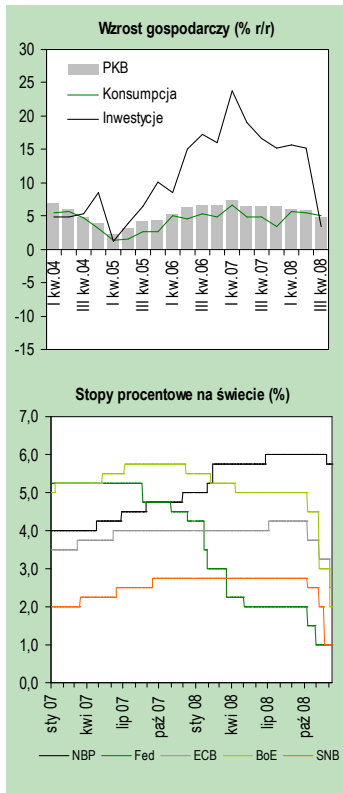


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Grudzień 2008



W tym miesiącu:

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

Maciej Reluga

Główny Ekonomista
022 586 8363

Piotr Bielski
022 586 8333

Piotr Bujak
022 586 8341

Cezary Chrapek
022 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

Koniec roku, ale nie kryzysu

W ubiegłym miesiącu pisaliśmy o możliwości dalszego umocnienia na rynku stopy procentowej, jednak nie sądziliśmy, że zmiana nastąpi tak szybko i będzie tak znacząca. Wynikało to z kolejnego pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce i na świecie. Jednocześnie, pogarszające się fundamenty polskiej gospodarki były jednym z czynników odpowiedzialnych za dalsze osłabienie złotego, choć wciąż głównym elementem wpływającym na polski rynek walutowy w krótkim terminie są zmiany w nasileniu globalnej awersji do ryzyka. Miesiąc temu wydawało nam się, że złoty pozostanie na relatywnie słabych poziomach, jednak nastąpiła dalsza deprecjacja z sugerowanego przez nas szerokiego przedziału 3,50-3,80. Wciąż utrzymujemy, że perspektywa wejścia do strefy euro (ERM2) pozostaje ważnym czynnikiem dla rozwoju sytuacji na rynku walutowym w przyszłym roku. Można powiedzieć, że niezbyt spieszne konsultacje zmniejszają szansę na szybkie wejście do ERM2, tym bardziej, że nie wykluczył tego nawet premier. Jak na razie, nasze prognozy kursowe na przyszły rok zmieniamy niewiele, choć w najbliższych tygodniach ponownie można się zastanawiać czy kurs 4,0 nie zostanie przeбитy.

Kolejne publikacje słabych danych ekonomicznych w krajach rozwiniętych i kolejne zmiany prognoz odnośnie tempa wzrostu gospodarczego zarówno w strefie euro, jak i w USA, wpłynęły na zmianę prognoz dla Polski. Projekcja PKB autorstwa NBP nie wygląda już wcale tak pesymistycznie, a prognozę rządu, choć zmienioną, wciąż należy uznać za optymistyczną. Nasza prognoza zakłada tempo wzrostu gospodarczego w Polsce na poziomie 2,6% w 2009 r. ze strukturą podobną jak poprzednio, choć ryzyko jest wciąż asymetryczne w dół. Wg ankiety Reutersa wzrost PKB wyniesie 2,8%, ze znacznie wyższym tempem rozwoju w pierwszej poł. roku w porównaniu do naszej prognozy. Najgłębsze spowolnienie widzimy w przypadku eksportu i inwestycji (na ten drugi element wpłynęły również kiepskie dane za III kw.). Stosunkowo najmniej obniżyliśmy prognozę wzrostu konsumpcji. Niższe tempo wzrostu PKB, połączone z niższymi cenami surowców oraz informacjami płynącymi z URE odnośnie mniejszego niż nasze oczekiwania wzrostu cen energii (4-5%), obniżają również ścieżkę inflacji na przyszły rok, pomimo gorszych niż poprzednio perspektyw złotego. Cel inflacyjny NBP na poziomie 2,5% może zostać osiągnięty już w 2009 r.

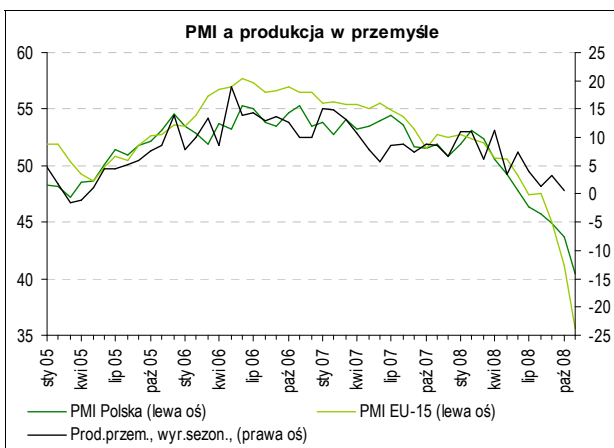
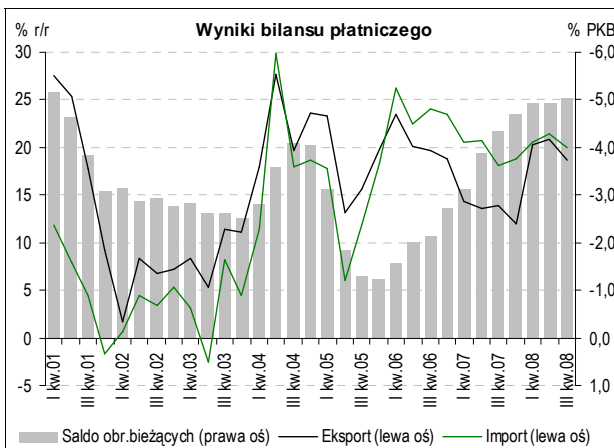
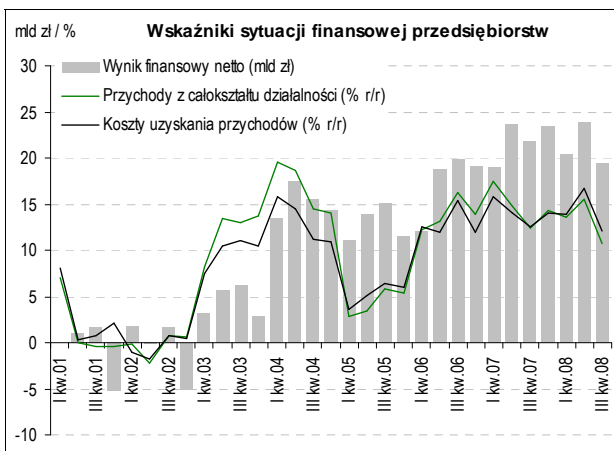
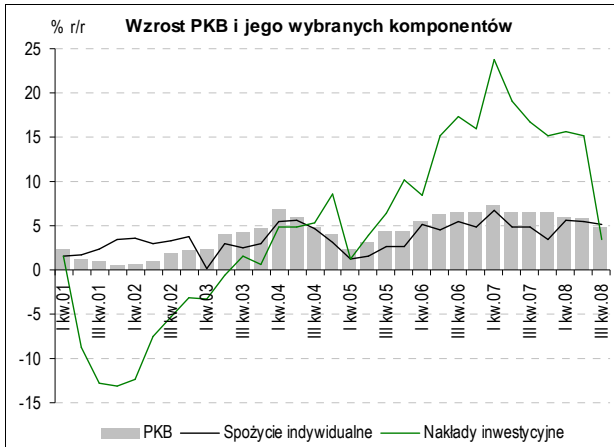
Scenariusz powyższy oznacza dalszą, prawdopodobnie znaczącą ekspansję polityki pieniężnej. Miesiąc temu wydawało nam się, że łączna skala obniżek stóp procentowych przez RPP wyniesie 100 pkt bazowych, jednak po tym jak Rada dokonała pierwszej obniżki już w listopadzie wygląda na to, że będzie to więcej. Ponadto, wyższą skalę ekspansywności obserwujemy również w przypadku głównych banków centralnych na świecie. Choć niektórzy członkowie Rady wyrażają wątpliwość, czy Rada powinna dokonać kolejnego ruchu już w grudniu, naszym zdaniem pozostaje pytanie tylko o skalę tej obniżki gdyż ruch o 50 pb wydaje się dość prawdopodobny. Prognozujemy, że w przyszłym roku stopa referencyjna spadnie do 4,5%, choć może to być nawet niżej (rynek widzi szanse na poniżej 4%).

