początkiem trendu spadkowego kursu EURUSD.



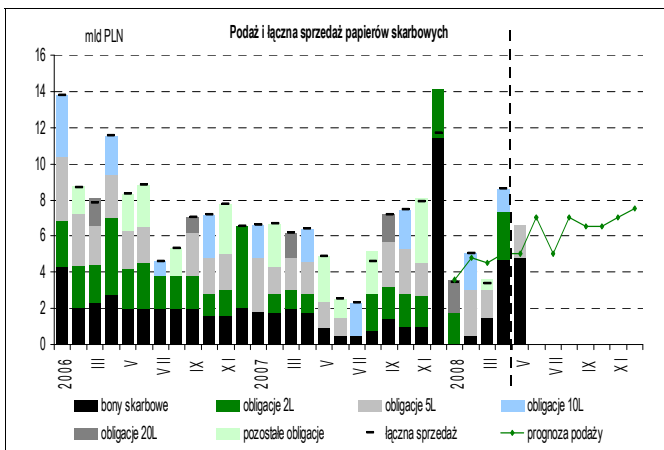
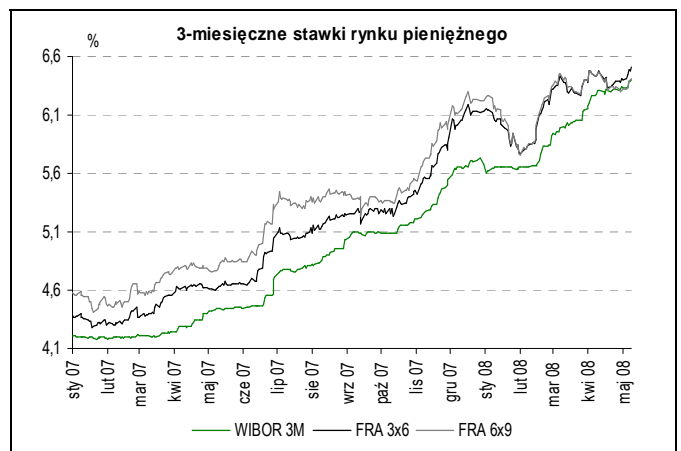
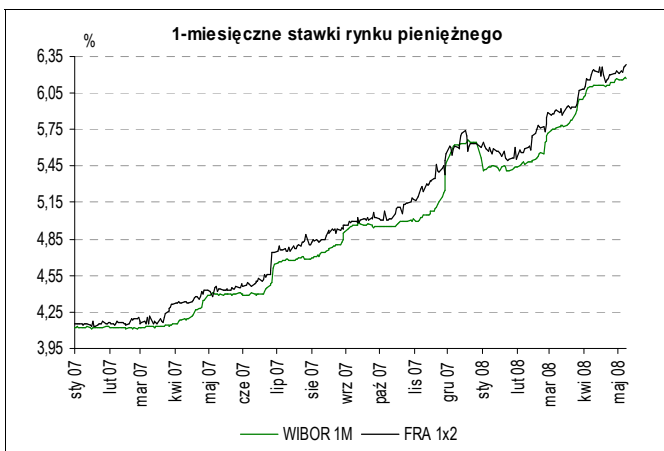
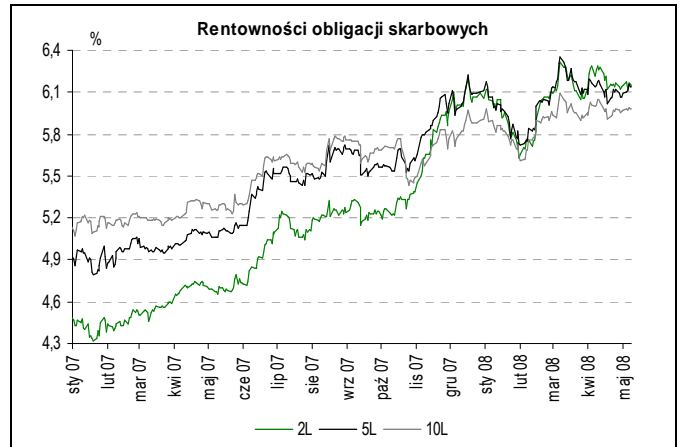
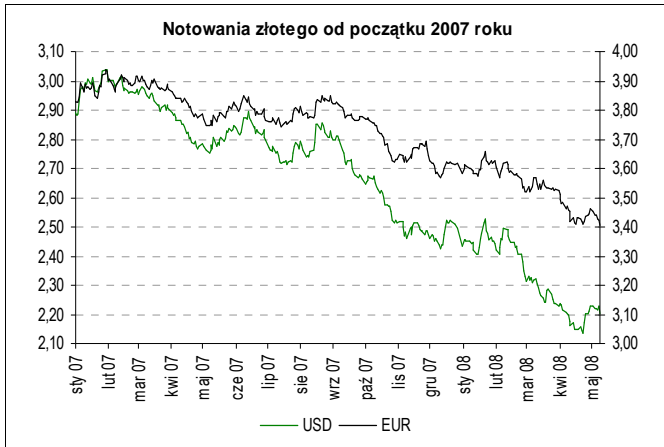
### Oczekiwania mniejszej skali cięć stóp osłabiają Treasuries

