

## Gra na spowolnienie

Pod koniec sierpnia poznamy dane odnośnie wzrostu PKB w drugim kwartale i wszystkie znaki na niebie i ziemi wskazują, że po raz pierwszy od dwóch lat wyniósł on mniej niż 6%. Na wzrost poniżej tego poziomu wskazuje nawet zwykle optymistyczne (przykładem prognozy wzrostu na najbliższe lata) Ministerstwo Finansów. Warto zauważyć, że spowolnienie jest jednak wciąż bardzo delikatne i stopniowe, o czym może świadczyć chociażby fakt, że szczyt możliwości w tym cyklu koniunkturalnym osiągnęliśmy w pierwszym kwartale 2007 na poziomie nieco powyżej 7% i choć od tamtego momentu wzrost gospodarczy jest coraz niższy z kwartału na kwartał, to wciąż przekracza najprawdopodobniej tempo wzrostu potencjalnego. Co prawda, sprzedaż detaliczna wzrosła w drugim kwartale mniej niż w pierwszym, jednak już spowolnienie w przypadku produkcji przemysłowej czy eksportu nie było tak znaczące, a produkcja w sektorze budowlanym nawet przyspieszyła. Wskazywać to może, że przy wciąż solidnym tempie wzrostu konsumpcji, nie widać oznak znacznego spowolnienia w eksporcie i inwestycjach.

Ważniejsze od tego co było w drugim kwartale jest jednak to, co może zdarzyć się w najbliższym czasie. W tym kontekście, od kilku miesięcy widoczne są niepokojące sygnały we wskaźnikach koniunktury, które wskazują na większy pesymizm przedsiębiorców. Co więcej konsumenci również stają się coraz mniej optymistyczni. Podtrzymujemy opinię, że w najbliższych kwartałach obserwować będziemy dalsze obniżanie się wskaźnika wzrostu gospodarczego, a pytaniem jakie już teraz powinniśmy sobie zadawać jest: do jakiego poziomu się on obniży? Od dłuższego już czasu twierdzimy, że dołkiem (w przyszłym roku) będzie ok. 4,5%.

Scenariusz gospodarczy na najbliższe kwartały nie wyklucza dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej. Wciąż uważamy, że po wakacyjnej przerwie Rada Polityki Pieniężnej podniesie jeszcze stopy procentowe, gdyż inflacja pozostanie na podwyższonym poziomie jeszcze przez jakiś czas, a spowolnienie nie będzie gwałtowne. Dzisiaj wydaje się jednak, że zwiększyła się szansa dla scenariusza mniejszej skali zacieśnienia (ostatniego komunikatu Rady nie odbieramy jako „jastrzębi”), ze względu na ryzyko głębszego spowolnienia w strefie euro i w Polsce. Rada z pewnością będzie uważnie obserwowała, czy osłabienie popytu na pracę będzie skutkowało osłabieniem presji płacowej w warunkach podwyższonej inflacji. Dodatkowo, część pracy na rzecz obniżenia inflacji wykonuje kurs walutowy, choć nie pozostanie to bez wpływu na kształtowanie się deficytu handlowego.

Gra inwestorów na wyraźne spowolnienie gospodarcze widoczna jest szczególnie na rynku obligacji, który w ciągu ostatniego miesiąca zanotował znaczące umocnienie w Polsce i w strefie euro, czemu pomogły dodatkowo spadające ceny ropy. Jeśli chodzi o rynek walutowy, to zgodnie z naszymi oczekiwaniami złoty zanotował korektę trendu na aprecjację, jednak zanim to się stało kurs EURPLN osiągnął poziom 3,20. Nie zmieniamy prognoz na dalszą część roku, wierzymy w kontynuację korekty i tymczasowy powrót kursu powyżej 3,30.

### W tym miesiącu:

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

### Maciej Reluga

Główny Ekonomista  
022 586 8363

### Piotr Bielski

022 586 8333

### Piotr Bujak

022 586 8341

### Cezary Chrapek

022 586 8342

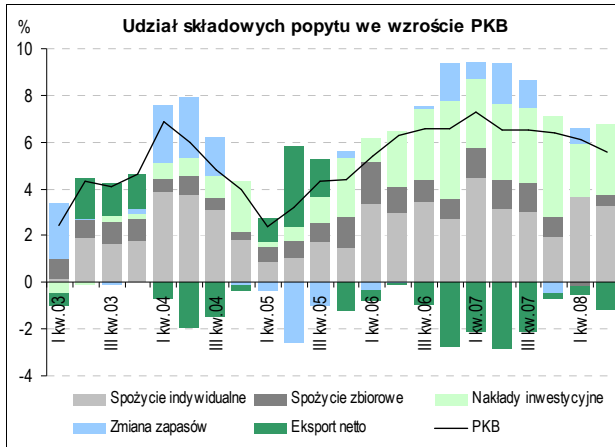
Email: ekonomia@bzwbk.pl

### Na rynku finansowym 31 lipca 2008 r.:

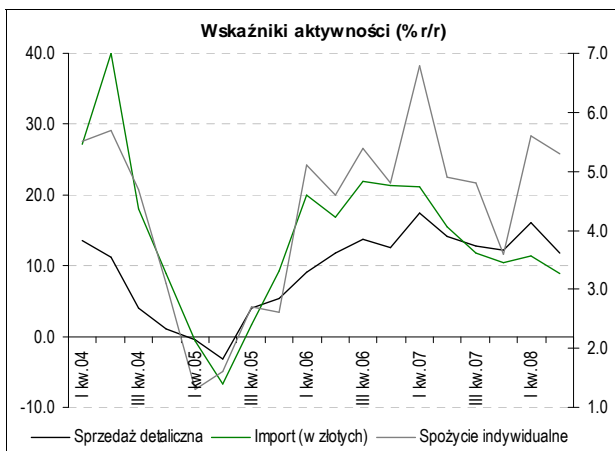
Stopa depozytowa NBP	4,50	WIBOR 3M	6,56	USDPLN	2,0509
Stopa referencyjna NBP	6,00	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	6,46	EURPLN	3,2026
Stopa lombardowa NBP	7,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	6,29	EURUSD	1,5616

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 07.08.2008 r.

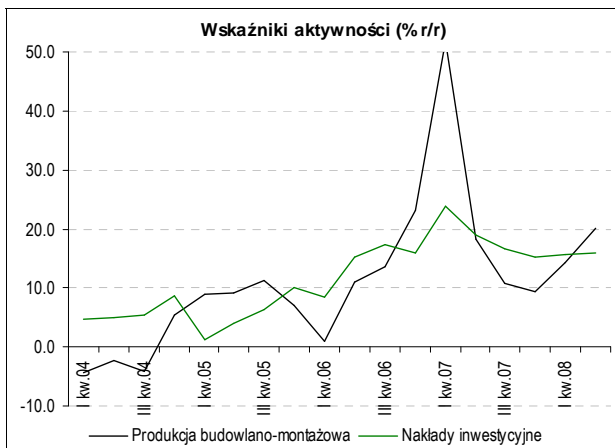
## Gospodarka Polski

**PKB w drugim kwartale jeszcze powyżej 5%**

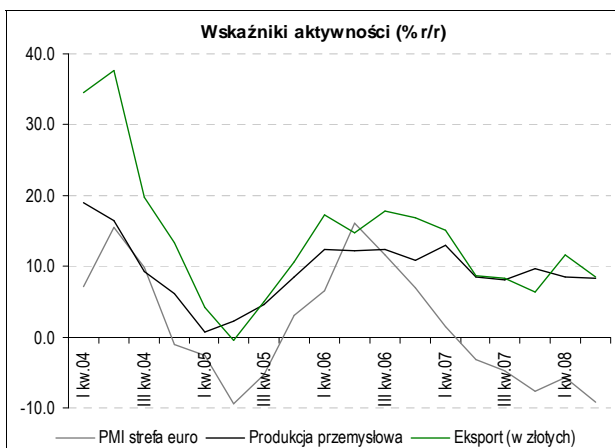
- Od pierwszego kwartału 2007 mamy do czynienia ze spowolnieniem wzrostu gospodarczego i wszystko wskazuje na to, że w drugim kwartale 2008, po raz pierwszy od dwóch lat wyniesie on poniżej 6%.
- Nasza prognoza wskazuje na wzrost gospodarczy na poziomie 5,6% r/r, co jest bliżej dolnej granicy przedziału podanego przez Ministerstwo Finansów. Choć według ministerstwa nie widać na razie podstaw do zmiany prognozy na cały rok na poziomie 5,5%, my jesteśmy mniej optymistyczni i podtrzymujemy pogląd mówiący, o dalszym stopniowym obniżaniu dynamiki wzrostu PKB w drugiej połowie roku. Nasza prognoza na cały rok to 5,3%. Ponadto, są również coraz większe podstawy do zmiany prognozy rządowej odnośnie wzrostu PKB (oraz inflacji, w tym przypadku to górę) w roku przyszłym.

**Sprzedaż trochę gorzej, konsumenci mniej optymistyczni**

- Wzrost sprzedaży detalicznej w czerwcu okazał się niższy od prognoz i wyniósł 14,2% r/r, najmniej w tym roku, mniej niż 14,9% r/r w maju, który był pod negatywnym wpływem mniejszej liczby dni roboczych w handlu.
- Realny wzrost sprzedaży wyniósł 10,1% r/r wobec 11,2% r/r w maju, a w drugim kwartale spowolnił do ok. 12% r/r z 16% w pierwszym kwartale. Oznacza to, że prawdopodobnie wpływ prywatnej konsumpcji na wzrost gospodarczy będzie w drugim kwartale mniejszy niż wcześniej oczekiwaliśmy.
- Pomimo pewnych negatywnych sygnałów płynących ze wskaźników koniunktury konsumenckiej, podtrzymujemy opinię, że konsumpcja pozostanie również w roku przyszłym głównym motorem wzrostu. Stał będzie za tym wzrost dochodów z pracy i świadczeń społecznych oraz mniejsze obciążenie podatkowe.

**Produkcja budowlana i inwestycje ciągną do przodu**

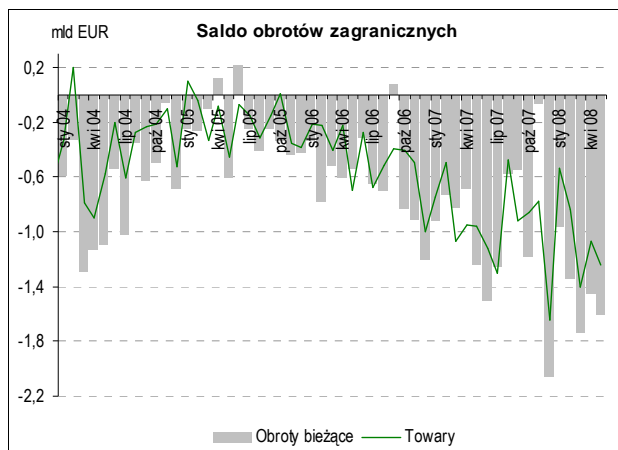
- O ile konsumpcja mogła wzrosnąć nieco mniej w drugim kwartale, to zostanie to zneutralizowane przez szybszy wzrost inwestycji i dlatego nie zmieniamy naszej prognozy wzrostu po publikacji miesięcznych danych za czerwiec.
- Pewnym wyznacznikiem sytuacji w inwestycjach może być produkcja w sektorze budowlano-montażowym. Wzrosła ona w czerwcu o ponad 20%, a w całym drugim kwartale przyspieszyła do 20,1% r/r z 14,4% w pierwszym kwartale.
- Spodziewamy się, że tempo wzrostu inwestycji osiągnięte w I kw. (15%) zostało utrzymane w II kw. Niemniej, pomimo szybszego wzrostu kredytów na inwestycje przedsiębiorstw, widzimy ryzyko spowolnienia inwestycji m.in. na skutek zacieśnienia warunków kredytowych, wyższych stóp proc. mniejszego napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych.