Na rynku finansowym 28 listopada 2008 r.:

Stopa depozytowa NBP	4,25	WIBOR 3M	6,56	USDPLN	2,9196
Stopa referencyjna NBP	5,75	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	5,72	EURPLN	3,7572
Stopa lombardowa NBP	7,25	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,84	EURUSD	1,2869

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 08.12.2008 r.

Gospodarka Polski

**III kwartał nie taki zły, chociaż inwestycje mocno hamują**

Wzrost PKB w III kw. wyniósł 4,8% r/r wobec 5,8% w II kw. i 6,0% w I kw. br. Na pierwszy rzut oka to niezły wynik, jednak zwraca uwagę znaczące spowolnienie wzrostu inwestycji do 3,5% r/r wobec 15,5% średnio w I półroczu. Potwierdza to, że przedsiębiorstwa już w III kw. (więc jeszcze przed wybuchem ostatniej fali kryzysu na rynkach finansowych) stały się znacznie mniej optymistyczne co do dalszego rozwoju sytuacji ekonomicznej i zaczęły wstrzymać projekty inwestycyjne.

Wzrost konsumpcji prywatnej w III kw. wyniósł 5,1%, spowalniając jedynie nieznacznie z ok. 5,6% w I półroczu. Popyt krajowy ogółem wzrósł o 4,3% r/r, co jest najniższym wynikiem od trzech lat, a dodatkowo warto zauważyć, że 0,6 pkt proc. tego wzrostu wynikało ze zmiany zapasów (w kolejnych kwartałach ich pozytywna kontrybucja może się nie utrzymać).

Należy się spodziewać, że inwestycje będą dalej hamować w kolejnych kwartałach, co będzie dodatkowo potęgowane zaostreniem warunków kredytowania. Wprawdzie udział inwestycji finansowanych kredytem jest w Polsce dość niski (nieco ponad 30%), ale środków własnych również może być mniej – już w III kw. wyniki finansowe firm były gorsze niż przed rokiem.

Wzrostu konsumpcji również nie da się utrzymać na dotychczasowym poziomie, jednak wciąż oczekujemy, że pogorszenie tego komponentu popytu będzie stosunkowo najmniejsze, m.in. na skutek sporej waloryzacji świadczeń społecznych, obniżki podatków i spadku cen surowców.

Wyhamowanie importochłonnych inwestycji spowodowało, że w III kw. lepsza od oczekiwań była kontrybucja eksportu netto (po raz pierwszy od 12 kwartałów była dodatnia i wyniosła +0,3 pkt. proc., w dużej mierze dzięki spowolnieniu importu). Ten czynnik będzie łagodził spadek dynamiki PKB w najbliższych kwartałach wynikający z osłabienia popytu krajowego.

Dane o handlu zagranicznym ciągle nienajgorsze

W danych NBP nt. bilansu płatniczego wciąż trudno odnaleźć sygnały mocnego pogorszenia sytuacji w handlu zagranicznym. We wrześniu wzrost eksportu (w €) wyniósł 22,5% r/r, a importu 21,2%, a w całym III kw. było to odpowiednio 18,7% i 19,9% r/r.

Deficyt obrotów bieżących wzrósł we wrześniu do 1,97 mld €, a skumulowany za 12 miesięcy wyniósł 5,1% PKB.

Trzeba jednak pamiętać, że dane te dotyczą już dość odległej przeszłości. W kolejnych miesiącach i kwartałach należy oczekiwać mocnego spowolnienia eksportu pod wpływem recesji w UE. Słabszy złoty może nieco łagodzić ten efekt, ale wyraźnego osłabienia dynamiki nie unikniemy.

Z drugiej strony, słabszy popyt krajowy i słabszy złoty będą równocześnie negatywnie wpływać na import, przez co deficyt obrotów bieżących nie powinien mocno wzrosnąć.

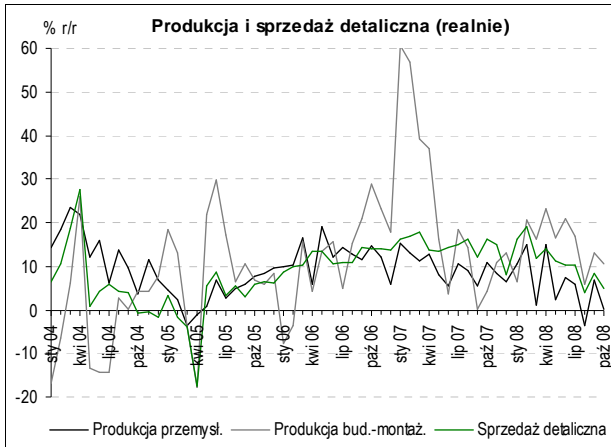
W IV kwartale będzie znacznie gorzej

Trzeba sobie zdawać sprawę, że zmiany w gospodarce bardzo nabrały tempa w ostatnich tygodniach, w związku z czym sytuacja w III kw. może znacząco odbiegać od tego co będzie się działo w kolejnych kwartałach.

Praktycznie wszystkie wskaźniki koniunktury gospodarczej sugerują coraz mocniejszy spadek aktywności ekonomicznej i pogorszenie nastrojów zarówno przedsiębiorstw, jak i konsumentów. Spadki indeksów krajowych są łagodniejsze niż za granicą (np. w strefie euro), jednak mimo to wskazują na mocne osłabienie tempa wzrostu gospodarczego.

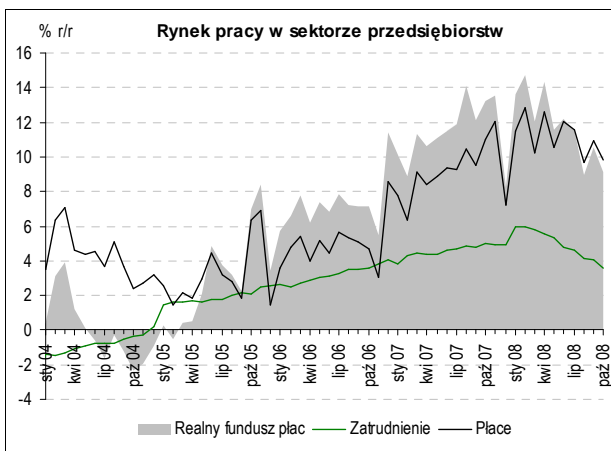
Dane za październik (patrz następna strona) też potwierdzają, że aktywność ekonomiczna na początku IV kw. zaczęła wyraźnie słabnąć. A trzeba pamiętać, że pełne efekty nasilenia kryzysu na rynkach i w gospodarce światowej zapewne dopiero przed nami.

Gospodarka Polski



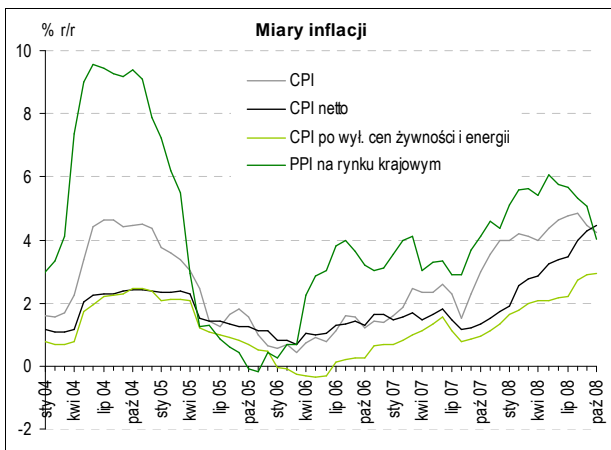
Przemysł hamuje, sprzedaż w mniejszym stopniu

- Wzrost produkcji przemysłowej wyhamował w październiku do 0,2% r/r wobec 3% w III kw. i 6,7% średnio w pierwszych 9 miesiącach roku. Po części był to efekt bardzo wysokiej bazy, jednak niepokojącym sygnałem jest bardzo niski wzrost produkcji wyrównany sezonowo – zaledwie 0,5% r/r. W listopadzie oczekujemy spadku produkcji, na co oprócz pogorszenia koniunktury wpłynie mniejsza liczba dni roboczych.
- Wzrost produkcji w budownictwie był wciąż dwucyfrowy i wyniósł 10,5% r/r. Niemniej, w kolejnych miesiącach należy spodziewać się wyraźnego spowolnienia w tym sektorze.
- Sprzedaż detaliczna w październiku wzrosła nominalnie o 7,9% r/r (w III kw. średnio 11,2% r/r), a realnie o 5,8% r/r. Na razie wzrost zakupów jest podtrzymywany przez wciąż niezłą sytuację finansową gospodarstw domowych.