▪ W ostatnim miesiącu doszło do znaczącego ograniczenia oczekiwań co do skali dalszego łagodzenia polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych, co znalazło też odzwierciedlenie w ostatnim niewielkim ruchu Fed. Pewien wpływ na wzrost stawek miała wysoka inflacja w strefie euro oraz wzrost apetytu na ryzyko na światowych rynkach (lepsze dane z rynku pracy w USA). Odreagowanie przyszło po posiedzeniu Fed oraz po wzroście awersji do ryzyka i obaw o sytuację na rynkach kredytowych (spadki na rynkach akcji), a także po posiedzeniu EBC i słabszych danych z EMU. Rentowności 10-letnich Treasuries i Bundów wzrosły do poziomów 3,75% oraz 4,06% z 3,51% oraz 4,03%.

▪ Wciąż podtrzymujemy nasze oczekiwania cięć stóp procentowych w USA o Fed o 25 pb na kolejnym posiedzeniu oraz 25 pb w II poł. roku. Przesunęliśmy też spodziewane obniżki stóp procentowych po 25 pb w strefie euro na IV kw.

Źródło: Reuters, BZ WBK

# Monitor rynku



**Przetargi bonów skarbowych (mln zł)**

| Data przetargu | (OFERTA)*/SPRZEDAŻ |          |          |        |              |
|----------------|--------------------|----------|----------|--------|--------------|
|                | 52-tyg.            | 26-tyg.  | 13-tyg.  | 5-tyg. | 3-tyg. 2-dn. |
| 14.01.2008     | 2000               | -        | -        | -      | -            |
| 11.02.2008     | 500                | -        | -        | -      | -            |
| 10.03.2008     | 1417               | -        | -        | 737    | -            |
| 10.04.2008     | -                  | -        | -        | -      | 2837         |
| 14.04.2008     | 3134               | 1005     | 573      | -      | -            |
| 05.05.2008     | 2787               | -        | -        | -      | 2007         |
| 26.05.2008     | (2000-3000)        | (0-1500) | (0-1500) | -      | -            |
| 09.06.2008     | -                  | -        | -        | -      | -            |
| 14.07.2008     | -                  | -        | -        | -      | -            |
| 11.08.2008     | -                  | -        | -        | -      | -            |
| 08.09.2008     | -                  | -        | -        | -      | -            |
| 22.09.2008     | -                  | -        | -        | -      | -            |
| 13.10.2008     | -                  | -        | -        | -      | -            |