**W przemyśle znów gorzej od prognoz, PMI mocno w dół**

- Produkcja przemysłowa wzrosła o 5,0% m/m i 7,2% r/r. Było to poniżej naszej prognozy na poziomie nieco ponad 8%, nie mówiąc o prognozie rynkowej powyżej 10%. Na małe odbicie produkcji przemysłowej w czerwcu w porównaniu z wynikiem majowym 2,4% (po rewizji), pomimo większej liczby dni roboczych, wskazywał wskaźnik PMI.
- Sytuacja w działach eksportowych była w czerwcu zróżnicowana – wzrost produkcji maszyn i urządzeń o 20,1% r/r, pojazdów samochodowych o 17,3%; spadek w kategorii „pozostały sprzęt transportowy” (10,9% r/r) i „drewno i wyroby z drewna (5,6% r/r). O ile na lipiec oczekujemy wzrostu produkcji porównywalnego z osiągniętym w czerwcu, to jednak łącznie druga połowa roku powinna być słabsza w wyniku osłabienia eksportu. Sugerują to niskie wskaźniki PMI zarówno dla Polski, jak i dla strefy euro.

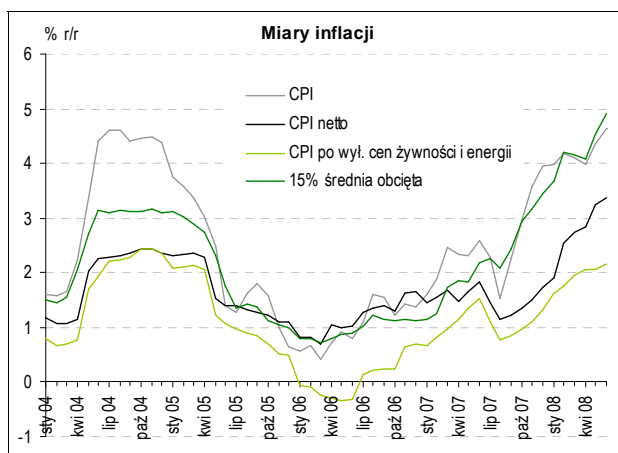
Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

## Gospodarka Polski



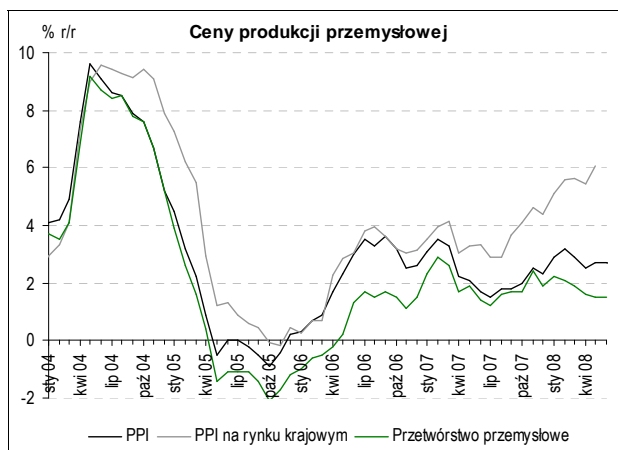
## Coraz większy deficyt handlowy

- W maju nastąpiło mocne spowolnienie wzrostu eksportu i importu. Dynamika eksportu obniżyła się do 12,2% r/r wobec 33,9% r/r w kwietniu, a wzrost importu zwolnił do 14% z 31,8% miesiąc wcześniej. Skumulowany 12-miesięczny deficyt obrotów bieżących wzrósł do 4,7% PKB (wobec 4,6% po kwietniu).
- Spowolnienie w obrotach handlowych wynikało w pewnej mierze, podobnie jak w przypadku produkcji i sprzedaży, z przesunięcia świąt w porównaniu z poprzednim rokiem. W kolejnych miesiącach spodziewamy się jednak wyhamowania tendencji wzrostowych w polskim eksporcie, na co złoży się szybka aprecjacja złotego i spadek zamówień zagranicznych w wyniku spowolnienia wzrostu w gospodarce światowej. W efekcie, deficyt obrotów bieżących może wkrótce przekroczyć 5% PKB i w mniejszym stopniu będzie finansowany inwestycjami bezpośrednimi.



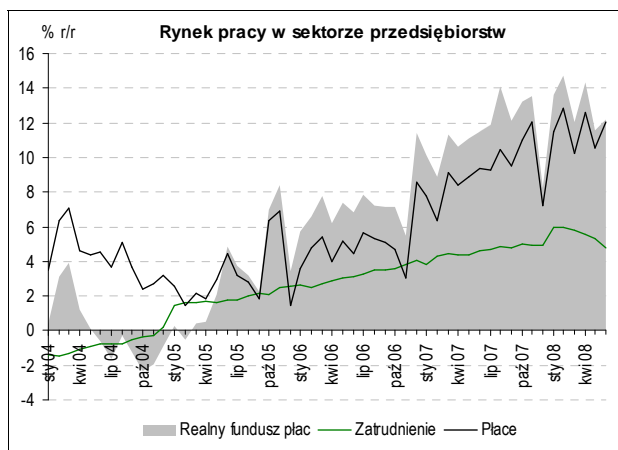
## Równowaga wewnętrzna wciąż mocno zachwiana

- Ceny towarów i usług konsumpcyjnych były w czerwcu o 0,2% wyższe niż przed miesiącem i o 4,6% wyższe niż przed rokiem.
- Na wzrost rocznej stopy inflacji wpłynęły w dużym stopniu ceny paliw, których dynamika wzrosła do 7,5% r/r (3,3% m/m) oraz ceny żywności, które wprowadziły spady w czerwcu w porównaniu z majem o 0,6%, ale był to spadek mniejszy niż przed rokiem, w wyniku czego roczna dynamika przyspieszyła do 7,6%. Oprócz tego, po raz kolejny można było zaobserwować przyspieszenie wzrostu cen usług przy równoczesnej ograniczonej dynamice (lub spadkach) cen towarów. Choć ceny ropy spadają i złoty jest blisko rekordowych poziomów, w sierpniu nadal prawdopodobne jest przekroczenie przez inflację poziomu 5% r/r.
- Wszystkie miary inflacji bazowej zanotowały w czerwcu wzrost. Dwie najuważniej śledzone przez rynek (i RPP), czyli inflacja netto (CPI po wyłączeniu cen paliw i żywności) oraz CPI po wyłączeniu cen żywności i nośników energii wzrosły stosunkowo najmniej (o 0,1 pp w ujęciu rocznym). Cztery pozostałe miary wzrosły o 0,24-0,39 pp. Inflacja netto wyniosła w czerwcu 3,4%. Nowa miara inflacji bazowej wyłączająca ceny żywności i energii wyniosła zaledwie 2,2%, jednak trzeba przyznać, że od lata 2007 utrzymuje się w trendzie wzrostowym.
- Inflacja PPI wyniosła w czerwcu 2,7% r/r. Wzrost cen w skali miesięcznej wyniósł 0,5%, przy czym czerwiec był drugim z kolei miesiącem szybkiego wzrostu cen w sektorze przetwórczym (o 0,5%), choć w skali roku tempo wzrostu cen pozostało na poziomie 1,5%. Trzeba jednak pamiętać, że niskie wskaźniki rocznego PPI to efekt spadku cen eksportowych wyrażonych w krajowej walucie (efekt aprecjacji złotego). Tymczasem dynamika cen produkcji na rynku krajowym coraz bardziej przyspiesza i w maju wyniosła już 6% r/r (dane dla PPI na rynku krajowym za czerwiec nie są jeszcze dostępne).



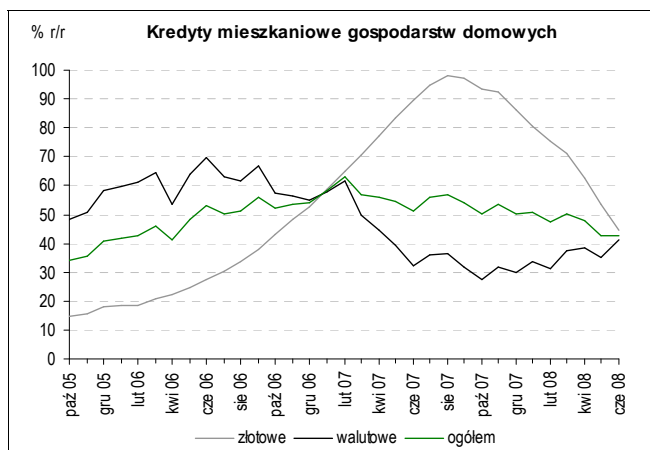
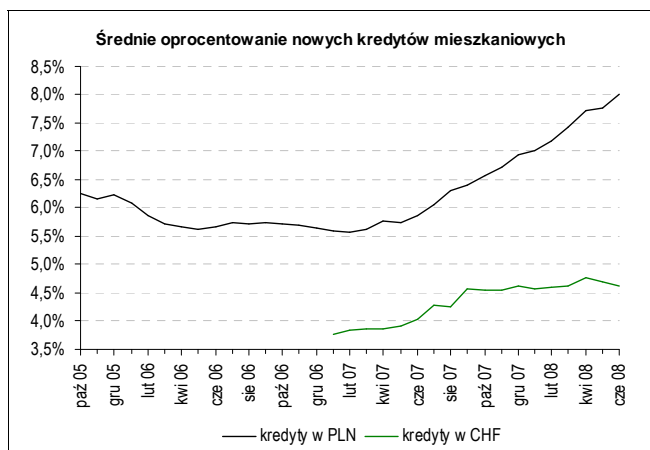
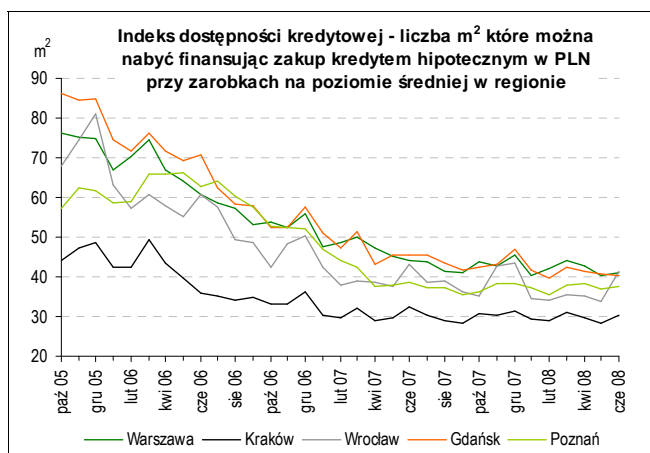
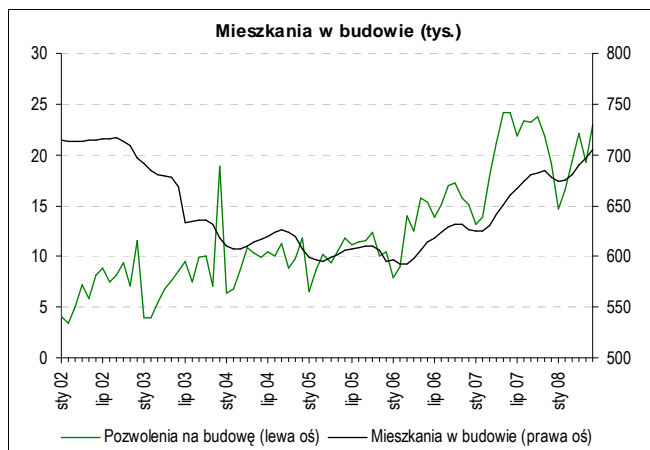
## ... choć na rynku pracy już nie tak bardzo

- Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w czerwcu o 12% r/r. Po tym jak spadek dynamiki płac w maju był spowodowany w pewnym stopniu obniżeniem wynagrodzeń akordowych przy mniejszej liczbie dni roboczych, w czerwcu dynamika płac mogła zostać nieco podwyższona przez wypłaty półrocznych premii (wzrost w tym sektorze o 20,4%).
- Zatrudnienie wzrosło o zaledwie 4,8% r/r (5,4% w maju). W ujęciu m-cznym zatrudnienie nie uległo zmianie, choć w latach 2004-07 czerwiec był okresem silnego przyrostu popytu na pracę. Stagnacja zatrudnienia w czerwcu miała ostatni raz miejsce w latach 2002-2003 (okres spowolnienia). Osłabienie popytu na pracę wynika w pewnej mierze z braku odpowiednich zasobów siły roboczej, jednak istotną rolę odgrywa również stopniowe osłabienie aktywności. Nastąpił spadek zatrudnienia w przetwórstwie przemysłowym.



Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

# Rynek nieruchomości



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

## Wciąż przybywa nowych mieszkań i inwestycji

- W czerwcu oddano do użytku ok. 10 tys. nowych mieszkań, rozpoczęto budowę 18 tys. i wydano pozwolenia na budowę kolejnych 23 tys. lokali. Skumulowana liczba oddanych mieszkań za ostatnie 12 miesięcy wyniosła prawie 149 tys., co jeśli pominiemy jednorazowe zaburzenie z roku 2003 (zmiana przepisów podatkowych), jest najwyższą wartością od 1992 r.
- Chociaż liczba nowych inwestycji mieszkaniowych stale rośnie, to dynamika roczna uległa w ostatnich miesiącach wyhamowaniu ze względu na rosnącą „bazę” z roku ubiegłego.
- Deweloperzy sygnalizują rosnące problemy ze sprzedażą mieszkań i konieczność stosowania coraz większych upustów cenowych. Wyjątkiem jest segment luksusowych nieruchomości i apartamentów, gdzie nadwyżka popytu utrzymuje się, a podaż jest bardziej ograniczona.

## Dochody rosną w szybkim tempie, ceny lekko w dół

- Wzrost dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych utrzymuje się na wysokim poziomie, podczas gdy ceny nieruchomości stoją w miejscu lub lekko się obniżają.
- W czerwcu bardzo mocno (o ponad 18%) poprawiła się relacja płac do cen mieszkań we Wrocławiu. Nieco mniej w Krakowie (o prawie 7%) oraz Gdańsku i Warszawie (ok. 3%).
- Niemniej jednak na razie deweloperzy nie zgłaszają wyraźnego wzrostu popytu na nowe mieszkania. Być może część potencjalnych klientów nadal wstrzymuje się z transakcjami zakupu czekając na głębszą korektę na rynku.
- Dostępność cen mieszkań finansowanych kredytem złotowym pozostaje stabilna, ponieważ wzrost dochodów równoważy wzrost kosztów odsetkowych. Jednak zdolności nabywcze tych, którzy decydują się na kredyty w walutach, stopniowo rosną.

## Kredyty w złotych coraz droższe, we franku nieco tańsze

- W czerwcu średnie ważone oprocentowanie nowo udzielonych kredytów mieszkaniowych w złotych przekroczyło 8%, osiągając najwyższy poziom od marca 2005. Średnia rata nowego kredytu na 50-metrowe mieszkanie w największych miastach jest o ok. 20% wyższa niż przed rokiem.
- W ciągu wakacji powinna nastąpić stabilizacja oprocentowania w złotych, ale na jesieni możliwy jest kolejny wzrost ze względu na oczekiwaną podwyżkę (albo dwie) stóp procentowych przez RPP.
- Oprocentowanie kredytów we frankach szwajcarskich pozostaje bez większych zmian, w maju i czerwcu nawet lekko spadło. Dodatkowo, znaczne umocnienie złotego zmniejsza wysokość rat od już zaciągniętych kredytów walutowych.

## Popyt na kredyty mieszkaniowe znów się ożywia

- Co ciekawe, mimo braku sygnałów od deweloperów o wzroście popytu, informacje z banków wskazują na rosnące zainteresowanie kredytami mieszkaniowymi. Wg kwartalnego raportu NBP nt. sytuacji na rynku kredytowym, banki odnotowały w III kwartale silny wzrost popytu na kredyty mieszkaniowe, głównie dotyczący kredytów we franku szwajcarskim.
- W czerwcu zadłużenie gospodarstw domowych z tytułu kredytów mieszkaniowych wzrosło o ok. 5 mld zł wobec maja. Ponad 93% z tej kwoty stanowił przyrost kredytów w walutach obcych. Ich roczna dynamika przyspieszyła z 35,2% w maju do 41,5% r/r (najwięcej od roku).
- Jeśli uwzględnimy korektę związaną z umocnieniem złotego, wzrost kredytów mieszkaniowych gospodarstw domowych w czerwcu wyniósł ok. 50% r/r, a walutowych ok. 54% r/r.

## Pod lupą: Bank centralny

### Wybrane fragmenty komunikatu po lipcowym posiedzeniu RPP (zmiany w porównaniu z komunikatem czerwowym inną czonką)

Gospodarka Polski znajduje się nadal w okresie silnego wzrostu obejmującego **wszystkie większość** jej sektorów. Dane, które napłynęły w ostatnim okresie wskazują jednak, że tempo wzrostu gospodarczego stopniowo obniża się, co jest zgodne z wcześniejszymi oczekiwaniami. Jednocześnie informacje o sytuacji na rynku pracy wskazują na utrzymanie się wysokiej dynamiki zatrudnienia i wynagrodzeń oraz kształtowanie się niekorzystnej relacji między wzrostem wynagrodzeń i wydajności pracy.

W ocenie Rady, w najbliższych kwartałach prawdopodobne jest utrzymanie się presji płacowej, i w konsekwencji presji inflacyjnej mimo spodziewanego stopniowego obniżania tempa wzrostu gospodarczego **jednak obniżające się stopniowo tempo wzrostu gospodarczego powinno łagodzić presję płacową, a w konsekwencji także presję inflacyjną.** Podwyższona inflacja w nadchodzących kwartałach będzie wynikała w dużej części ze wzrostu cen regulowanych, a także z obserwowanego w gospodarce światowej i oddziałującego na polski rynek wzrostu cen żywności i paliw. Utrzymywanie się podwyższonej inflacji rodzi ryzyko utrwalenia się oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie, a w konsekwencji wzrost ryzyka wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy. Ponadto wzrost cen nośników energii i żywności może stopniowo przenosić się na ceny innych towarów i usług.

W średnim okresie presja inflacyjna może być ograniczana przez nadal dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw oraz wciąż wysoką dynamikę inwestycji oddziałującą w kierunku wzrostu wydajności. Do ograniczania tej presji może się także przyczynić spowolnienie wzrostu w gospodarce światowej, a w konsekwencji także w gospodarce polskiej. Presja inflacyjna może być nadal osłabiana przez procesy globalizacji, ~~choć ich łączny efekt będzie prawdopodobnie słabszy niż dotychczas~~ **import towarów z krajów o niskich kosztach wytwarzania.** W kierunku obniżenia inflacji będą również oddziaływać dokonane dotychczas podwyżki stóp procentowych NBP oraz obserwowane w ostatnich kwartałach **aprecjacja złotego w minionych kwartałach szybkie tempo aprecjacji złotego, które w ostatnim okresie najprawdopodobniej przewyższało tempo aprecjacji kursu równowagi.**

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 zatem, że obniżenie inflacji do celu inflacyjnego w średnim okresie będzie wymagało dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej. Jednocześnie ze względu na uporczywość szoków obserwowanych na rynkach żywności i surowców okres powrotu inflacji do celu może ulec pewnemu wydłużeniu.

### Nowe „gołębie” elementy w komunikacji RPP

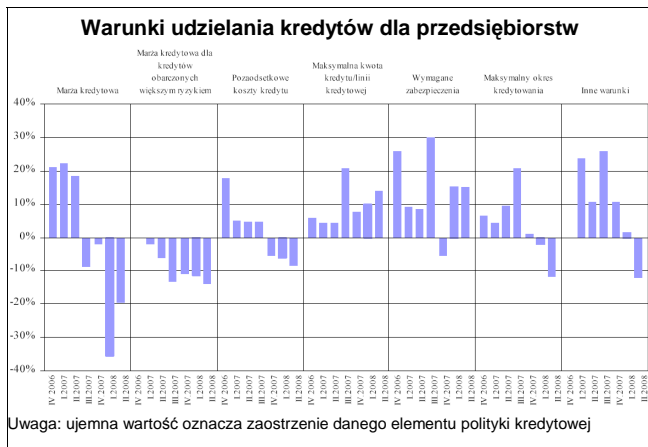
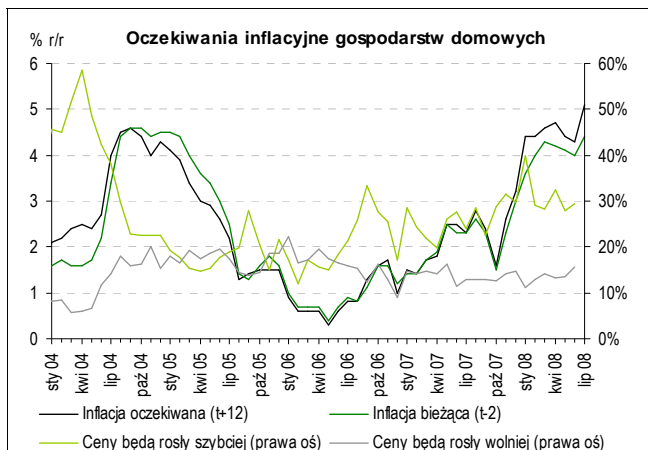
- RPP nie zmieniła stóp na posiedzeniu w lipcu. Komunikat został odebrany przez rynek jako „jastrzębi” na skutek ponownego umieszczenia w nim restrykcyjnego nastawienia w polityce pieniężnej oraz sformułowania „Rada nie wyklucza, że obniżenie inflacji do celu inflacyjnego w średnim okresie będzie wymagało dalszego zacieśnienia polityki pieniężnej”.
- Powrotu do stwierdzenia o restrykcyjnym nastawieniu można było oczekiwać po tym, gdy znalazło się ono w *minutes* z czerwowego posiedzenia. Fakt, że zabrakło go w komunikacie po posiedzeniu w czerwcu interpretujemy więc raczej jako „wypadek przy pracy” niż rzeczywistą chęć wysłania konkretnego sygnału dla obserwatorów polityki pieniężnej. Naszym zdaniem ewolucję poglądów w Radzie lepiej odzwierciedlają inne różnice w ostatnich komunikatach.
- Najważniejsze z nich wydają się dwie zmiany. Po pierwsze, Rada co prawda nadal uważa, że w najbliższych kwartałach prawdopodobne jest utrzymanie się presji płacowej, jednak o ile wcześniej była mowa o konsekwencjach z tego tytułu dla presji inflacyjnej mimo obniżenia tempa wzrostu PKB, tym razem napisano, że „obniżające się stopniowo tempo wzrostu gospodarczego powinno łagodzić presję płacową, a w konsekwencji presję inflacyjną”. Ponadto, w komunikacie znalazło się stwierdzenie, że aprecjacja rynkowego kursu złotego jest prawdopodobnie szybsza niż kursu równowagi.
- W sumie, nie zmieniamy naszych oczekiwań, że po wakacyjnej przerwie możliwy jest wzrost stopy referencyjnej do 6,25%-6,50%, w zależności od rozwoju sytuacji w gospodarce globalnej. Miesiącami, gdy może dojść do podwyżek nadal są wg nas wrzesień i/lub październik. Coraz mniej prawdopodobne wydają się nam natomiast bardziej radykalne działania Rady.