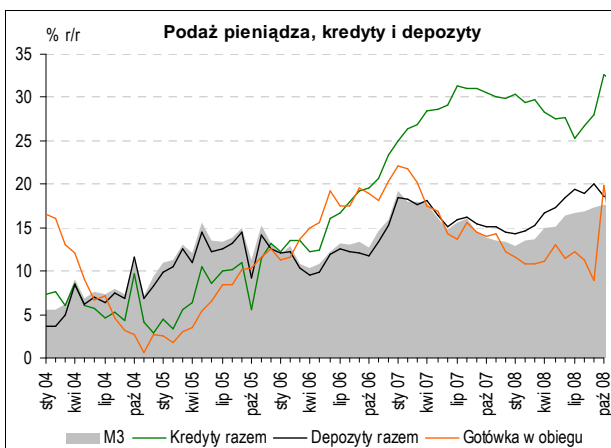
Napięcia na rynku pracy słabną

- Wzrost płac i zatrudnienia hamują, ale stopniowo – w październiku do odpowiednio 9,8% r/r i 3,6% r/r. Tendencja ta będzie zapewne kontynuowana w kolejnych miesiącach.
- Fundusz wynagrodzeń w sektorze firm wzrósł w październiku o 13,8% r/r nominalnie i 9,2% realnie. W porównaniu ze średnim wzrostem z pierwszych trzech kwartałów (17,1% nominalnie i 12,2% realnie) spowolnienie jest więc widoczne, ale nadal nie jest na tyle głębokie aby spodziewać się w najbliższym czasie gwałtownego osłabienia konsumpcji.
- Stopy bezrobocia rejestrowanego spadła w październiku do 8,8% osiągając nowe minimum od początku transformacji gospodarczej, a bezrobocie wg BAEL w III kw. wyniosło 6,6%. Jednak od listopada bezrobocie rejestrowane znacznie rosnąć, a w przyszłym roku powróci do dwucyfrowego poziomu.



Inflacja wciąż dość wysoka... ale będzie spadać

- Inflacja spadła w październiku do 4,2%, m.in. za sprawą cen żywności i paliw. Obniżyła się większość miar inflacji bazowej, z wyjątkiem inflacji netto (wzrost do 4,5%) i CPI z wyłączeniem cen żywności i energii (stabilnie na 2,9%). Wzrost PPI przyspieszył do 2,4% r/r, ale PPI na rynku krajowym (który jest lepszą miarą presji po stronie producentów) mocno spowolnił z 5,1% do 4% r/r.
- Wg prognoz MF (zgodnych z naszymi) w listopadzie inflacja spadła do 3,8% (skalę redukcji trochę ograniczyły wchodzące w życie podwyżki cen gazu, ale pomogły niższe ceny paliw).
- Przyspieszenia spadku inflacji należy oczekiwać w 2009 r. pod wpływem słabnącego popytu, niższych cen surowców i ścisłej kontroli URE nad cenami energii (wg urzędu skala podwyżek cen prądu nie przekroczy 4-5%). W efekcie, powrót inflacji do celu powinien być szybszy niż można było niedawno przypuszczać.

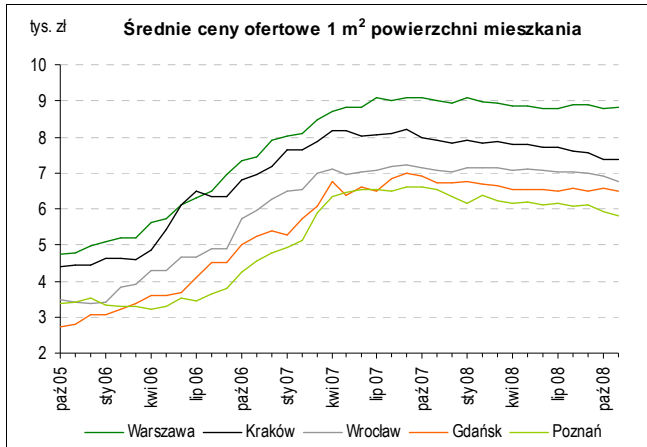


Ostatnie podrygi na rynku kredytów?

- W październiku wzrostu kredytów w sektorze bankowym mocno przyspieszył z 28% do ok. 33% r/r. W dużej części wynikało to ze skokowego osłabienia złotego, co wpłynęło na przeszacowanie wartości kredytów w walutach obcych (szczególnie w przypadku kredytów dla gospodarstw domowych).
- Ale nawet po uwzględnieniu efektu kursowego, wzrost kredytów był dość znaczny mimo obaw o drastyczne zastopowanie akcji kredytowej w wyniku kryzysu na rynkach. Prawdopodobnie częściowo wynikało to z przyspieszenia przez część podmiotów decyzji o zadłużeniu aby zdążyć przed zaostrzeniem przez banki warunków kredytowania.
- Obawy o kondycję sektora finansowego spowodowały mocny wzrost popytu na pieniądź gotówkowy (przyrost o ok. 8 mld zł!) i osłabienie wzrostu depozytów.

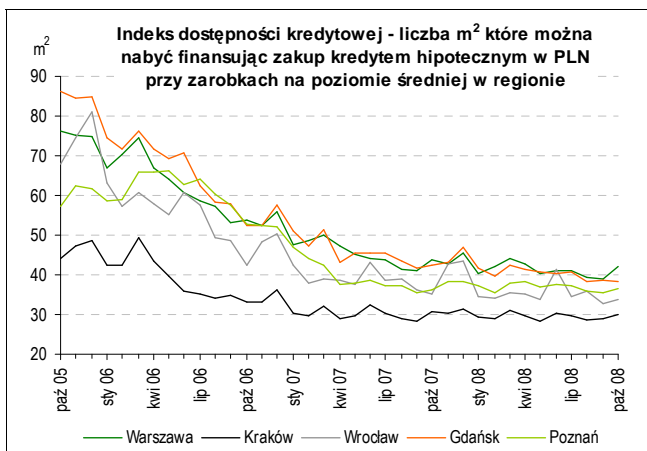
Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

Rynek nieruchomości



Ceny mieszkań umiarkowanie w dół

- Najnowszy raport szybko.pl pokazał, że w październiku i listopadzie dominowała spadkowa tendencja cen mieszkań w głównych miastach Polski, ale skala spadków była w większości przypadków nieznaczna.
- Widoczne jest przy tym regionalne zróżnicowanie zachowania cen. O ile relatywnie najsilniejszy jest rynek warszawski, gdzie roczna dynamika cen pozostała w listopadzie na niewielkim minusie (-2,2%), to w Poznaniu roczny spadek cen pogłębił się do dwucyfrowego poziomu (-11,1%).
- Wycofywanie się inwestorów spekulacyjnych i zaostrzenie polityki kredytowej w ostatnim czasie może doprowadzić do pogłębienia spadków cen mieszkań w najbliższych miesiącach. Z drugiej strony, wzrost dochodowości wynajmu może generować popyt na mieszkania i hamować spadki cen.

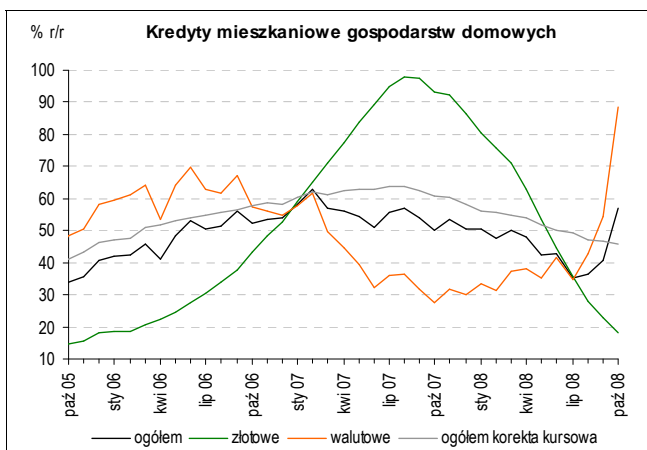


Spore zmiany w dostępności kredytowej

- Mimo wzrostu oprocentowania w PLN, indeks dostępności kredytowej zanotował w październiku spory wzrost dla większości głównych miast – efekt spadku cen mieszkań oraz kontynuacji szybkiego wzrostu płac.
- Oczekiwany spadek dynamiki płac oznacza, że ten czynnik będzie w mniejszym niż dotychczas stopniu pozytywnie wpływał na indeks dostępności kredytowej. Pojawi się jednak korzystny wpływ spadku oprocentowania (efekt obniżek stóp NBP). Ponadto, dostępność kredytową zwiększy efektywnie nowelizacja ustawy o finansowym wsparciu rodzin w nabywaniu własnego mieszkania, które reguluje zasady przyznawania dopłat do kredytów mieszkaniowych (czeka na podpis Prezydenta). Podnosi ona limit ceny m² mieszkania i domu, uprawniającego do dopłaty. Na przykład, w Warszawie limit wzrośnie z 6632 zł do 7142 zł, co oznacza znaczący wzrost liczby mieszkań na rynku, które będzie można kupić na kredyt z dopłatą, szczególnie w warunkach spadku cen.
- Z drugiej strony, indeks nie uwzględnia zaostrzenia przez banki kryteriów przyznawania kredytów (również w złotych), które oprócz własnej inicjatywy banków spowodować ma rekomendacja T, której projekt opracował KNF (m.in. bardziej rygorystyczny sposób obliczania kosztów utrzymania).