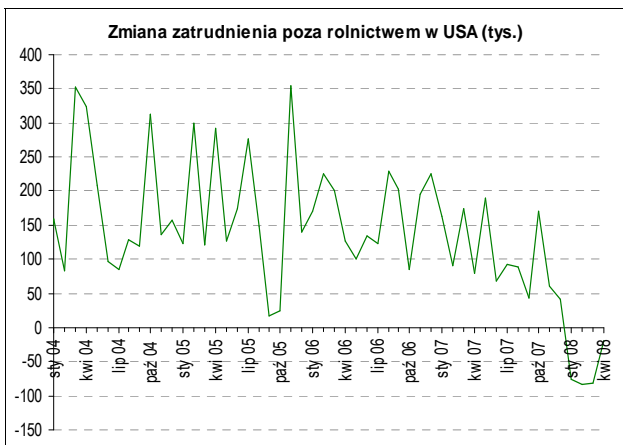
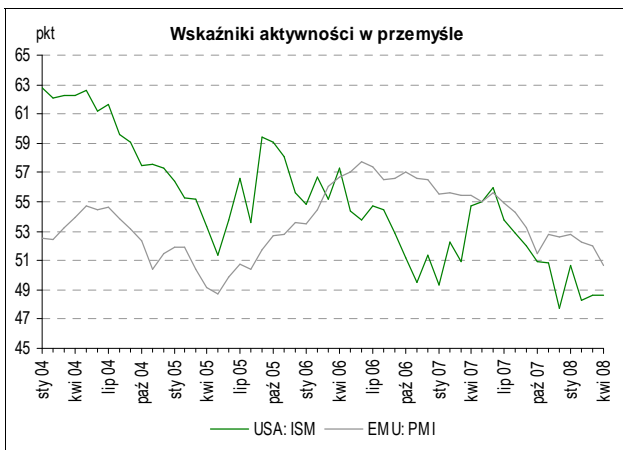
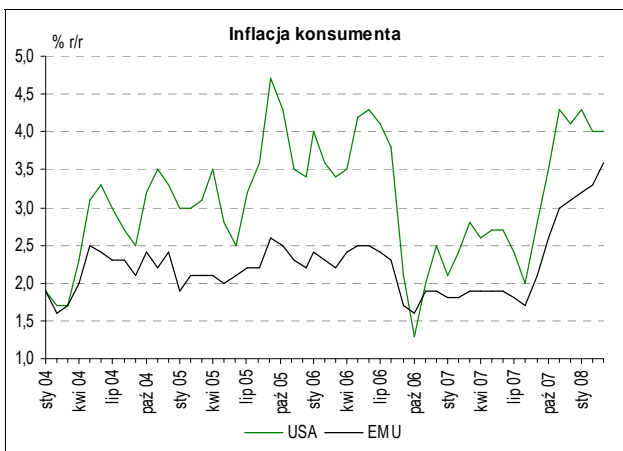
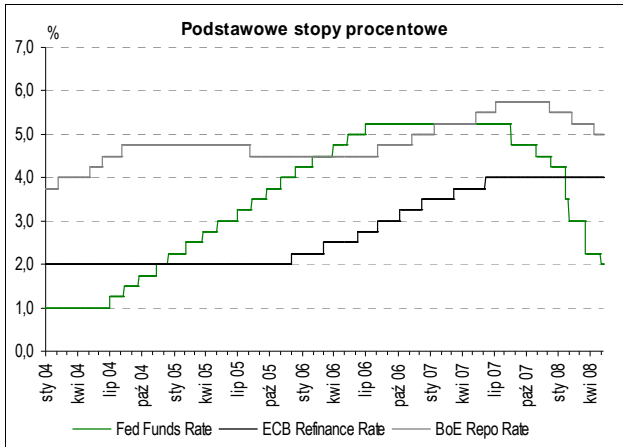
\* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

**Przetargi obligacji skarbowych w 2008 r. (mln zł)**

| miesiąc     | I przetarg |           |        | II przetarg |       |                   | Przetarg zamianv |          |       |                          |                 |
|-------------|------------|-----------|--------|-------------|-------|-------------------|------------------|----------|-------|--------------------------|-----------------|
|             | 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    | 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 | PS0413/DS1017            | 3399/2804       |
| maj         | 07.05      | PS0413    | 1 800  | 1 800       | 14.05 | WS0922            | 1 000 - 2 500    | -        | 21.26 | -                        | -               |
| 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

**Zmniejszenie oczekiwań na cięcia stóp przez Fed**

Pod koniec kwietnia Fed obniżył stopy procentowe o 25 pb (główna stopa 2%). Zgodnie z oczekiwaniami ton komunikatu Fed zasugerował możliwość przerwy w obniżkach, choć pozostawił otwarte drzwi do kolejnych cięć stóp. Oznacza to, że rynek w dalszym ciągu będzie bardzo uważnie śledził kolejne dane. W sumie, decyzja i komunikat Fed zostały odebrane dość gołębno.

Na majowym posiedzeniu EBC po raz kolejny pozostawił stopy procentowe bez zmian. Jean Claude Trichet ponownie podkreślił, że najważniejszym celem banku jest stabilność cenowa, a działania EBC są poświęcone zapobieżeniu wystąpienia efektów drugiej rundy, które mogłyby się pojawić w związku z utrzymującym się na wysokim poziomie bieżącym wskaźnikiem inflacji. Wg szefa EBC bank musi zapewnić, że wzrost inflacji będzie tymczasowy, nawet jeśli utrzymają się ryzyka dla gospodarki.

**Inflacja w USA nadal wysoka, w EMU niższa od prognoz**

Dane o inflacji pokazały wzrost indeksu CPI o 0,3% m/m (4,0% r/r) wobec konsensusu rynkowego na poziomie 0,4%. Z kolei inflacja bazowa wyniosła 0,2% m/m (2,4% r/r) zgodnie z rynkowymi oczekiwaniami. Ceny producentów w USA wzrosły w marcu dwukrotnie bardziej niż oczekiwano o 1,1% m/m (6,9% r/r) przy dużym wzroście cen żywności i energii. Bazowy PPI wzrósł w marcu zgodnie z oczekiwaniami o 0,2% m/m oraz 2,7% r/r.