### Oczekiwania inflacyjne mocno w górę

- Jednym z czynników, który wg nas skłoni Radę do kontynuacji podwyżek stóp będzie dalszy wzrost oczekiwań inflacyjnych, zwiększający ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy. NBP podał, że w lipcu oczekiwana przez gospodarstwa domowe inflacja w ciągu następnych 12 miesięcy wzrosła do 5,1% r/r z 4,3% r/r w czerwcu.
- Ważne jest przy tym, że wzrost oczekiwanej inflacji był silniejszy niż bieżącej inflacji uwzględnianej w badaniu, co sugeruje, że nastąpiło pogorszenie struktury odpowiedzi gospodarstw domowych na pytanie o tendencje cenowe.
- Poprawa struktury tych odpowiedzi obserwowana w poprzednich dwóch miesiącach uległa więc zahamowaniu, co może przekonać umiarkowanych członków Rady o potrzebie wpływu na oczekiwania inflacyjne poprzez zmianę stóp.

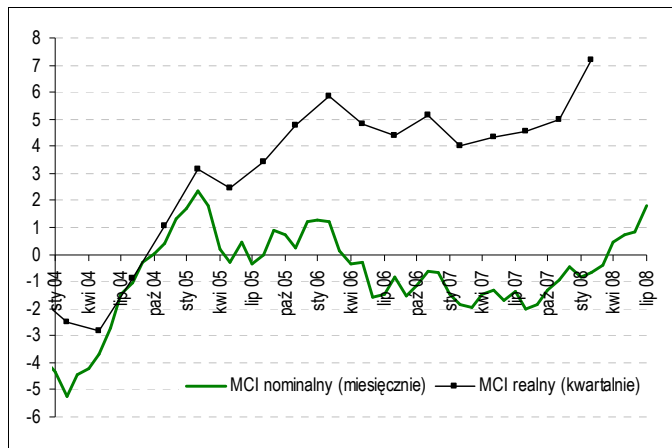
### Popyt na kredyt nadal rośnie, mimo wyższych marż

- Wyniki ankiety przeprowadzonej przez NBP wśród przewodniczących komitetów kredytowych pokazały, że w II kw. banki zwiększyły marże dla analizowanych rodzajów kredytów (dla firm, mieszkaniowych i konsumpcyjnych), co związane było z pogarszającą się sytuacją kapitałową banków. Wzrost marż oznacza efektywnie dodatkowe zaostrzenie polityki pieniężnej.
- Niemniej, mimo wzrostu kosztów kredytu (coraz wyższe bazowe stopy oraz marże), w II kw. nastąpił wzrost popytu w przypadku każdego z rodzajów kredytu. Ponadto, banki spodziewają się dalszego wzrostu popytu na kredyt w III kw.
- Rzeczywista skala wzrostu kredytów w III kw. może jednak zostać ograniczona przez fakt, że duża część banków planuje zaostrzenie polityki kredytowej, z wyjątkiem kredytów dla małych i średnich przedsiębiorstw.



Źródło: NBP, Reuters

## Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



### MCI kolejny raz wyraźnie w górę

- Tak jak można się było spodziewać, gwałtowna aprecjacja złotego w lipcu przełożyła się na wyraźny wzrost wskaźnika restrykcyjności polityki pieniężnej.
- Według naszych szacunków kurs EURPLN w lipcu odchylił się od długoterminowego trendu, przybliżającego kurs równowagi, najbardziej od przełomu 2005 i 2006 roku.
- Wzrost restrykcyjności polityki pieniężnej w lipcu złagodziło natomiast nieco zmniejszenie odchylenia w górę od trendu w przypadku krótkoterminowych stóp procentowych na rynku międzybankowym, które nastąpiło mimo podwyższenia stóp przez RPP pod koniec czerwca.
- Można się spodziewać, że po silnym wzroście w I kw. realny MCI pójdzie w górę również w II kw. br., biorąc pod uwagę silną aprecjację złotego w tym okresie.

7,0%



Filar 1,50 (1,61)

Noga 1,50 (1,52)

Wasilewska-Trenkner 1,50 (1,48)

Wojtyła 1,31 (0,91)

6,50%

Sławiński 1,06 (0,91)

Czekaj 1,00 (0,86)

Skrzypek 0,81 (N/A)

Owsiak 0,81 (0,91)

Nieckarz 0,81 (0,83)

6,00%



Pietrewicz 0,75 (0,74)

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.

### Bez zmian w indeksie restrykcyjności poszczególnych członków RPP

W ciągu ostatniego miesiąca nie poznaliśmy kolejnych wyników głosowania na posiedzeniach RPP. Dlatego nie nastąpiły zmiany w naszym indeksie restrykcyjności poszczególnych członków Rady. Wyniki ewentualnych głosowań w kwietniu i maju, gdy nie doszło do zmiany stóp, poznamy dopiero w październiku, gdy zostaną one ujawnione w nowym raporcie o inflacji. Wynik głosowania RPP nad podwyżką o 25 pb w czerwcu poznamy w Monitorze Sądowym i Gospodarczym publikowanym przynajmniej 6 tygodni po podjęciu decyzji przez Radę, co może nastąpić w ciągu najbliższych dni. *Minutes* z czerwcowego posiedzenia sugerują jednak, że podobnie jak w marcu (a inaczej niż w styczniu i lutym), decyzja o podwyżce o 25 pb w czerwcu zapadła jednomyślnie.

### Jastrzębie nadal przekonują do dalszych podwyżek

Z ostatnich *minutes* wiemy również, że w czerwcu nie był głosowany wniosek o podwyżkę o 50 pb, choć zgłaszano go w okresie styczeń-marzec. Sugeruje to, że „jastrzębie” z Rady nie widzą już potrzeby bardziej radykalnych kroków w polityce pieniężnej i/lub widzą mniejszą skłonność innych bankierów centralnych do dalszych podwyżek. Niemniej, co do tego, że jakieś podwyżki powinny nastąpić „jastrzębie” nie mają wątpliwości. Dariusz Filar z RPP uważa, że prawdopodobnie konieczna będzie jeszcze więcej niż jedna podwyżka stóp, a pierwszy ruch powinien być wykonany jak najszybciej. Zdaniem Haliny Wasilewskiej-Trenkner, aby sprowadzić inflację w okolice celu na przełomie 2009/2010, konieczne są co najmniej 2 podwyżki lub nawet więcej. Wasilewska-Trenkner dodała przy tym, że obecnie Rada obserwuje sytuację i czeka na dane o płacach i PKB w II kw. Również wg Mariana Nogi trzeba czekać na kolejne dane, a kluczowe będą płace (jako niepokojący poziom ich wzrostu Noga wskazał 12% r/r) oraz PKB za II kw. Noga podtrzymał opinię, że jeśli będzie taka konieczność, to RPP podniesie stopy, ale prawdopodobnie nie wcześniej niż w październiku. Wg niego RPP nie może dopuścić do utrwalenia oczekiwań inflacyjnych na poziomie 4,5-5%.

### Gołębie chcą przynajmniej kilkumiesięcznej przerwy

Reprezentujący „gołębią” frakcję w Radzie Stanisław Nieckarz uważa, że potrzebna jest trwająca co najmniej przez 3 miesiące (wliczając lipiec) stabilizacja parametrów polityki pieniężnej, ponieważ po dotychczasowych 8 podwyżkach oraz szybkiej aprecjacji złotego indeks restrykcyjności polityki pieniężnej wywindował się na bardzo wysoki poziom, zagrażający potencjalnie równowadze zewnętrznej. Zdaniem Nieckarza, przy obecnych stopach inflacja powinna powrócić w okolice celu w końcu 2009 r.

### Czekaj: „nigdy nie mówiliśmy, że to już koniec podwyżek”

Ostatnie wypowiedzi Jana Czekaja, którego sposób głosowania zawsze pokrywał się w ostatnich kwartałach z wynikami głosowań RPP, wskazują, że na razie nie jest on przekonany, jakie decyzje w polityce pieniężnej powinny zostać podjęte i czeka na rozwój wydarzeń. Podkreślił jednak, że nie można stwierdzić, iż cykl podwyżek już się zakończył. Duże znaczenie dla niego przy podejmowaniu decyzji będzie miała siła spowolnienia gospodarczego oraz poziom, na jakim inflacja CPI osiągnie szczyt w sierpniu i skala jej spadku we wrześniu. Wg nas wzrost inflacji do powyżej 5% oraz utrzymywanie się wzrostu płac powyżej 10% skłoni prof. Czekaja do opowiedzenia się za jedną lub dwiema podwyżkami stóp po wakacjach.

## Pod lupą: Rząd i polityka

### Wypowiedzi przedstawicieli rządu nt. kursu złotego

**Waldemar Pawlak, wicepremier, minister gospodarki (Reuters, 6 sierpnia):** Są pewne możliwości, które potencjalnie można wykorzystać (żeby zatrzymać aprecjacje złotego), ale klucz jest w rękach Ministerstwa Finansów. To jest w tej chwili dobry czas, żeby o tym rozmawiać. Niektóre firmy znalazły się w takiej sytuacji, że muszą ograniczyć produkcję lub wręcz zamknąć produkcję i to nie ze względu na wydajność czy sprawność działania, tylko ze względu na kurs walutowy.