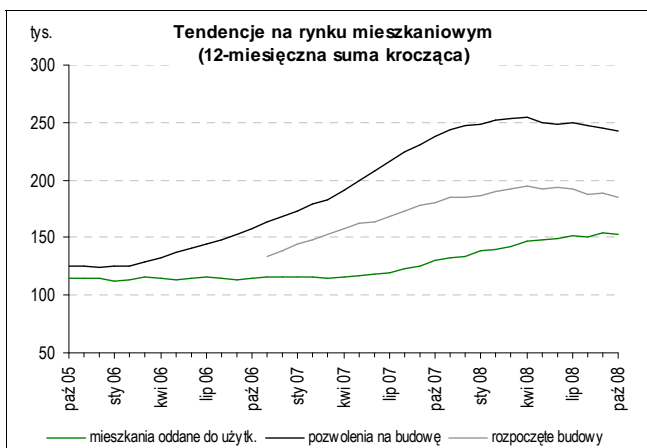
Coraz wolniejszy przyrost kredytów mieszkaniowych

- Mimo wzrostu indeksu dostępności kredytowej, w kolejnych miesiącach należy oczekiwać dalszego obniżenia dynamiki kredytów mieszkaniowych po korekcie kursowej.
- W październiku przyrost kredytów mieszkaniowych po korekcie kursowej był większy niż można się było spodziewać, co prawdopodobnie jest efektem zwiększonego popytu na kredyty przed spodziewanym zaostrzeniem polityki kredytowej przez banki.



Ograniczenia po stronie podaży

- W reakcji na spadek cen i osłabienie bieżącego popytu na nieruchomości, pojawiają się kolejne sygnały ze strony deweloperów o ograniczaniu realizowanych inwestycji. Potwierdzają to dane GUS, wskazujące, że w październiku miał miejsce spadek liczby pozwoleń na realizację mieszkań (-11,4% r/r) oraz liczby rozpoczętych budów (-16% r/r).
- Mniejsza liczba nowych projektów deweloperskich zaostrza wyraźnym ograniczeniem podaży mieszkań w perspektywie kilku kwartałów. Niemniej, pewne ograniczenie liczby oddawanych do użytkowania mieszkań nastąpiło już w październiku (-5% r/r), a skumulowana liczba mieszkań oddanych do użytkowania w ciągu 12 miesięcy zmniejszyła się po październiku do 152,9 tys. z 153,7 tys. po wrześniu wobec 133,7 tys. w całym 2007 roku.



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

Pod lupą: Bank centralny

Fragmety listopadowego komunikatu RPP

Dane, które napłynęły w ostatnim okresie wskazują, że tempo wzrostu gospodarczego w Polsce ulegnie obniżeniu w kolejnych kwartałach. Do silniejszego niż dotychczas oczekiwano spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego przyczyni się znaczące obniżenie wzrostu gospodarczego za granicą, zwiększona niepewność co do przyszłej sytuacji gospodarczej oraz utrudniony dostęp do kredytu i jego podwyższony koszt związany z wyższą premią za ryzyko zawartą w rynkowych stopach procentowych. Jednocześnie informacje o sytuacji na rynku pracy wskazują na utrzymywanie się wysokiej dynamiki wynagrodzeń i niekorzystnej relacji między wzrostem wynagrodzeń i wydajności pracy. Obniżająca się dynamika zatrudnienia sygnalizuje łagodzenie napięć na rynku pracy i prawdopodobne zmniejszenie presji płacowej w kolejnych kwartałach. Od październikowego posiedzenia Rady nadal obniżano prognozy wzrostu dla gospodarki światowej, co związane było z utrzymującymi się zaburzeniami na globalnych rynkach finansowych i rosnącym wpływem tych zaburzeń na realną sferę gospodarki. Jednocześnie silne spowolnienie wzrostu gospodarki światowej – w szczególności recesja w Stanach Zjednoczonych, strefie euro i Wielkiej Brytanii – oraz towarzyszący mu spadek cen surowców i żywności na rynkach światowych przyczynia się do spadku inflacji, co skłoniło wiele banków centralnych do dalszego obniżania stóp procentowych.

W ocenie Rady, w najbliższych miesiącach inflacja utrzyma się powyżej górnej granicy odchylenia od celu inflacyjnego, co w głównej mierze będzie związane ze wzrostem cen kontrolowanych. Jednakże w średnim okresie, silniejsze niż dotąd oczekiwano spowolnienie wzrostu w gospodarce światowej – w szczególności recesja u głównych partnerów handlowych Polski – i w konsekwencji obniżenie tempa krajowego wzrostu gospodarczego będzie oddziaływać w kierunku obniżenia inflacji w Polsce. Obniżająca się dynamika PKB i związane z tym ograniczenie popytu na pracę, a także pogarszająca się sytuacja finansowa przedsiębiorstw przyczyni się do osłabienia presji płacowej, a tym samym presji inflacyjnej. W tym samym kierunku będzie oddziaływać zaostrenie warunków przyznawania kredytów przez banki. Czynniki opóźniającymi proces obniżania się inflacji mogą być – obok wysokiego rocznego tempa wzrostu cen kontrolowanych – rosnące ceny niektórych usług, co częściowo wynikać może ze wzrostu cen nośników energii.

Pierwsze koty za płoty

W listopadzie RPP obniżyła główne stopy procentowe o 25 pkt bazowych (stopa referencyjna do 5,75%). O ile konsensus prognoz analityków przewidywał pozostawienie stóp w listopadzie bez zmian, rynek pieniężny dość wyraźnie wycenił prawdopodobieństwo obniżek już od pewnego czasu. W związku z tym reakcja rynku na decyzję nie była znacząca (kilka pkt bazowych umocnienia po ogłoszeniu decyzji, kilka dalszych po konferencji prasowej).

Zmiana stóp procentowych była spowodowana dalszym wyraźnym pogorszeniem, w ocenie Rady, perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce oraz na świecie i wynikającą stąd również poprawą perspektyw inflacji. Według komunikatu, „Rada oceniła prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego za wyższe od prawdopodobieństwa, że inflacja będzie wyższa od celu”, co spowodowało decyzję o obniżeniu stóp. Sformułowanie to jest odpowiednikiem tagadnego nastawienia w polityce pieniężnej, co zapowiada dalsze decyzje w kierunku obniżania stóp procentowych, szczególnie jeśli oczekiwania dotyczące słabnięcia tempa wzrostu gospodarczego i łagodzenia presji inflacyjnej będą się potwierdzać.

Podobnie jak przed miesiącem, Rada napisała że w kolejnych decyzjach będzie uwzględniała napływające informacje z gospodarki, a także, że będzie analizowała wpływ sytuacji na krajowym rynku międzybankowym na mechanizm transmisji polityki pieniężnej. Co ciekawe, tym razem dodano również, że łagodzeniu polityki pieniężnej może sprzyjać „zachowanie dyscypliny sektora finansów publicznych”. Można odnieść wrażenie, że jest to pozytywny odzew banku centralnego na decyzję rządu o utrzymaniu deficytu budżetowego na 2009 r. bez zmian pomimo znaczącego spowolnienia wzrostu PKB.