Inflacja w strefie euro mierzona wskaźnikiem HICP była w marcu wyższa od oczekiwań oraz od wstępnych szacunków Eurostatu na poziomie 3,5% r/r i wyniosła 3,6% wobec 3,3% w lutym. Wstępne szacunki za kwiecień pokazały szybszy spadek inflacji do 3,3% wobec oczekiwań na poziomie 3,4%. Ceny produkcji przemysłowej wzrosły o 0,7% m/m oraz 5,7% r/r wobec oczekiwań na poziomie 5,6% r/r.

**Wciąż słabe wskaźniki aktywności**

Indeks ISM znalazł się w kwietniu na poziomie 48,6 pkt wobec oczekiwanego spadku do 48 pkt. Dane poprawiły nastroje na giełdach i wsparły dolara. Indeks ISM dla sektora usług w USA wzrósł w kwietniu do 52,0 pkt z 49,6 pkt, podczas gdy analitycy oczekiwali spadku do 49,0 pkt. Odnotowano przy tym spadek indeksu aktywności gospodarczej oraz spory wzrost indeksów zatrudnienia oraz cen płaconych.

Indeks PMI, określający koniunkturę w sektorze przemysłowym strefy euro, wyniósł w kwietniu 50,7 pkt wobec 52,0 pkt w marcu. Analitycy spodziewali się indeksu na poziomie 50,8 pkt. Wartość wskaźnika PMI powyżej 50 punktów oznacza ożywienie w sektorze. Indeks PMI dla sektora usług strefy euro okazał się lepszy od oczekiwań i wyniósł w kwietniu 52 pkt. Prognozy rynkowe wskazywały na wzrost do 51,8 pkt z 51,6 pkt w marcu.

Wzrost gospodarczy w USA był w I kw. na poziomie 0,6% wobec oczekiwań na poziomie 0,2%. Jednak szczegółowe statystyki były mniej optymistyczne. Wzrost PKB wynikał głównie ze zmiany zapasów, podczas gdy zanotowano spadek sprzedaży (pierwszy kwartał spadku sprzedaży krajowej od 16 lat), obniżenie dynamiki wydatków konsumpcyjnych PCE do 1%, dalszy spadek inwestycji mieszkaniowych oraz inwestycji przedsiębiorstw.

**Lepsze dane z rynku pracy w USA w trendzie spadkowym**

W kwietniu liczba miejsc pracy w sektorach pozarolniczych spadła o 20 tys., wobec prognoz -80 tys. Dane za poprzednie dwa miesiące zrewidowano w dół o 8 tys. Choć podstawowa statystyka była lepsza od oczekiwań to zanotowano kolejny miesiąc spadku liczby miejsc pracy w sektorze prywatnym i w produkcji. Obraz sytuacji na rynku pracy nie uległ poprawie.

Stopa bezrobocia zamiast oczekiwanego wzrostu do 5,2% z 5,1% w marcu, spadła do 5,0%.