**Jacek Rostowski, minister finansów (Reuters, 25 lipca):** Nie uważam, żeby obecna wartość złotego osłabiała gospodarkę. Nie uważam, żeby prognoza wzrostu gospodarczego na poziomie 5,5 procent w tym roku była zagrożona.

**Donald Tusk, premier (Reuters, 10 lipca):** Z jednej strony (mocny złoty) to najskuteczniejsza tarcza przeciwko cenom ropy i żywności na świecie. Wiadomo, że eksporterzy wolą raczej słabszą złotówkę, ale per saldo mocny i stabilny złoty jest raczej dobrym, niż złym zjawiskiem.

### Mocny złoty nie niepokoi premiera i ministra finansów

Wicepremier Waldemar Pawlak wywołał ostatnio spore zamieszanie medialne, stwierdzając, że warto porozmawiać o sposobach osłabienia złotego. Wkrótce po tej wypowiedzi złoty stracił na wartości, ale naszym zdaniem było to przede wszystkim wynikiem innych czynników (umocnienie dolara, zmiany nastrojów w regionie, oczekiwane spowolnienie gospodarki) a w mniejszym stopniu efektem słownej interwencji.

Możliwości rządu w zakresie interwencji na rynku walutowym są ograniczone. Co więcej, trudno sobie wyobrazić działania na rzecz osłabienia złotego w sytuacji gdy inflacja jest mocno powyżej celu. Być może to właśnie wpływa na ton wypowiedzi premiera i ministra finansów w kontekście umocnienia złotego. Z drugiej strony, ich opinie są na tyle „optymistyczne”, że mogą wręcz przyczynić się do pogłębienia skali aprecjacji.

### Nadal niski deficyt, ale dochody nie imponują

Wg wstępnych danych, po pierwszym półroczu deficyt budżetu państwa wyniósł 3,46 mld zł, czyli 12,8% planu na cały rok zapisanego w ustawie budżetowej.

To nadal najniższe zaawansowanie deficytu od wielu lat, chociaż optymizm mać nieco fakt, że stopień realizacji dochodów (45,3% planu) nie jest szczególnie wysoki.

Z drugiej strony, w czerwcu nastąpiło ożywienie wpływów z podatków pośrednich, co może oznaczać, że kolejne miesiące będą lepsze niż pierwsza połowa roku. Chociaż na taki scenariusz nie wskazywałoby oczekiwane przez nas spowolnienie w gospodarce.

Wg szacunków MF, po lipcu deficyt budżetu wyniósł ok. 3,5 mld zł (wstępny harmonogram zakładał ponad 17,9 mld zł), co oznacza kolejny bardzo dobry wynik.

### Ale czy z budżetem 2009 będzie równie łatwo?

Wg przedstawicieli resortu finansów, możliwa jest korekta założeń makroekonomicznych do budżetu 2009 – inflacji w górę (z 2,9%), PKB w dół (z 5%). Decyzja zapadnie na przełomie sierpnia i września. Wpływ korekt na prognozę dochodów może być mniej więcej neutralny, ponieważ zmiany działają w przeciwnych kierunkach.

MF chce w 2009 zamrozić część wydatków budżetowych, jednak niektóre ministerstwa już sygnalizują, że limity wydatków zaproponowane w projekcie budżetu są niewystarczające.

Minister Rostowski zaproponował m.in. odejście od reguły zakładającej wydatki na obronę narodową na poziomie 2% PKB. Wydaje się, że będzie to trudne do zrealizowania.

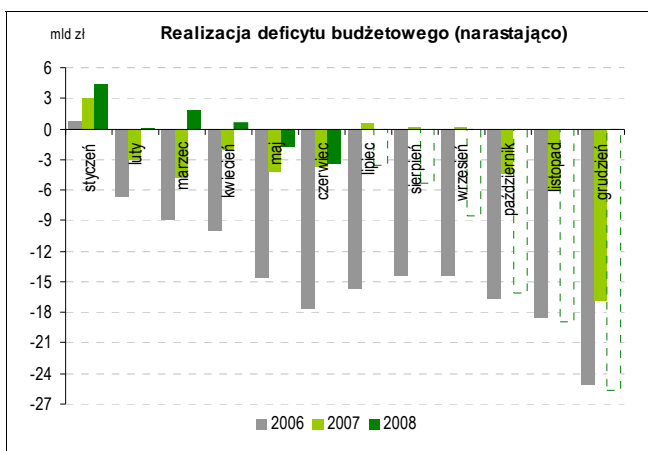
Po wakacjach, w końcowej fazie prac nad budżetem, może się on znaleźć w centrum uwagi rządu.

### Polacy coraz bardziej krytyczni wobec rządu

Ostatnie sondaże opinii publicznej pokazują, że rośnie grupa niezadowolonych z działań obecnego rządu - w lipcu było to 59% wobec 31% oceniających rząd pozytywnie.

Mniej jednoznaczne tendencje pokazują sondaże poparcia dla partii politycznych. PO wciąż jest na zdecydowanym prowadzeniu, choć wg części badań lekko traci, a wg innych lekko zyskuje przewagę nad PiS.

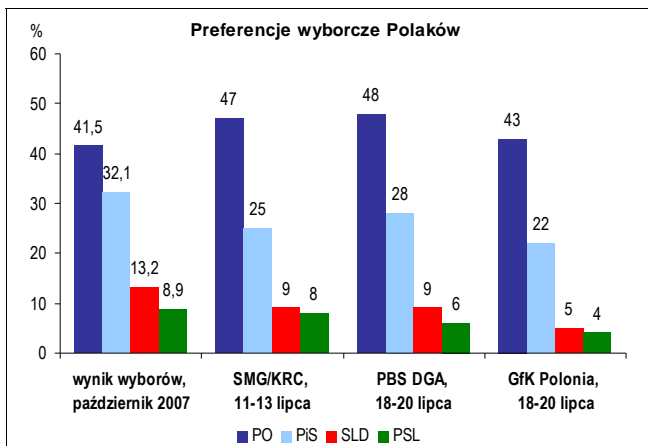
Działania rządu i parlamentu komplikuje weto prezydenta, do którego odrzucenia potrzebne jest poparcie lewicy. Jednak mimo to spekulacje nt. możliwych wyborów na wiosnę jeśli prezydent będzie blokował kolejne ustawy wydają się mało wiarygodne. Wg doniesień prasowych, PO rozważa raczej realizację swoich projektów przy pomocy rządowych rozporządzeń zamiast ustaw.



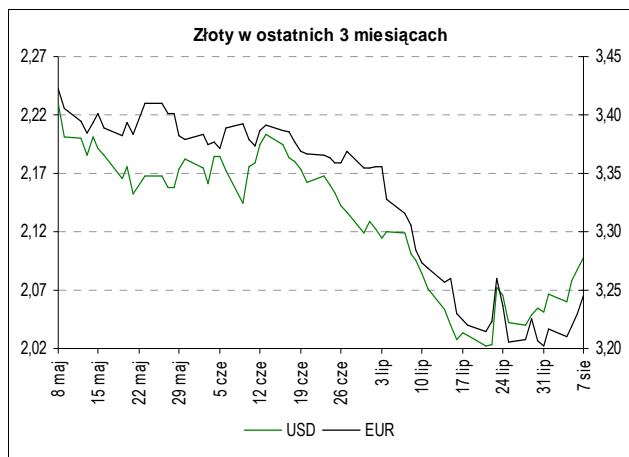
### Założenia makroekonomiczne w budżecie 2009 a prognozy rynkowe

	Obecne założenia budżetowe	Prognoza BZ WBK	Konsensus rynkowy*
Inflacja średnioroczna	2,9%	3,7%	3,2%
Wzrost PKB	5,0%	4,5%	4,9%

\* Focus Economics, Consensus Forecast Eastern Europe, lipiec 2008

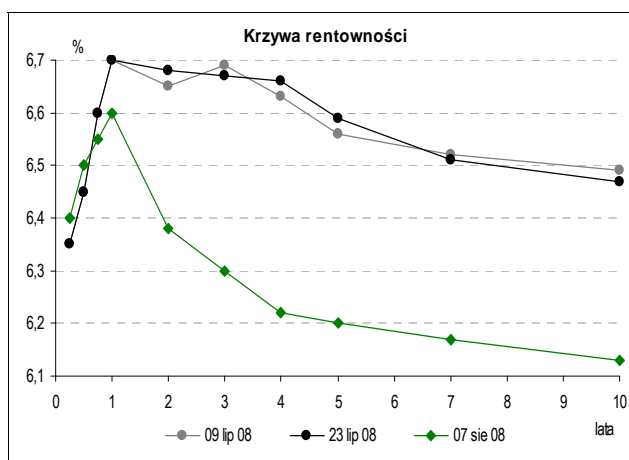


## Monitor rynku



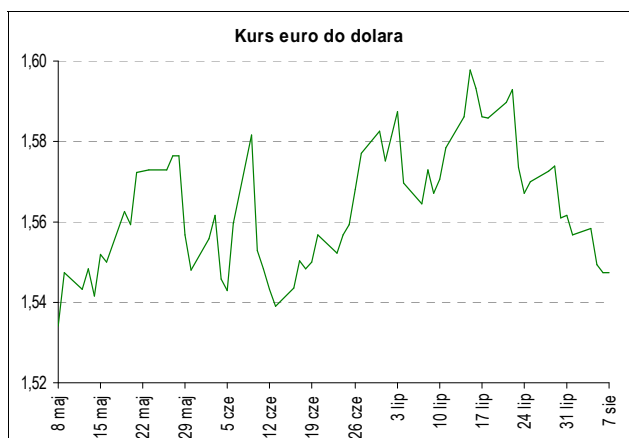
### Złoty testował 3,20 wobec euro

- W lipcu przez polski rynek walutowy przelała się fala umocnienia złotego. Kurs EURPLN pokonał historyczne minimum w połowie lipca i zbliżył się do poziomu 3,20. W drugiej połowie lipca doszło do korekty do ok. 3,27. Koniec zeszłego miesiąca stał pod znakiem ponownego wyraźnego umocnienia złotego, choć poziom 3,20 nie został przebity. W sierpniu doszło do osłabienia złotego wobec euro i dolara analogicznie do walut w regionie m.in. w związku z zyskującym dolarem na świecie.
- Oczekujemy kontynuacji korekty złotego w kierunku 3,30. Spory wpływ na krajową walutę mogą mieć oczekiwania, co do kolejnych decyzji banków w regionie. W kraju spodziewamy się podwyżek stóp dopiero po wakacjach co wspierałoby pogląd na korektę w najbliższych tygodniach. Kolejne dane o produkcji i sprzedaży mogą być niezłe, ale ich wpływ na złotego może nie być jednoznaczny ze względu na ewentualną wyprzedź obligacji.