Następna obniżka już w grudniu

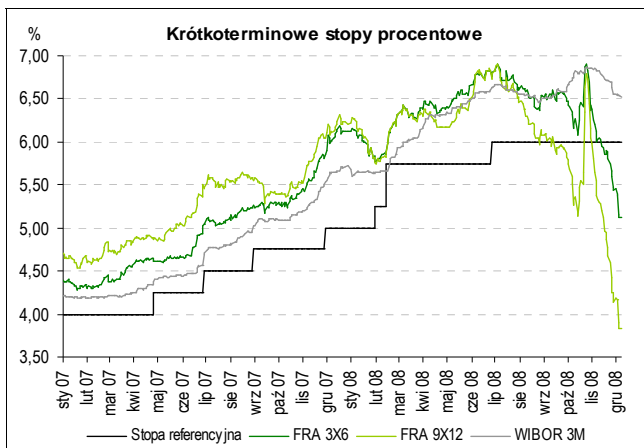
Komentarze członków Rady odnośnie dalszego rozwoju sytuacji są bardzo zróżnicowane – od sugerujących kilkumiesięczne oczekiwanie do wyrażających konieczność dalszych szybkich (i głębszych) ruchów. Według nas, podobnie jak w listopadzie wygra druga opcja, a „jastrzębiom” trudno będzie znaleźć przekonujące argumenty za wstrzymaniem się z obniżkami. Tym bardziej, że wszystkie banki centralne na świecie kontynuują politykę wyraźnego łagodzenia.

Rada co prawda napisała w komunikacie, że „zaburzenia na globalnych rynkach finansowych doprowadziły do wzrostu awersji do ryzyka, czemu towarzyszyło osłabienie kursów walut wielu krajów”, jednak nie sądzimy aby ryzyko dalszego osłabienia złotego było wystarczającym argumentem za brakiem obniżki. Może ewentualnie ograniczyć kolejne ruchy.

... a kolejne w przyszłym roku

Co prawda, do tej pory Rada nie podejmowała decyzji tuż przed Wigilią, ale tym razem dynamika zmian w gospodarce i rewizji prognoz jest tak duża, że po otrzymaniu nowych danych i informacji o perspektywach gospodarki krajowej i światowej, Rada może zdecydować się na kontynuowanie rozluźniania polityki. Grudniowej obniżki nie wykluczył nawet jastrzębi do niedawna Marian Noga, choć jego zdaniem bardziej prawdopodobny jest styczeń.

W związku ze zmianą oczekiwanego przez RPP scenariusza rozwoju sytuacji w gospodarce, a także równoczesnym dalszym pogarszaniem naszych prognoz wzrostu PKB, sądzimy, że w kolejnych miesiącach należy się spodziewać kontynuacji obniżek stóp procentowych, a do połowy 2009 roku stopa referencyjna NBP może osiągnąć poziom 4,5%.

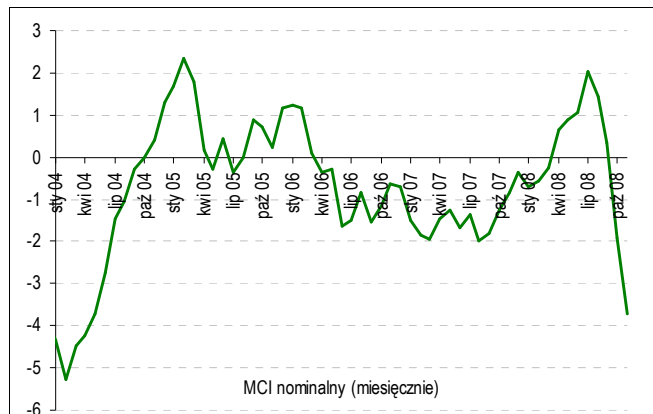


Wyniki ankiety agencji Reuters

	konsensus rynkowy	Prognozy BZ WBK
Wzrost PKB 2009	2,8% (3,5%)	2,6% (3,3%)
Wzrost PKB I kw. 2009	3,2% (3,7%)	2,8% (3,4%)
Wzrost PKB II kw. 2009	2,7% (N/A)	2,2% (3,3%)
Inflacja CPI, średnia 2009	3,0%	2,8%
Stopa referencyjna NBP, koniec 2009	4,50% (N/A)	4,50% (5,00%)

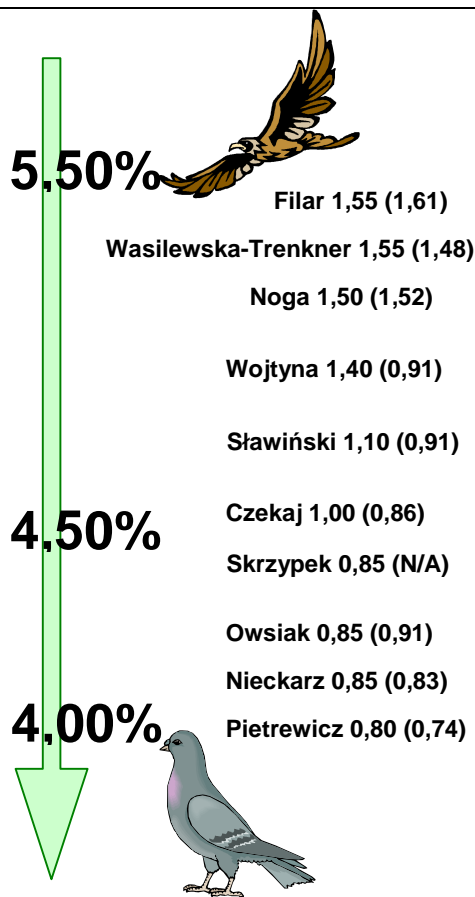
Źródło: Reuters

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



Indeks restrykcyjności wciąż ostro w dół

- Na skutek kontynuacji utrzymania się kursu złotego na słabym poziomie (średni kurs EURPLN słabszy o ponad 4% w listopadzie), indeks restrykcyjności polityki pieniężnej kontynuował trend spadkowy.
- Obniżyły się też delikatnie stawki WIBOR, jednak *Pakiet zaufania* nie jest w pełni efektywny i wciąż utrzymują się one na bardzo wysokim poziomie (trzymiesięczna stawka na średnim poziomie 6,74% w listopadzie w porównaniu z 6,80% w październiku).
- W najbliższych miesiącach nie spodziewamy się spadku restrykcyjności polityki pieniężnej, bo nawet ewentualne umocnienie złotego powinno być neutralizowane przez kontynuację obniżek stóp procentowych NBP i dalsze obniżenie różnicy pomiędzy stawkami rynku pieniężnego i NBP.



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

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

Kierunek osi restrykcyjności 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.

Rada pozostanie podzielona

Jak pokazuje historia głosowań Rady Polityki Pieniężnej dość rzadko zdarzało się, aby zmiany stóp były jednomyślne. W lutym *Raportcie o inflacji* przekonamy się którzy członkowie Rady głosowali za obniżką w listopadzie. Z pewnością, przy każdej kolejnej obniżce dyskusja wewnątrz Rady będzie coraz bardziej burzliwa. Jak pokazują wypowiedzi członków Rady zebrane poniżej, ciekawa debata szykuje się już przed Wigilią. Co prawda, aby ocenić szansę na głębokość kolejnych ruchów więcej wagi należy przywiązywać obecnie do słów „gołębi”, jednak ciekawa wydaje się również argumentacja drugiej strony.

Jakie argumenty przeciwko podwyżce w grudniu?

Spośród trójki najbardziej jastrzębich, według naszego indeksu, członków Rady, w najbardziej „gołębi” tonie wypowiedział się Marian Noga. Jeszcze 13 listopada mówił on, że należy zaczekać z obniżkami. Jednak po listopadowym spotkaniu Rady stwierdził, że nie można wykluczyć obniżki stóp w grudniu, choć według niego bardziej prawdopodobny jest ruch w styczniu. Dariusz Filar był bardziej jednoznaczny mówiąc, że „w tej chwili cięcie stóp dałoby niewiele, bo nie jesteśmy w takiej sytuacji, żeby powielać ruchy wykonywane na Zachodzie”. Warto przypomnieć, że EBC obniżył stopy w skali 175 pb od października, więc do „powielania” tych ruchów Radzie jest jeszcze bardzo daleko.