Źródło: Reuters, EBC, Rezerwa Federalna



## Kalendarz wydarzeń i publikacji

| Poniedziałek  | Wtorek  | Środa   | Czwartek   | Piątek  |
|---|---|---|--|---|
| <b>12 maja</b><br><i>PL: Place w całej gospodarce (I kw.)</i>                             | <b>13</b><br>US: Ceny w handlu zagranicznym (IV)<br>US: Sprzedaż detaliczna (IV)  | <b>14</b><br><i>PL: CPI (IV)</i><br><i>PL: Podaż pieniądza (IV)</i><br><i>PL: Aukcja obligacji 20-letnich (IV)</i><br>EZ: Produkcja przemysłowa (III)<br>US: Indeks nieruchomości<br>US: CPI (IV)   | <b>15</b><br><i>PL: Bilans płatniczy (III)</i><br>EZ: Wstępny PKB (IV kw.)<br>EZ: Finalny HICP (IV)<br>US: Indeks NY Fed (V)<br>US: Raport o przepływach kapitału (III)<br>US: Wykorzystanie mocy produkcyjnej (IV)<br>US: Produkcja przemysłu (IV)<br>US: Indeks Philadelphia Fed (V)<br>US: Liczba nowych bezrobotnych | <b>16</b><br>US: Rozpoczęte budowy domów (IV)<br>US: Wstępny Michigan (V)   |
| <b>19</b><br><i>PL: Place i zatrudnienie w sektorze przeds. (IV)</i>                      | <b>20</b><br>DE: Indeks ZEW (V)<br>US: PPI (IV)   | <b>21</b><br><i>PL: Produkcja przemysłowa (IV)</i><br><i>PL: PPI (IV)</i><br><i>PL: Inflacja bazowa (IV)</i><br><i>PL: Przetarg zamiany</i><br>DE: Indeks Ifo (V)<br>US: Indeks nieruchomości   | <b>22</b><br>US: Liczba nowych bezrobotnych  | <b>23</b><br><i>PL: Minutes RPP (IV)</i><br><i>PL: Wskaźniki koniunktury (V)</i><br>EZ: Wstępny PMI sektor przetwórczy (V)<br>EZ: Wstępny PMI sektor usług (V)<br>US: Sprzedaż domów (IV) |
| <b>26</b><br><i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i><br>US, GB: Dzień wolny                  | <b>27</b><br><i>PL: Spotkanie RPP</i><br>US: Indeks zaufania konsumentów (V)<br>US: Sprzedaż nowych domów (IV)<br>US: Indeks cen Case/Shiller (III) | <b>28</b><br><i>PL: Sprzedaż detaliczna (IV)</i><br><i>PL: Bezrobocie (IV)</i><br><i>PL: Spotkanie RPP – decyzja</i><br>US: Zamówienia na dobra trwałe (IV)<br>US: Indeks nieruchomości   | <b>29</b><br>EZ: Podaż pieniądza M3 (IV)<br>US: Liczba nowych bezrobotnych<br>US: Wstępny PKB (I kw.)<br>US: Bazowy PCE (I kw.)<br>US: Deflator PKB (I kw.)  | <b>30</b><br><i>PL: PKB (I kw.)</i><br>EZ: Indeks nastrojów (V)<br>US: Bazowy PCE (IV)<br>US: Chicago PMI (V)<br>US: Finalny Michigan (V)   |
| <b>2 czerwca</b><br>EZ: PMI - sektor przetwórczy (V)<br>US: ISM - sektor przetwórczy (V)  | <b>3</b><br>EZ: Zrewidowany PKB (IV kw.)<br>EZ: PPI (IV)<br>US: Zamówienia w przemyśle (IV)   | <b>4</b><br><i>PL: Aukcja obligacji 5-letnich</i><br>US: Indeks nieruchomości<br>EZ: PMI - sektor usług (V)<br>EZ: Sprzedaż detaliczna (IV)<br>US: Raport ADP (V)<br>US: Wydajność pracy & Jednostkowe koszty pracy (I kw.)<br>US: ISM - sektor usług (V) | <b>5</b><br>GB: Spotkanie Banku Anglii - decyzja<br>EZ: Spotkanie EBC - decyzja<br>US: Liczba nowych bezrobotnych  | <b>6</b><br>US: Zatrudnienie poza rolnictwem (V)<br>US: Bezrobocie (V)<br>US: Zapasy hurtowe (IV)   |
| <b>9</b><br><i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i><br>US: Niezakończona sprzedaż domów (IV) | <b>10</b><br>US: Bilans handlowy (IV)   | <b>11</b><br><i>PL: Aukcja obligacji 12-letnich indeksowanych CPI oraz 10-letnich zmiennokuponowych</i>   | <b>12</b><br>EZ: Produkcja przemysłowa (IV)<br>US: Ceny w handlu zagranicznym (V)<br>US: Sprzedaż detaliczna (V)<br>US: Liczba nowych bezrobotnych   | <b>13</b><br><i>PL: CPI (V)</i><br><i>PL: Podaż pieniądza (V)</i><br>US: CPI (V)<br>US: Wstępny Michigan (VI)   |

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 <sup>a</sup> | 13 <sup>b</sup> | 15    | 14    | 13    | 15    | 13    | 15    | 14    | 13    | 15    |
| Inflacja bazowa            | 22   | -               | 21 <sup>b</sup> | 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    | 28    | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     |
| Place brutto, zatrudnienie | 16   | 15              | 17              | 15    | 16    | 16    | 15    | 18    | 15    | 15    | 18    | 15    |
| Bezrobocie                 | 24   | 25              | 26              | 22    | 28    | -     | -     | -     | -     | -     | -     | -     |
| Handel zagraniczny         | Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym |                 |                 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Bilans płatniczy*          | 2  | -               | 31              | -     | -     | 30    | -     | -     | -     | -     | -     | -     |
| Bilans płatniczy           | 18 <sup>c</sup>                                  | 12              | 13              | 15    | 15    | 17    | 15    | 12    | -     | -     | -     | -     |
| Podaż pieniądza            | 14   | 14              | 14              | 14    | 14    | 13    | 14    | 14    | -     | -     | -     | -     |
| Bilans NBP                 | 7  | 7               | 7               | 7     | 7     | 6     | 7     | 7     | -     | -     | -     | -     |
| Wskaźniki koniunktury      | 23   | 22              | 21              | 23    | 23    | 23    | 23    | 22    | 23    | 23    | 21    | 22    |

\* dane kwartalne; <sup>a</sup> dane wstępne za styczeń, <sup>b</sup> dane za styczeń i luty, <sup>c</sup> za listopad 2007 itd.