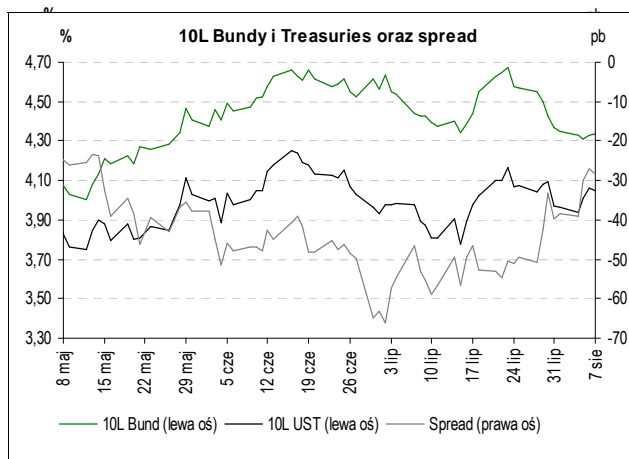
### Inwestorzy w natarciu na rynku papierów skarbowych

- W lipcu doszło do zdecydowanego umocnienia na rynku obligacji. Wzrost cen był związany z ograniczeniem oczekiwań na szybkie podwyżki stóp procentowych w związku z silną aprecjacją złotego i oznakami osłabienia wzrostu gospodarczego. Na spadek rentowności wpływ miało także umocnienie na rynkach bazowych oraz „gołębienie” sygnały z czeskiego banku centralnego. Komunikat RPP odebrany przez rynek jako jastrzębi i wyższe dane o placach wywoływały chwilowe spadki cen.
- Spodziewamy się kolejnych podwyżek stóp przez RPP po wakacjach. Mimo, iż nasze prognozy inflacji i wynagrodzeń za lipiec są poniżej konsensusu, to odbiegają od niego nieznacznie. Z kolei prognozy produkcji i sprzedaży wyraźniej przekraczają konsensus, co może przyczynić się do osłabienia obligacji. Ewentualne dalsze spadki cen ropy i umocnienie na rynku europejskim może zmniejszać presję na osłabienie.



### Dolar odreagował

- W połowie lipca kurs EURUSD ponownie chwilowo przekroczył poziom 1,60 w związku z ożywieniem obaw o kondycję amerykańskiego sektora finansowego i mało jastrzębich wypowiedziach szefa Fed. Późniejszy spadek kursu EURUSD nastąpił w pozytywnej reakcji na spadki cen ropy. Dane z USA (z rynku pracy, indeksy ISM, Empire State) okazały się nieco lepsze od prognoz i także wsparły amerykańską walutę. W sierpniu nastąpiła seria publikacji słabszych od oczekiwań danych ze strefy euro, a po posiedzeniu EBC kurs EURUSD spadł poniżej 1,55.
- Oczekujemy, że kurs EURUSD może wahać na zbliżonych poziomach do obecnie obserwowanych z lekką tendencją do osłabienia dolara, m.in. ze względu na utrzymanie jastrzębiego stanowiska EBC przy ograniczeniu oczekiwań na szybkie podwyżki w USA. W dalszej perspektywie dolar powinien się umocnić.

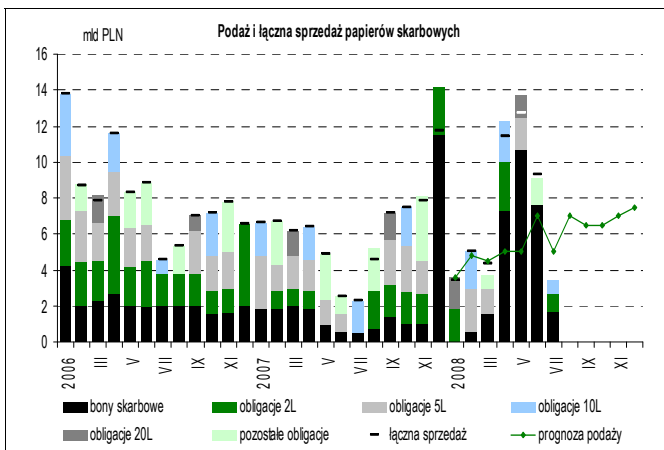
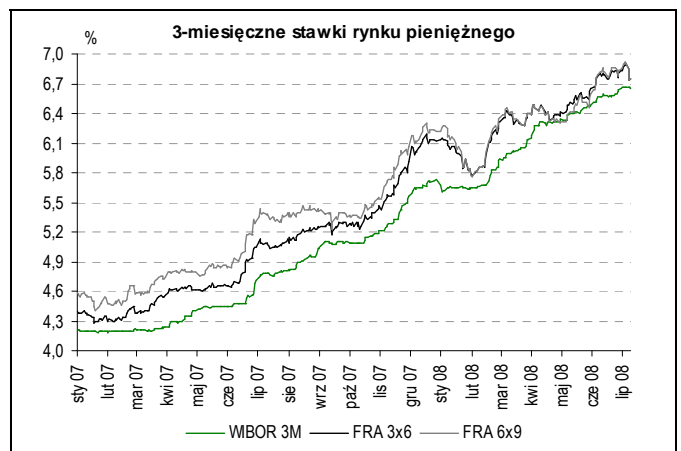
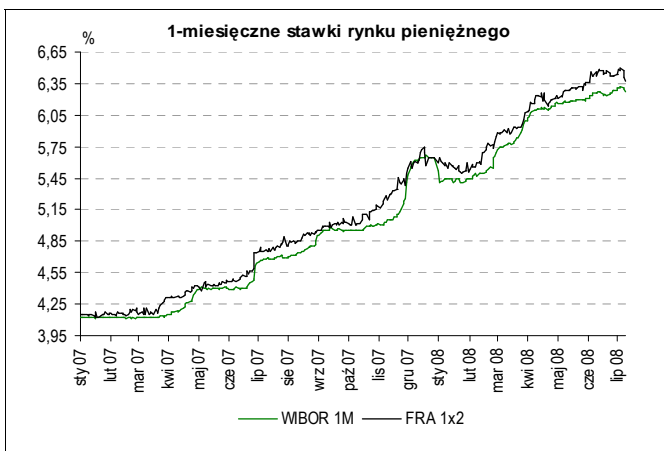
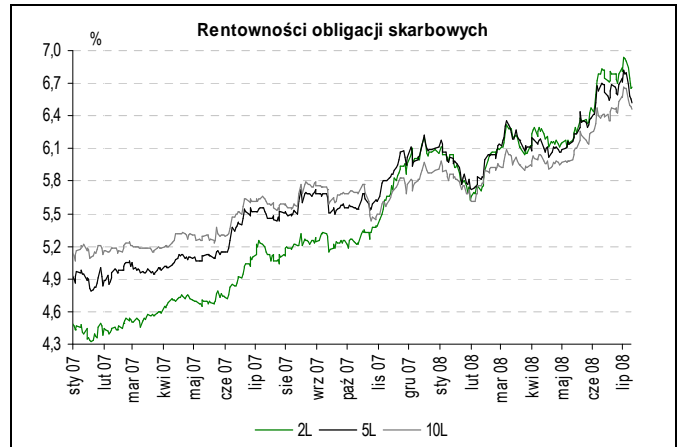
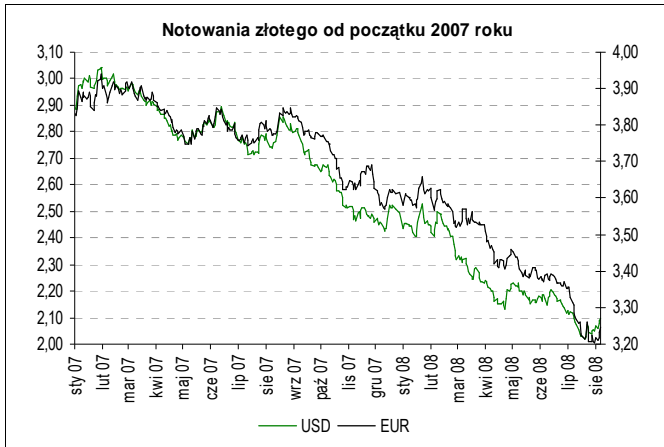


### Rentowności niżej w strefie euro

- Po spadku rentowności na rynkach bazowych w połowie lipca doszło do gwałtownego osłabienia, m.in. w związku ze wzrostem apetytu na ryzyko. Później ceny Bundów zaczęły piąć się w górę w związku ze spadkami cen na rynku ropy, co zmniejszyło obawy o perspektywy inflacji. Za umocnieniem Bundów stały też słabe dane z EMU publikowane na początku sierpnia oraz komunikat EBC. Rentowności 10-letnich amerykańskich Treasuries utrzymały się na wyższym poziomie w porównaniu do ubiegłego miesiąca.
- Sądzymy, że w związku z trwającym spowolnieniem gospodarczym i ryzykiem recesji w USA oraz trwającą niestabilnością systemu finansowego podwyżki w USA zostaną odłożone na dalszą przyszłość (nawet koniec 2009 r.). W strefie euro po stabilizacji w tym roku oczekujemy obniżki stóp na początku 2009 r.. Przez pewien czas EBC może utrzymać jastrzębi ton, choć nie będzie to łatwe w warunkach spowolnienia gospodarki.



# Monitor rynku



**Przetargi bonów skarbowych (mln zł)**

(OFERTA)*/SPRZEDAŻ						
Data przetargu	52-tyg.	26-tyg.	13-tyg.	5-tyg.	3-tyg.	2-dn.
14.04.2008	3134	1005	573	-	-	-
05.05.2008	2787	-	-	-	2007	-
26.05.2008	3000/3275	1500/964	1500/1167	-	-	-
02.06.2008	1500/1496	-	500/810	-	-	-
09.06.2008	1400/1320	-	1400/1577	-	-	-
16.06.2008	1400/1443	-	1400/1449	-	-	-
07.07.2008	1200/965	-	500/709	-	-	-
14.07.2008	1200/1298	-	500/629	-	-	-
21.07.2008	-	1000/1000	500/500	-	-	-
28.07.2008	-	1000/1023	500/526	-	-	-
04.08.2008	1200/1200	1200/1200	-	-	-	-
11.08.2008	0-1500	0-1500	-	-	-	-
18.08.2008	0-1000	0-1000	-	-	-	-