Ciekawych wywiadów udzieliła również Halina Wasilewska-Trenkner, która twierdzi, że z obniżkami nie należy się spieszyć, a najlepszym momentem byłby marzec 2009. Powiedziała ona również, że dotychczas nie poznała argumentów, które przemawiałyby przeciw obniżce stóp procentowych w I kw. przyszłego roku. Ciekawi jesteśmy jakie argumenty przemawiają za brakiem obniżki stóp w grudniu. Według Wasilewskiej-Trenkner, grudzień to „okres kiedy dokonuje się bilansów, ustala się zyski (...) okres zamykania ostatecznego budżetu państwa i długu publicznego (...) i wprowadzenie dodatkowego szumu, zbyt gwałtownych regulacji nie jest w tym czasie wskazane”. To wszystko powoduje, jej zdaniem, że powinien być to świąteczny miesiąc spokoju. Idąc tym tropem rozumowania, właściwie można by zwołać kolejne posiedzenie dopiero w styczniu. A może jednak brak obniżki w grudniu byłby dla odbiorców polityki pieniężnej wprowadzeniem niezrozumiałego szumu? Dodała ona również, że „zbyt szybka obniżka stóp procentowych może zwiększyć wahania kursu wobec walut obcych”. Wydaje nam się, że po pierwsze obniżka w grudniu nie zostałaby uznana za „zbyt szybką” i jest powszechnie oczekiwana, a po drugie obniżka listopadowa nie wpłynęła zbyt mocno na złotego, a nawet go delikatnie umocniła.

„Gołębie” nie widzą powodu do czekania

Według Prezesa NBP istnieją ogromne ryzyka, że wzrost gospodarczy w Polsce może być niższy od prognozowanych przez bank centralny 2,8% i rzeczywiście konsensus rynkowy przesunął się już poniżej tej wartości. Niewątpliwie będzie to ważnym argumentem za kontynuacją obniżek. Mirosław Pietrewicz powiedział nawet, że słabnąca gospodarka zmusza RPP do szybkich i bardziej zdecydowanych obniżek. W podobnym tonie wypowiedział się Stanisław Nieckarz.

Czy wystarczą ruchy po 25 pkt bazowych?

Jan Czekaj nie tylko nie wykluczył obniżki stóp na kolejnym posiedzeniu, stwierdzając, że nie należy przyjmować dotychczasowej historii decyzji na grudniowych posiedzeniach (stopy bez zmian) jako żelazną zasadę. Dopuścił on również możliwość ruchu większego niż 25 pkt bazowych. Z kolei, Andrzej Sławiński powiedział, że sytuacja naszej gospodarki jest na tyle dobra, że możemy prowadzić politykę pieniężną w tradycyjny sposób.

Pod lupą: Rząd i polityka

Elementy rządowego „Planu Stabilności i Rozwoju”	
Działanie	Impuls w 2009 roku
Impulsy proinwestycyjne dla gospodarki	
Wzrost limitu poręczeń i gwarancji dla gospodarki i rynku finansowego	40 mld zł
Wykreowanie dodatkowej, bezpiecznej akcji kredytowej dla małych i średnich przedsiębiorstw	20 mld zł
Przyspieszenie inwestycji współfinansowanych z UE poprzez wzrost wydatków kwalifikowanych certyfikowanych do KE	16,8 mld zł
Wcześniejsza zaliczka od Komisji Europejskiej na wdrażanie środków unijnych	3 mld zł
Wspieranie inwestycji w odnawialne źródła energii z NFOŚiGW	1,5 mld zł
ŁĄCZNA KWOTA impulsów proinwestycyjnych	81,3 mld zł
Warunki dla wzrostu popytu konsumpcyjnego	
Wprowadzenie dwustopniowej skali PIT (zamiast trzech stawek 19, 30 i 40 procent wprowadzenie stawek 18 i 32 procent)	8 mld zł
Reforma VAT	2 mld zł
ŁĄCZNA KWOTA wsparcia konsumpcji	10 mld zł
ŁĄCZNA WARTOŚĆ PLANU	91,3 mld zł

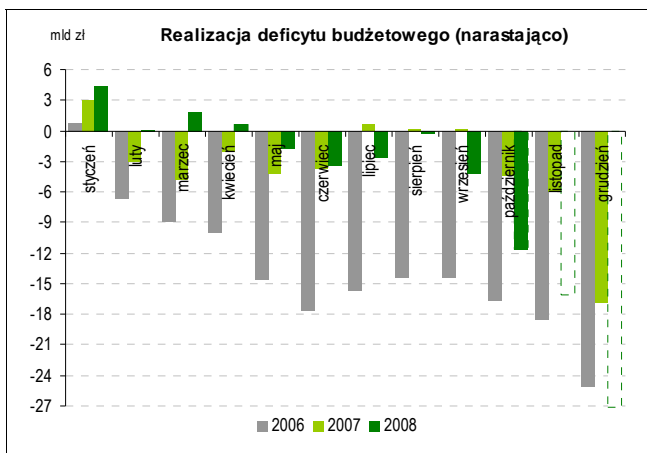
Źródło: Ministerstwo Finansów

Polski plan na kryzys

- Deklarowana przez rząd wartość planu antykryzysowego to 91,3 mld zł. Część z tych działań była planowana jeszcze przed intensyfikacją kryzysu – limit poręczeń i gwarancji wynosił 15 mld zł, przesądzone były zmiany w PIT i VAT. Tym samym, wartość nowych działań w bezpośredniej reakcji na kryzys jest o co najmniej 25 mld zł niższa od deklarowanej przez rząd.
- Niemniej, w obecnej sytuacji jakiegokolwiek działania w celu podtrzymania wzrostu kredytów należy ocenić pozytywnie. Istotne jest też przyspieszenie wydatkowania środków z UE.

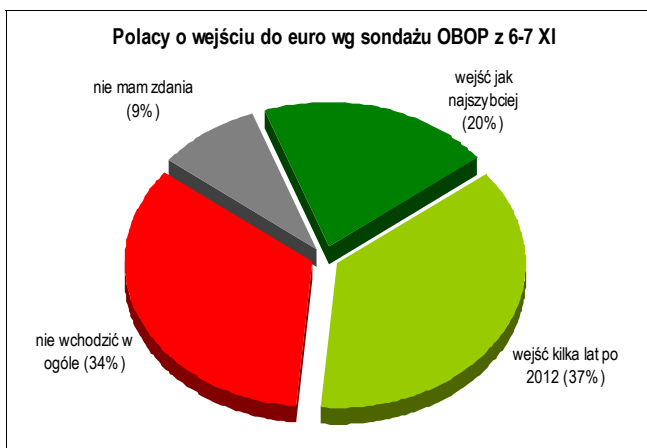
Sejm przyjął budżet 2009 po zmianach rządu

- Sejm przyjął ustawę budżetową na 2009 r., uwzględniając wszystkie poprawki zgłoszone przez rząd. Najważniejszą zmianą jest obniżenie tempa wzrostu PKB w 2009 r. z 4,8% do 3,7% (prognoza inflacji bez zmian 2,9%) i w efekcie ograniczenie dochodów i wydatków o 1,7 mld zł. Skala ubytku dochodów, a zatem koniecznego obniżenia wydatków powinna być wg nas większa (łącznie ok. 5 mld zł). Ponadto, skala rewizji wzrostu PKB w 2009 jest wg nas zbyt mała (nasza prognoza to 2,6%), a dodatkowo inflacja będzie prawdopodobnie niższa od utrzymanej prognozy. Łącznie może to oznaczać dodatkowy ubytek dochodów o 5-10 mld zł. MinFin zastrzega przy tym, że deficyt nie ulegnie zmianie. W takiej sytuacji konieczna byłaby dodatkowa redukcja wydatków w skali nawet kilkunastu miliardów. Przy dużej sztywności wydatków bieżących, nieuniknione byłyby cięcia wydatków inwestycyjnych, sprzeczne z „Planem Stabilności i Rozwoju”.
- Alternatywa jest zwiększenie deficytu, choć może to być problematyczne wobec trudnych warunków finansowania potrzeb pożyczkowych, szczególnie, że będą one zapewne wyższe niż zakładane blisko 40 mld zł ze względu na istotne ryzyko dla planu wpływów z prywatyzacji na poziomie 12 mld zł.



Budżet 2008 na finiszu, wynik ważny dla budżetu 2009

- Ważny dla szans na realizację przyszłorocznego budżetu z deficytem na poziomie 18,2 mld zł będzie ostateczny wynik tegorocznego budżetu. Choć dane o realizacji budżetu po październiku wskazują, że tegoroczny deficyt budżetu centralnego mógłby być o kilka mld zł niższy od planu 27,1 mld zł, to wydaje się, że MinFin będzie chciał maksymalnie dużą część wolnych środków z tego roku przerzucić na 2009 rok.
- Niska realizacja tegorocznych wydatków stwarza rządowi możliwość „przerzucenia” wolnych środków na 2009 rok, co zapewni dodatkowe finansowanie i ograniczy ewentualną konieczność redukcji wydatków. Z drugiej strony, realizacja dochodów po październiku jest dość niewielka, co ograniczy ilość wolnych środków w tym roku. W sumie, szacujemy, że „zakładka” z tego roku może wynieść ok. 5 mld zł.