Źródło: GUS, NBP

## Dane i prognozy ekonomiczne

## Wskaźniki miesięczne

|                                  |                      | 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 | maj 08 |
|----------------------------------|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Produkcja przemysłowa            | % r/r                | 12,6   | 8,1    | 5,6    | 10,4   | 8,9    | 5,4     | 10,8   | 8,5    | 6,4    | 10,7   | 15,0   | 0,9    | 18,0   | 5,6    |
| Sprzedaż detaliczna <sup>c</sup> | % r/r                | 15,1   | 14,8   | 16,2   | 17,1   | 17,4   | 14,2    | 19,4   | 19,2   | 12,4   | 20,9   | 23,8   | 15,7   | 19,8   | 17,1   |
| Stopa bezrobocia                 | %                    | 13,6   | 12,9   | 12,3   | 12,1   | 11,9   | 11,6    | 11,3   | 11,2   | 11,4   | 11,7   | 11,5   | 11,1   | 10,2   | 9,5    |
| Place brutto <sup>b c</sup>      | % r/r                | 8,4    | 8,9    | 9,3    | 9,3    | 10,5   | 9,5     | 11,0   | 12,0   | 7,2    | 11,5   | 12,8   | 10,2   | 11,2   | 10,8   |
| Zatrudnienie <sup>b</sup>        | % r/r                | 4,4    | 4,4    | 4,6    | 4,7    | 4,8    | 4,7     | 5,0    | 5,0    | 4,9    | 5,9    | 5,9    | 5,8    | 5,8    | 5,7    |
| Eksport (w euro) <sup>d</sup>    | % r/r                | 16,1   | 11,6   | 10,7   | 17,0   | 14,9   | 8,2     | 13,6   | 13,1   | 8,6    | 21,9   | 28,7   | 17,5   | 21,6   | 14,1   |
| Import (w euro) <sup>d</sup>     | % r/r                | 25,4   | 13,7   | 20,8   | 23,3   | 13,4   | 13,7    | 17,7   | 15,4   | 15,3   | 18,8   | 32,3   | 16,2   | 24,6   | 18,6   |
| Bilans handlowy <sup>d</sup>     | mln EUR              | -949   | -957   | -1123  | -1299  | -472   | -917    | -858   | -785   | -1644  | -644   | -933   | -1131  | -1425  | -1526  |
| Rachunek bieżący <sup>d</sup>    | mln EUR              | -687   | -1246  | -1506  | -1252  | -576   | -546    | -1158  | -95    | -1976  | -1105  | -1324  | -1331  | -1425  | -1826  |
| Rachunek bieżący <sup>d</sup>    | % PKB                | -2,9   | -3,2   | -3,5   | -3,7   | -3,6   | -3,8    | -3,8   | -3,5   | -3,7   | -3,9   | -4,0   | -4,1   | -4,5   | -4,6   |
| Deficyt budżetowy (narastająco)  | mln PLN              | -2,1   | -4,3   | -3,7   | 0,6    | 0,3    | 0,2     | -4,4   | -6,0   | -16,9  | 4,4    | 0,0    | 1,9    | 0,6    | -7,9   |
| Deficyt budżetowy (narastająco)  | % planu <sup>e</sup> | 12,2   | 25,2   | 21,7   | -3,6   | -1,6   | -1,2    | 26,2   | 35,5   | 100,0  | -16,4  | -0,1   | -6,9   | -2,2   | 29,1   |
| Inflacja (CPI)                   | % r/r                | 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    | 4,2    |
| Ceny produkcji (PPI)             | % r/r                | 2,2    | 2,1    | 1,7    | 1,5    | 1,8    | 1,8     | 2,0    | 2,5    | 2,3    | 2,9    | 3,2    | 2,9    | 2,6    | 2,4    |
| Podaż pieniądza (M3)             | % r/r                | 17,8   | 16,0   | 14,7   | 15,6   | 16,1   | 14,4    | 13,8   | 13,6   | 13,4   | 12,9   | 13,5   | 13,5   | 13,3   | 12,7   |
| Depozyty                         | % r/r                | 18,2   | 16,4   | 15,2   | 15,9   | 16,3   | 15,4    | 15,2   | 15,1   | 14,5   | 14,3   | 14,7   | 15,1   | 14,6   | 14,1   |
| Kredyty                          | % r/r                | 28,4   | 28,6   | 29,2   | 31,4   | 31,1   | 31,0    | 30,6   | 30,1   | 30,0   | 30,3   | 29,5   | 29,5   | 27,3   | 26,7   |
| USD/PLN                          | PLN                  | 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   | 2,19   |
| EUR/PLN                          | PLN                  | 3,82   | 3,78   | 3,81   | 3,77   | 3,81   | 3,79    | 3,71   | 3,66   | 3,60   | 3,61   | 3,58   | 3,54   | 3,45   | 3,42   |
| Stopa interwencyjna <sup>a</sup> | %                    | 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   | 5,75   |
| Stopa lombardowa <sup>a</sup>    | %                    | 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   | 7,25   |
| WIBOR 3M                         | %                    | 4,32   | 4,44   | 4,52   | 4,78   | 4,80   | 5,09    | 5,13   | 5,36   | 5,67   | 5,64   | 5,74   | 6,03   | 6,29   | 6,29   |
| Rentowność bonów 52-tyg.         | %                    | 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   | 6,10   |
| Rentowność obligacji 2L          | %                    | 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   | 6,18   |
| Rentowność obligacji 5L          | %                    | 5,07   | 5,11   | 5,40   | 5,50   | 5,61   | 5,60    | 5,59   | 5,90   | 6,07   | 5,94   | 5,93   | 6,20   | 6,12   | 6,16   |
| Rentowność obligacji 10L         | %                    | 5,27   | 5,28   | 5,52   | 5,60   | 5,68   | 5,69    | 5,64   | 5,70   | 5,85   | 5,81   | 5,82   | 5,98   | 5,98   | 5,98   |