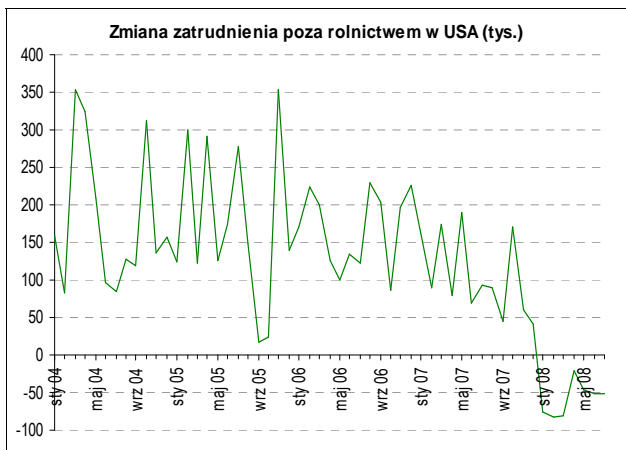
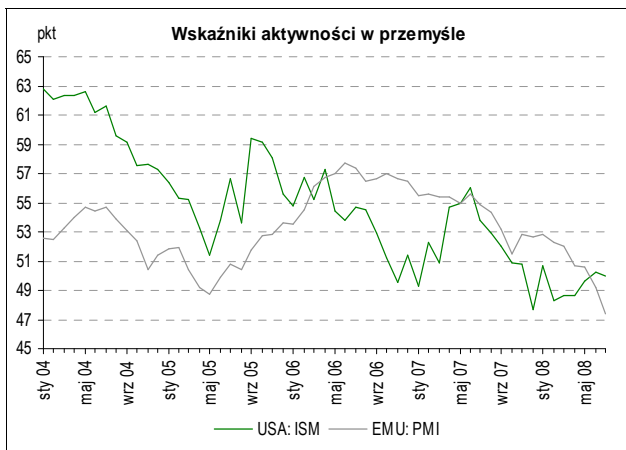
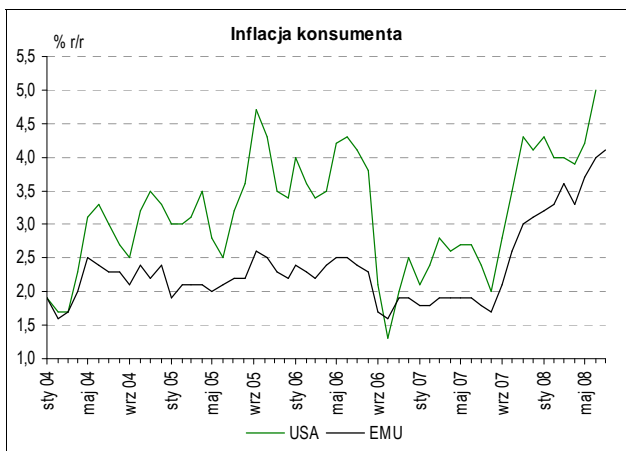
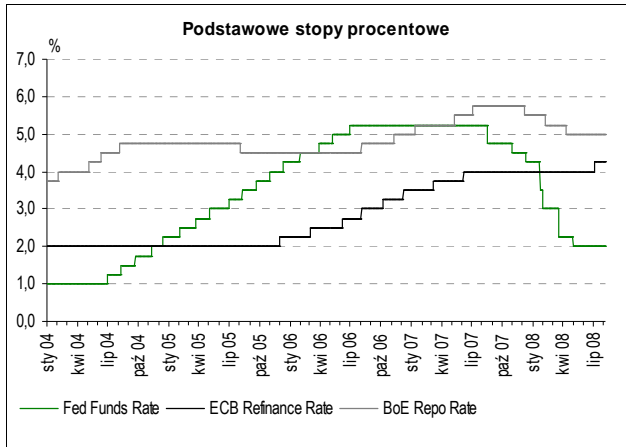
\* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

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

miesiąc	I przetarg			II przetarg			Przetargi zamian				
	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 / WZ0118	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	23.04	PS0413/DS1017	3399/2804
maj	07.05	PS0413	1 800	1 800	14.05	WS0922	1 200	714	21.05	OK0710/PS0413/DS1017	0/0/0
czerwiec	04.06	IZ0816/WZ011	500/1000	505/719	-	-	-	-	11.06	przetarg nie został zorganizowany	
lipiec	02.07	OK0710	1000	1000	09.07	DS1017	700	705	23.07	PS0413	1558
sierpień	06.08	OK0710	1800	1800	13.08	12L CPI   10L	-	-	-	-	-
wrzesień	03.09	5L	-	-	10.09	20L	-	-	-	-	-
październik	01.10	5L	-	-	08.10	10L	-	-	-	-	-
listopad	05.11	5L	-	-	12.11	12L CPI   10L	-	-	-	-	-
grudzień	03.12	2L	-	-	-	-	-	-	-	-	-

\* razem z przetargiem uzupełniającym

## Przegląd międzynarodowy

**Stopy procentowe w USA i EMU bez zmian**

- W sierpniu po raz drugi z kolei Fed zgodnie z oczekiwaniami pozostawił stopy procentowe bez zmian. W komunikacie banku podkreślono, że utrzymują się zagrożenia dla wzrostu gospodarczego, rezygnując z czerwcowego stwierdzenia o malejącym ryzyku. Równocześnie, Fed zaznaczył, iż inflacja znajduje się w trendzie wzrostowym i jest cały czas zmartwieniem banku centralnego. Komunikat odebrano jako sugestię, że stopy mogą pozostać bez zmian do końca roku.

- Po lipcowej podwyżce o 25 pb w sierpniu EBC nie zmienił stóp procentowych. Komunikat zwracał uwagę na wysokie obawy wystąpienia efektów drugiej rundy i ryzyka dla inflacji w śr. i dł. terminie, a także ryzyka dla gospodarki. Wg EBC wzrosło ryzyko, że zawirowania na rynkach finansowych negatywnie wpłyną na gospodarkę, dla której perspektywy są bardziej niepewne. Trichet nie przywiązał istotnej wagi do spadku cen ropy.

**...choć inflacja wciąż jest problemem**

- Inflacja w EMU cały czas przyspiesza. Zgodnie ze wstępnymi danymi Eurostatu za lipiec inflacja HICP wzrosła do 4,1% r/r z 4,0% w czerwcu. Inflacja bazowa wyniosła w czerwcu 2,5% r/r, choć rynek oczekiwał 2,6% r/r. Z kolei inflacja PPI wzrosła w czerwcu do 8% r/r z 7,1% w maju, powyżej prognoz. Zdaniem prezesa EBC inflacja HICP pozostanie powyżej poziomu zapewniającego stabilność cenową przez długi czas i jedynie nieznacznie spowolni w 2009 r.

- Inflacja w USA przyspieszyła w czerwcu do 5,0% r/r (1,1% m/m) z 4,2% r/r w maju, osiągając najwyższy poziom od 1991 r., gdy ceny wzrosły pod wpływem efektów pierwszej wojny w Iraku. Bazowy CPI wzrósł o 0,3% m/m (2,4% r/r) przy oczekiwanym braku zmian wobec maja. PPI w USA w czerwcu wzrósł o 1,8% m/m, a bazowy PPI o 0,2% i przekroczył oczekiwania, podobnie jak bazowy indeks PCE, który wzrósł o 0,3% m/m (2,3% r/r).

**...podczas gdy dane potwierdzają spowolnienie gospodarcze**

- W przeciwieństwie do maja w czerwcu dane o sprzedaży detalicznej w USA mocno rozczarowały (wzrost o 0,1% m/m wobec prognoz 0,4%). Dane o PKB w USA były gorsze od oczekiwań i pokazały wzrost gospodarczy w II kw. na poziomie 1,9% wobec zrewidowanego w dół wzrostu o 0,9% w I kw. Z drugiej strony indeks ISM był nieco lepszy od oczekiwań (50,0 vs. 49,3), podobnie jak indeks dla sektora usług, który wzrósł w lipcu do 49,5 pkt. Wartości poszczególnych subindeksów w usługach utrzymały jednak w mocy obraz słabej gospodarki w USA z pogarszającą się sytuacją na rynku pracy oraz z wysoką presją inflacyjną.

- Dane gospodarcze z EMU nie napawają optymizmem i powstrzymują EBC przed podwyżkami stóp. Indeks ZEW spadł w lipcu do -63,9 pkt wobec -52,4 pkt w czerwcu oraz oczekiwanych -55,0 pkt. Sprzedaż detaliczna zanotowała rekordowy spadek w ujęciu rocznym, tj. -3,1% (-0,6% m/m). Indeks aktywności PMI dla przemysłu za lipiec spadł do poziomu 47,4 pkt wobec 49,2 pkt w czerwcu. Z kolei indeks PMI w sektorze usług spadł zgodnie z oczekiwaniami do 48,3 pkt z 49,1 pkt, najniższy od 5 lat, a indeks oczekiwań gospodarczych spadł do 49,7 pkt, najniższego poziomu od 10 lat. Dane te mogą wzmocnić gołębie skrzydło decyzyjnych przedstawicieli EBC.

- Optymistyczny z punktu widzenia inflacji i wzrostu gospodarczego był spadek cen ropy od początku lipca z ponad 145\$ za baryłkę do 117\$, tj. o ok. 20%.

**Amerykański rynek pracy wciąż w odwrocie**

- W lipcu liczba miejsc pracy w sektorach pozarolniczych spadła o 51 tysięcy wobec oczekiwań analityków na poziomie -75 tys. Ponadto dane za poprzedni miesiąc zostały zrewidowane w górę. Stopa bezrobocia w USA wzrosła w lipcu do 5,7% z 5,5% (oczekiwania rynku wskazywały na poziom 5,6%).

Źródło: Reuters, EBC, Rezerwa Federalna

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>11</b> <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i>	<b>12</b> <i>PL: Bilans płatniczy (VI)</i> US: Bilans handlowy (VI)	<b>13</b> <i>PL: Aukcja obligacji 10-letnich zmiennokuponowych i 12-letnich indeksowanych inflacją</i> <i>PL: CPI (VII)</i> EZ: Produkcja przemysłowa (VI) US: Ceny w handlu zagranicznym (VII) US: Sprzedaż detaliczna (VII)	<b>14</b> <i>PL: Podaż pieniądza (VII)</i> EZ: Wstępny PKB (II kw.) EZ: Finalny HICP (VII) US: CPI (VII)	<b>15</b> US: Indeks NY Fed (VIII) US: Raport o przepływach kapitału (VI) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (VII) US: Produkcja przemysłu (VII) US: Wstępny Michigan (VII)
<b>18</b> <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> <i>PL: Place i zatrudnienie (VII)</i>	<b>19</b> DE: Indeks ZEW (VIII) US: Liczba nowych budów domów (VII) US: Liczba pozwoleń na budowę (VII) US: PPI (VII)	<b>20</b> <i>PL: Przetarg zamiany</i> <i>PL: Produkcja przemysłowa (VII)</i> <i>PL: PPI (VII)</i>	<b>21</b> <i>PL: Inflacja bazowa (VII)</i> <i>PL: Minutes RPP (VII)</i> US: Indeks Philadelphia Fed (VIII)	<b>22</b> <i>PL: Wskaźniki koniunktury (VIII)</i>
<b>25</b> DE: Indeks Ifo (VIII) US: Sprzedaż domów (VII)	<b>26</b> <i>PL: Spotkanie RPP</i> <i>PL: Sprzedaż detaliczna (VII)</i> <i>PL: Bezrobocie (VII)</i> US: Zaufanie konsumentów (VIII) US: Sprzedaż nowych domów (VII)	<b>27</b> <i>PL: Spotkanie RPP – decyzja</i> US: Zamówienia na dobra trwałe (VII)	<b>28</b> EZ: Podaż pieniądza M3 (VII) EZ: Indeks nastrojów (VIII) US: Wstępny PKB (II kw.) US: Bazowy PCE (II kw.) US: Deflator PKB (II kw.)	<b>29</b> <i>PL: PKB (II kw.)</i> EZ: Wstępny HICP (VIII) US: Bazowy PCE (VII) US: Chicago PMI (VIII) US: Finalny Michigan (VIII)
<b>1 września</b> US: Dzień wolny EZ: PMI - sektor przetwórczy (VIII) US: ISM - sektor przetwórczy (VIII)	<b>2</b> EZ: PPI (VII)	<b>3</b> <i>PL: Aukcja obligacji 5-letnich</i> EZ: PMI - sektor usług (VIII) EZ: Sprzedaż detaliczna (VII) US: Zamówienia w przemyśle (VII) US: ISM - sektor usług (VIII)	<b>4</b> EZ: Decyzja EBC GB: Decyzja Banku Anglii US: Raport ADP (VIII) US: Wydajność pracy (II kw.) US: Jednostk. koszty pracy (II kw.)	<b>5</b> US: Zatrudnienie poza rolnictwem (VIII) US: Bezrobocie (VIII)
<b>8</b> <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i>	<b>9</b> US: Niezakończona sprzedaż domów (VII) US: Zapasy hurtowe (VII)	<b>10</b> <i>PL: Aukcja obligacji 20-letnich</i>	<b>11</b> US: Ceny w handlu zagranicznym (VIII) US: Bilans handlowy (VII)	<b>12</b> <i>PL: Bilans płatniczy (VII)</i> EZ: Produkcja przemysłu (VII) US: PPI (VIII) US: Sprzedaż detaliczna (VIII) US: Wstępny Michigan (IX)