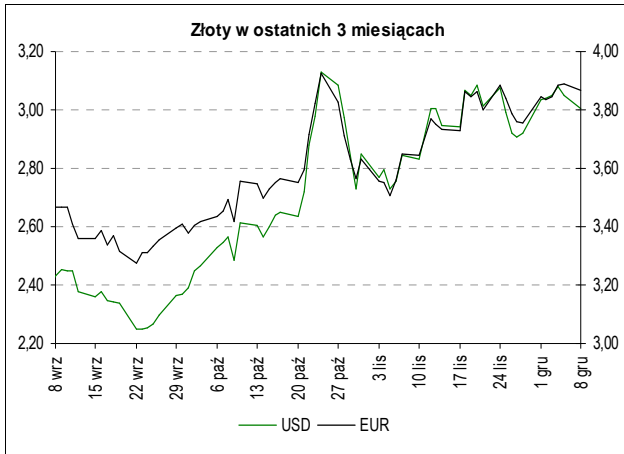


Na razie bez przełomu w sprawie drogi do euro

- Ostatni miesiąc nie przyniósł przełomu w sprawie poparcia politycznego dla planu szybkiego przyjęcia euro – PiS nadal deklaruje, że poprzez konieczne zmiany w konstytucji tylko pod warunkiem pozytywnego wyniku wiążącego referendum.
- Tymczasem, badania opinii publicznej z I połowy listopada, szczególnie wyniki badania OBOP prezentowane na wykresie pokazują, że poparcie społeczeństwa dla wejścia Polski do strefy euro w ewentualnym referendum jest niepewne.
- Badanie CBOS z 6-12 grudnia jest trochę mniej pesymistyczne, pokazując, że nieco więcej ankietowanych jest za wejściem do strefy euro (47% z czego jednak tylko 30% chce wejścia w terminie proponowanym przez rząd) niż przeciw euro (45%), a ponadto 75% jest skłonnych uczestniczyć w referendum (56% na pewno pójdzie do urn).

Źródło: Ministerstwo Finansów, TNS OBOP, obliczenia własne

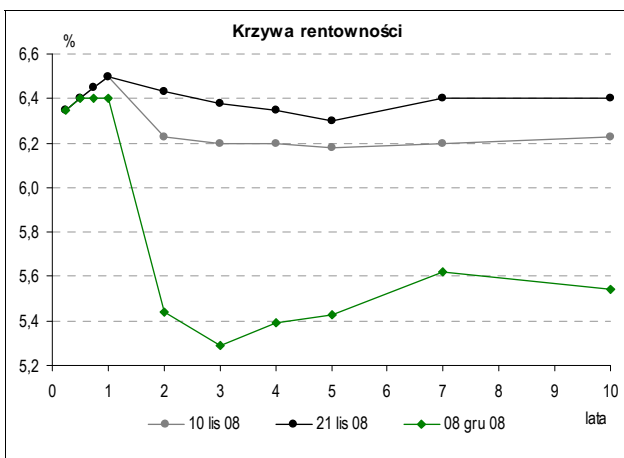
Monitor rynku



Złoty w trendzie na osłabienie

W listopadzie zmienność złotego spadła nieznacznie z rekordowych poziomów. Złoty pozostawał pod dużym wpływem zmian globalnej awersji do ryzyka. Po odreagowaniu kursu złotego wobec euro do 3,50 na początku listopada, złoty ponownie osłabił się aż do 3,90. Po ogłoszonych planach wsparcia dla Citigroup w USA i po informacjach o prawdopodobnych nominacjach Baracka Obamy nastroje światowe poprawiły się jedynie na krótko i po odreagowaniu do 3,78 złoty znów tracił na wartości przekraczając na początku grudnia poziom 3,90.

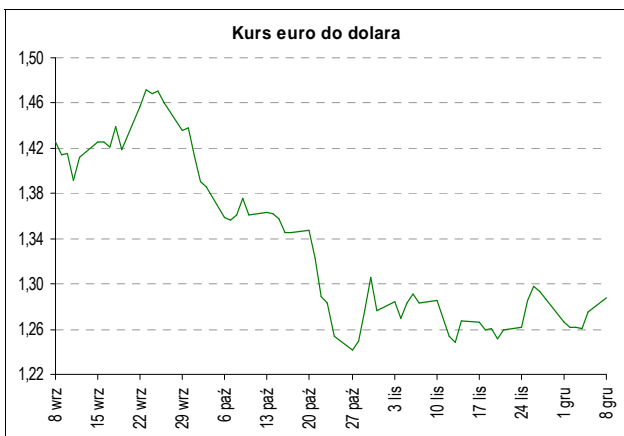
Koniec tego roku będzie trudny dla złotego wobec wysokiej awersji do ryzyka oraz pogarszających się perspektyw wzrostu gospodarczego. W przyszłym roku złoty powinien jednak powoli odrabiać straty przy założeniu poprawy nastrojów na świecie i realizacji scenariusza wejścia do strefy euro.



Zdecydowany spadek stóp rynkowych

Na rynku obligacji rentowności spadły znacznie poniżej poziomów z października sprzed nasilenia się kryzysu, przy wciąż słabej płynności na rynku. Wpływ na wzrost cen obligacji miał spadek awersji do ryzyka i regionu, znaczące umocnienie na bazowych rynkach długu i narastające oczekiwania na obniżki stóp przez RPP. Te ostatnie miały szczególne znaczenie dla rynku IRS i FRA (FRA 9x12 spadły wyraźnie poniżej 4,0%).

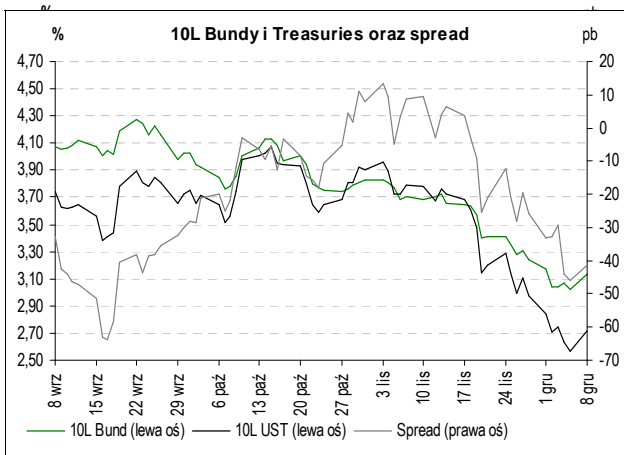
Widzimy możliwość dalszych wzrostów cen obligacji w związku z oczekiwanym przez nas spadkiem stopy referencyjnej i szansach na spadek różnicy wobec stóp IRS (5-letnia stopa ok. 4,40%) w przypadku poprawy nastrojów na świecie. Sądzymy też, że potencjał do dalszych spadków stóp FRA wyczerpuje się, choć mogą one się utrzymywać na niskich poziomach wobec rosnących szans na ruch RPP o 50 pb już w grudniu.



Dolar względnie stabilny na mocnych poziomach

W listopadzie dolar zyskiwał wobec euro za sprawą słabych danych z głównych gospodarek świata i negatywnych informacji z sektora finansowego (Citigroup). Ogłoszona pomoc dla banku, program gospodarczy prezydenta elekta USA oraz pakiet Fed przyczyniły się do tymczasowego spadku awersji do ryzyka i wzrostu EURUSD. Koniec listopada przyniósł ponowne umocnienie dolara wobec wzrostu obaw o recesję na świecie i zamachów w Mumbaju, jednak obniżka stóp procentowych przez EBC i fatalne dane z rynku pracy w USA spowodowały ponowne odbicie w górę EURUSD.

Wobec zbliżającego się końca roku i preferencji ograniczenia ryzykownych inwestycji przy utrzymujących się niepewności na rynkach finansowych oczekujemy stopniowego umocnienia dolara do końca roku. W 2009 r. awersja do ryzyka powinna stopniowo spadać, co pomoże euro nieco odreagować.