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

<sup>a</sup> wartość na koniec okresu; <sup>b</sup> w sektorze przedsiębiorstw; <sup>c</sup> nominalnie; <sup>d</sup> dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji;

## Wskaźniki kwartalne i roczne

|                                   |         | 2005   | 2006    | 2007    | 2008    | I kw. 07 | II kw. 07 | III kw. 07 | IV kw. 07 | I kw. 08 | II kw. 08 | III kw. 08 | IV kw. 08 |
|-----------------------------------|---------|--------|---------|---------|---------|----------|-----------|------------|-----------|----------|-----------|------------|-----------|
| PKB                               | mld PLN | 983,3  | 1 060,2 | 1 166,7 | 1 275,9 | 267,6    | 281,2     | 288,2      | 329,7     | 294,1    | 309,0     | 314,9      | 357,9     |
| PKB                               | % r/r   | 3,6    | 6,2     | 6,6     | 5,1     | 7,3      | 6,5       | 6,5        | 6,3       | 5,6      | 5,6       | 4,7        | 4,6       |
| Popyt krajowy                     | % r/r   | 2,4    | 7,3     | 8,3     | 6,5     | 9,4      | 9,3       | 8,6        | 6,4       | 5,8      | 6,7       | 6,6        | 6,8       |
| Spożycie indywidualne             | % r/r   | 2,0    | 4,8     | 5,2     | 5,6     | 6,9      | 5,0       | 5,1        | 3,7       | 5,4      | 5,7       | 5,7        | 5,7       |
| Nakłady brutto na środki trwałe   | % r/r   | 6,5    | 15,6    | 19,2    | 12,6    | 26,2     | 20,8      | 18,3       | 16,4      | 14,0     | 14,0      | 13,0       | 11,0      |
| Produkcja przemysłowa             | % r/r   | 4,0    | 12,5    | 9,7     | 6,6     | 13,0     | 8,5       | 8,1        | 9,6       | 8,5      | 10,3      | 4,1        | 3,5       |
| Sprzedaż detaliczna realnie       | % r/r   | 1,5    | 11,9    | 14,0    | 14,3    | 17,4     | 14,1      | 12,8       | 12,2      | 16,0     | 13,7      | 13,3       | 14,3      |
| Stopa bezrobocia <sup>a</sup>     | %       | 17,6   | 14,8    | 11,4    | 8,5     | 14,3     | 12,3      | 11,6       | 11,4      | 11,1     | 9,0       | 8,4        | 8,5       |
| Place realne brutto <sup>c</sup>  | % r/r   | 1,2    | 4,2     | 6,7     | 5,9     | 5,9      | 6,5       | 8,1        | 6,5       | 7,2      | 6,3       | 5,4        | 4,8       |
| Zatrudnienie <sup>c</sup>         | % r/r   | 1,9    | 3,2     | 4,6     | 5,4     | 4,2      | 4,5       | 4,8        | 5,0       | 5,9      | 5,6       | 5,2        | 4,6       |
| Eksport (w euro) <sup>b</sup>     | % r/r   | 17,8   | 20,4    | 12,8    | 12,8    | 13,4     | 12,7      | 13,1       | 12,0      | 22,5     | 16,7      | 8,0        | 5,5       |
| Import (w euro) <sup>b</sup>      | % r/r   | 13,4   | 24,0    | 17,9    | 16,9    | 19,5     | 19,7      | 16,6       | 16,2      | 22,0     | 19,9      | 14,0       | 12,5      |
| Bilans handlowy <sup>b</sup>      | mln EUR | -2 242 | -5 539  | -11 311 | -17 519 | -2 322   | -3 029    | -2 684     | -3 276    | -2 708   | -4 477    | -4 640     | -5 693    |
| Rachunek bieżący <sup>b</sup>     | mln EUR | -3 008 | -7 283  | -11 499 | -18 708 | -2 468   | -3 434    | -2 376     | -3 221    | -3 760   | -5 077    | -4 232     | -5 638    |
| Rachunek bieżący <sup>b</sup>     | % PKB   | -1,2   | -2,7    | -3,7    | -5,1    | -2,9     | -3,5      | -3,8       | -3,7      | -4,0     | -4,3      | -4,6       | -5,1      |