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	24	25	26	-	-	-	-
Place brutto, zatrudnienie	16	15	17	15	16	16	15	18	15	15	18	15
Bezrobocie	24	25	26	22	28	24	25	26	-	-	-	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	2	-	31	-	-	30	-	-	30	-	-	-
Bilans płatniczy	18 <sup>c</sup>	12	13	15	15	17	15	12	12	13	-	-
Podaż pieniądza	14	14	14	14	14	13	14	14	12	14	-	-
Bilans NBP	7	7	7	7	7	6	7	7	5	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

		lip 07	sie 07	wrz 07	paź 07	lis 07	gru 07	sty 08	lut 08	mar 08	kwi 08	maj 08	cze 08	lip 08	sie 08
Produkcja przemysłowa	% r/r	10,4	8,9	5,4	10,8	8,5	6,4	10,7	15,0	1,0	15,1	2,4	7,2	8,6	3,5
Sprzedaż detaliczna <sup>c</sup>	% r/r	17,1	17,4	14,2	19,4	19,2	12,4	20,9	23,8	15,7	17,6	14,9	14,2	15,6	13,3
Stopa bezrobocia	%	12,1	11,9	11,6	11,3	11,2	11,4	11,7	11,5	11,1	10,5	10,0	9,6	9,5	9,3
Place brutto <sup>b c</sup>	% r/r	9,3	10,5	9,5	11,0	12,0	7,2	11,5	12,8	10,2	12,6	10,5	12,0	11,0	10,5
Zatrudnienie <sup>b</sup>	% r/r	4,7	4,8	4,7	5,0	5,0	4,9	5,9	5,9	5,8	5,6	5,4	4,8	4,5	4,4
Eksport (w euro) <sup>d</sup>	% r/r	17,0	14,9	8,2	13,5	13,1	8,7	23,2	30,2	12,0	33,9	12,2	17,4	12,5	10,7
Import (w euro) <sup>d</sup>	% r/r	23,3	13,4	13,7	17,7	15,4	15,4	18,7	32,5	13,9	31,8	14,0	19,3	17,0	15,4
Bilans handlowy <sup>d</sup>	mln EUR	-1299	-472	-917	-859	-783	-1645	-535	-840	-1402	-1075	-1240	-1500	-1910	-944
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	mln EUR	-1252	-576	-546	-1183	-67	-2061	-962	-1347	-1738	-1455	-1602	-1800	-1930	-1064
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	% PKB	-3,7	-3,6	-3,8	-3,8	-3,5	-3,7	-3,9	-4,0	-4,3	-4,6	-4,7	-4,7	-5,1	-5,2
Saldo budżetu (narastająco)	mlrd PLN	0,6	0,3	0,2	-4,4	-6,0	-16,9	4,4	0,0	1,9	0,6	-1,9	-3,5	-3,6	-5,3
Saldo budżetu (narastająco)	% planu <sup>e</sup>	-3,6	-1,6	-1,2	26,2	35,5	100,0	-16,4	-0,1	-6,9	-2,2	6,8	12,8	13,1	19,4
Inflacja (CPI)	% r/r	2,3	1,5	2,3	3,0	3,6	4,0	4,0	4,2	4,1	4,0	4,4	4,6	4,7	5,2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	1,5	1,8	1,8	2,0	2,5	2,3	2,9	3,2	2,9	2,5	2,7	2,7	2,6	2,4
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	15,6	16,1	14,4	13,8	13,6	13,4	12,9	13,5	13,6	15,0	15,1	16,2	16,1	15,3
Depozyty	% r/r	15,9	16,3	15,4	15,2	15,1	14,5	14,3	14,7	15,3	16,7	17,4	18,4	18,4	17,6
Kredyty	% r/r	31,4	31,1	31,0	30,6	30,1	30,0	30,3	29,5	29,7	28,4	27,6	27,6	27,2	26,1
USD/PLN	PLN	2,75	2,80	2,73	2,61	2,49	2,47	2,46	2,43	2,28	2,19	2,19	2,17	2,07	2,07
EUR/PLN	PLN	3,77	3,81	3,79	3,71	3,66	3,60	3,61	3,58	3,54	3,45	3,40	3,37	3,26	3,25
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	4,50	4,75	4,75	4,75	5,00	5,00	5,25	5,50	5,75	5,75	5,75	6,00	6,00	6,00
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	6,00	6,25	6,25	6,25	6,50	6,50	6,75	7,00	7,25	7,25	7,25	7,50	7,50	7,50
WIBOR 3M	%	4,78	4,80	5,09	5,13	5,36	5,67	5,64	5,74	6,03	6,29	6,41	6,58	6,62	6,60
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,70	4,80	5,01	5,04	5,30	5,78	5,75	5,66	6,09	6,10	6,10	6,63	6,70	6,60
Rentowność obligacji 2L	%	5,14	5,23	5,25	5,30	5,77	6,06	5,92	5,90	6,17	6,20	6,27	6,73	6,66	6,55
Rentowność obligacji 5L	%	5,50	5,61	5,60	5,59	5,90	6,07	5,94	5,93	6,20	6,12	6,25	6,62	6,53	6,45
Rentowność obligacji 10L	%	5,60	5,68	5,69	5,64	5,70	5,85	5,81	5,82	5,98	5,98	6,10	6,41	6,43	6,25

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

		2006	2007	2008	2009	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08
PKB	mld PLN	1 060,0	1 167,8	1 282,7	1 389,7	267,7	281,5	288,5	330,1	294,1	310,0	317,4	361,2
PKB	% r/r	6,2	6,6	5,3	4,5	7,3	6,5	6,5	6,4	6,1	5,6	4,9	4,8
Popyt krajowy	% r/r	7,3	8,3	6,5	6,3	9,3	9,2	8,4	6,5	6,3	6,5	6,6	6,7
Spożycie indywidualne	% r/r	5,0	5,0	5,5	5,5	6,8	4,9	4,8	3,6	5,6	5,4	5,5	5,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	14,9	17,6	13,1	11,4	23,8	19,0	16,7	15,2	15,7	15,0	13,5	11,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	12,5	9,7	7,4	5,4	13,0	8,5	8,1	9,6	8,5	8,2	6,6	6,1
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	11,9	14,0	12,4	11,5	17,4	14,1	12,8	12,2	16,0	11,8	10,6	11,0
Stopa bezrobocia <sup>a</sup>	%	14,8	11,4	9,4	7,9	14,3	12,3	11,6	11,4	11,1	9,6	9,1	9,4
Place realne brutto <sup>c</sup>	% r/r	4,2	6,7	6,2	4,6	5,9	6,5	8,1	6,5	7,2	7,1	6,0	4,8
Zatrudnienie <sup>c</sup>	% r/r	3,2	4,6	4,8	2,6	4,2	4,5	4,8	5,0	5,9	5,2	4,4	3,8
Eksport (w euro) <sup>b</sup>	% r/r	20,4	12,8	14,2	6,0	13,4	12,7	13,1	12,0	21,3	21,0	10,0	6,0
Import (w euro) <sup>b</sup>	% r/r	24,0	17,9	17,7	11,0	19,5	19,7	16,6	16,2	21,1	21,5	16,0	13,0
Bilans handlowy <sup>b</sup>	mln EUR	-5 539	-11 311	-17 001	-24 909	-2 322	-3 029	-2 684	-3 276	-2 769	-3 815	-4 707	-5 709
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	mln EUR	-7 283	-11 577	-19 127	-27 435	-2 468	-3 434	-2 376	-3 299	-4 038	-4 857	-4 399	-5 832
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	% PKB	-2,7	-3,8	-5,1	-6,5	-2,9	-3,5	-3,8	-3,7	-4,1	-4,3	-4,6	-5,0
Deficyt budżetowy <sup>a</sup>	mld PLN	-25,1	-16,9	-25,6	-18,2	-4,8	-3,7	0,2	-16,9	1,9	-3,5	-6,5	-23,1
Deficyt budżetowy	% PKB	-2,4	-1,4	-2,0	-1,3	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	1,0	2,5	4,4	3,7	2,0	2,4	2,0	3,5	4,1	4,3	4,9	4,4
Inflacja (CPI) <sup>a</sup>	% r/r	1,4	4,0	4,2	3,5	2,5	2,6	2,3	4,0	4,1	4,6	4,9	4,2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,5	2,3	2,9	3,3	3,3	2,0	1,7	2,3	3,0	2,6	2,5	3,4
Podaż pieniądza (M3) <sup>a</sup>	% r/r	16,0	13,4	13,9	10,4	18,0	14,7	14,4	13,4	13,6	16,2	16,4	13,9
Zobowiązania <sup>a</sup>	% r/r	15,2	14,5	15,0	10,4	17,7	15,2	15,4	14,5	15,3	18,4	18,3	15,0
Należności <sup>a</sup>	% r/r	23,4	30,0	21,1	13,8	26,8	29,2	31,0	30,0	29,7	27,6	24,9	21,1
USD/PLN	PLN	3,10	2,77	2,19	2,14	2,97	2,82	2,76	2,52	2,39	2,18	2,08	2,10
EUR/PLN	PLN	3,90	3,78	3,39	3,29	3,89	3,80	3,79	3,65	3,58	3,41	3,27	3,29
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	4,00	5,00	6,50	6,50	4,00	4,50	4,75	5,00	5,75	6,00	6,25	6,50
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	5,50	6,50	8,00	8,00	5,50	6,00	6,25	6,50	7,25	7,50	7,75	8,00
WIBOR 3M	%	4,21	4,73	6,44	6,70	4,20	4,42	4,89	5,39	5,80	6,43	6,60	6,91
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,18	4,69	6,33	6,50	4,14	4,40	4,84	5,37	5,84	6,28	6,60	6,60
Rentowność obligacji 2L	%	4,57	5,23	6,40	6,30	4,47	4,78	5,21	5,71	5,99	6,40	6,60	6,60
Rentowność obligacji 5L	%	5,03	5,52	6,34	6,25	4,95	5,19	5,57	5,85	6,02	6,33	6,50	6,50
Rentowność obligacji 10L	%	5,22	5,56	6,13	6,03	5,17	5,36	5,66	5,73	5,87	6,16	6,30	6,20

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 07.08.2008 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.