| Deficyt budżetowy <sup>a</sup>    | mld PLN | -28,6  | -25,1   | -16,9   | -23,8   | -4,8     | -3,7      | 0,2        | -16,9     | 1,9      | -12,1     | -13,4      | -23,8     |
| Deficyt budżetowy                 | % PKB   | -2,9   | -2,4    | -1,5    | -1,9    | -        | -         | -          | -         | -        | -         | -          | -         |
| Inflacja (CPI)                    | % r/r   | 2,1    | 1,0     | 2,5     | 4,1     | 2,0      | 2,4       | 2,0        | 3,5       | 4,1      | 4,1       | 4,3        | 3,7       |
| Inflacja (CPI) <sup>a</sup>       | % r/r   | 0,7    | 1,4     | 4,0     | 3,6     | 2,5      | 2,6       | 2,3        | 4,0       | 4,1      | 4,1       | 4,3        | 3,6       |
| Ceny produkcji (PPI)              | % r/r   | 0,7    | 2,5     | 2,3     | 2,6     | 3,3      | 2,0       | 1,7        | 2,3       | 3,0      | 2,4       | 2,0        | 2,9       |
| Podaż pieniądza (M3) <sup>a</sup> | % r/r   | 13,1   | 16,0    | 13,4    | 11,5    | 18,0     | 14,7      | 14,4       | 13,4      | 13,5     | 12,8      | 12,1       | 11,5      |
| Zobowiązania <sup>a</sup>         | % r/r   | 12,6   | 15,2    | 14,5    | 11,1    | 17,7     | 15,2      | 15,4       | 14,5      | 15,1     | 13,2      | 12,2       | 11,1      |
| Należności <sup>a</sup>           | % r/r   | 13,3   | 23,4    | 30,0    | 19,0    | 26,8     | 29,2      | 31,0       | 30,0      | 29,5     | 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       | 2,23      |
| EUR/PLN                           | PLN     | 4,02   | 3,90    | 3,78    | 3,50    | 3,89     | 3,80      | 3,79       | 3,65      | 3,58     | 3,45      | 3,52       | 3,47      |
| Stopa interwencyjna <sup>a</sup>  | %       | 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 <sup>a</sup>     | %       | 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    | 6,16    | 4,20     | 4,42      | 4,89       | 5,39      | 5,80     | 6,30      | 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    | 6,10    | 4,95     | 5,19      | 5,57       | 5,85      | 6,02     | 6,16      | 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     | 5,99      | 5,90       | 5,85      |

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

<sup>a</sup> wartość na koniec okresu; <sup>b</sup> dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji; <sup>c</sup> w sektorze przedsiębiorstw

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 09.05.2008 r. zostało przygotowane przez:

## **ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY**

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

Email: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl)

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

**Maciej Reluga** – Główny Ekonomista

tel. 022 586 83 63, Email: [maciej.reluga@bzwbk.pl](mailto:maciej.reluga@bzwbk.pl)

**Piotr Bielski** 022 586 83 33

**Piotr Bujak** 022 586 83 41

**Cezary Chrapek** 022 586 83 42

## **DEPARTAMENT USŁUG SKARBU**

### **Gdańsk**

Długie Ogrody 10

80-765 Gdańsk

tel. 058 326 26 40

fax 058 326 26 42

### **Kraków**

Rynek Główny 30/8

31-010 Kraków

tel. 012 424 95 01

fax 012 424 21 41

### **Poznań**

pl. Gen. W. Andersa 5

61-894 Poznań

tel. 061 856 58 14

fax 061 856 55 65

### **Warszawa**

ul. Marszałkowska 142

00-061 Warszawa

tel. 022 586 83 20

fax 022 586 83 40

### **Wrocław**

ul. Rynek 9/11

50-950 Wrocław

tel. 071 370 25 87

fax 071 370 26 22

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