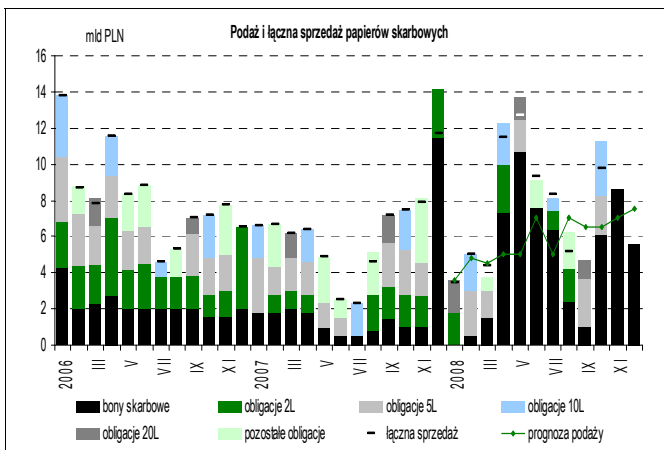
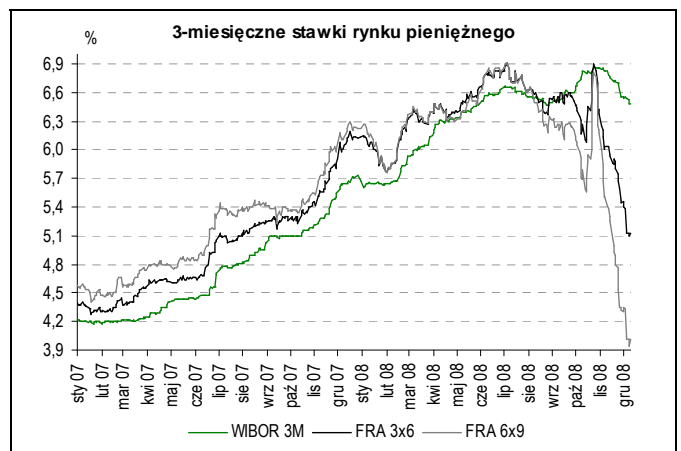
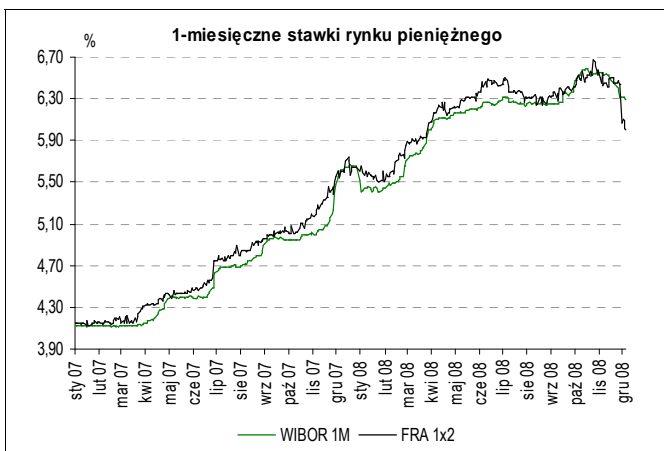
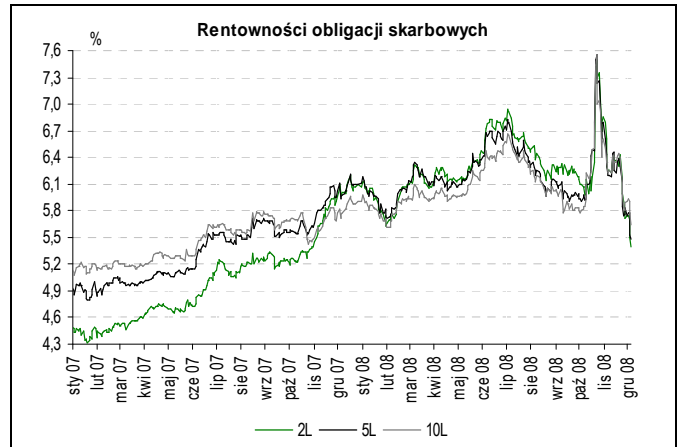
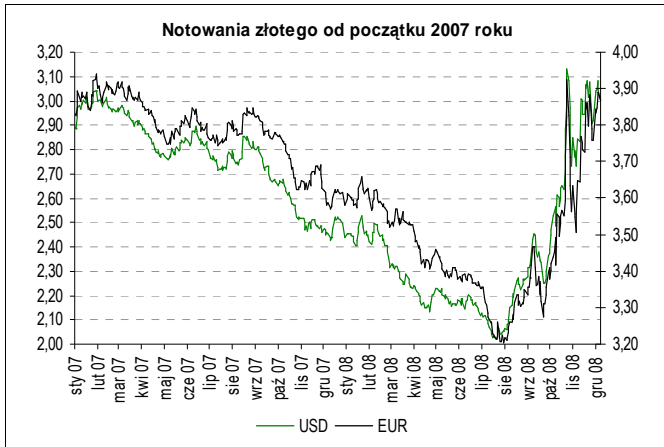


Umocnienie na bazowych rynkach długu

Wzrostowy ruch cen obligacji skarbowych w USA i strefie euro był kontynuowany przez ostatnich kilka tygodni głównie pod wpływem bardzo słabych danych ekonomicznych. Rentowności 10-letnich amerykańskich Treasuries spadły do najniższych poziomów od 50 lat (najniżej 2,55%), czemu pomogły także zapowiedzi Bena Bernanke, że Fed może skupować obligacje skarbowe. Rentowności 10-letnich Bundów pokonały chwilowo poziom 3% i były wparte przez oczekiwania na cięcie stóp przez EBC.

Naszym zdaniem wobec recesyjnych danych ze strefy euro, spadającej inflacji i wciąż napiętej sytuacji na rynkach finansowych przestrzeń do obniżek stóp w strefie euro jest wciąż duża. Spodziewamy się kolejnych obniżek stóp po 50 pb w najbliższych miesiącach i spadku głównej stopy EBC do 1,5% na wiosnę. W USA oczekujemy jeszcze jednej obniżki o 50 pb na najbliższym posiedzeniu w połowie grudnia.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	(OFERTA)*/SPRZEDAŻ			
	52-tyg.	39-tyg.	26-tyg.	13-tyg.
15.09.2008	800/800	-	800/800	-
06.10.2008	1500/1500	-	-	-
13.10.2008	800/812	-	-	800/803
20.10.2008	1000/495	-	-	1000/288
27.10.2008	-	-	-	1000/703
03.11.2008	500-1500/815	-	-	200-500/475
07.11.2008	-	200-700/896	-	500-1500/1299
17.11.2008	500-1200/1198	-	-	500-1200/706
24.11.2008	800-1800/1815	-	-	200-700/326
01.12.2008	800-1800/1807	-	200-500/449	200-500/500
08.12.2008	1000-1800/1910	-	200-500/542	200-500/563
15.12.2008	-	-	-	-
22.12.2008	-	-	-	-

* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

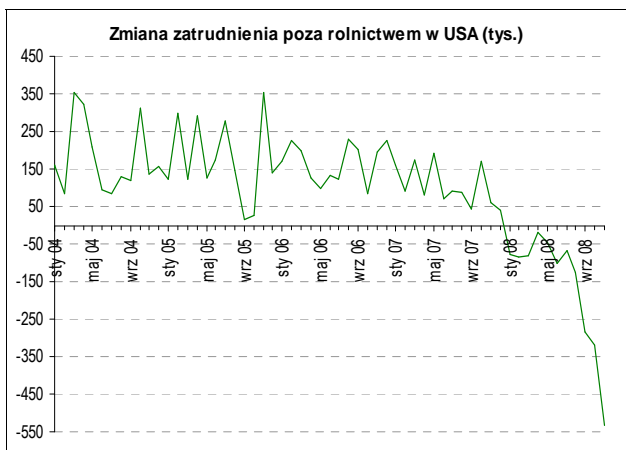
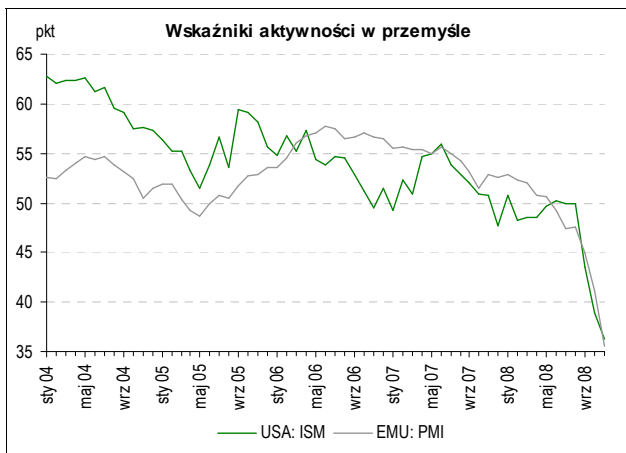
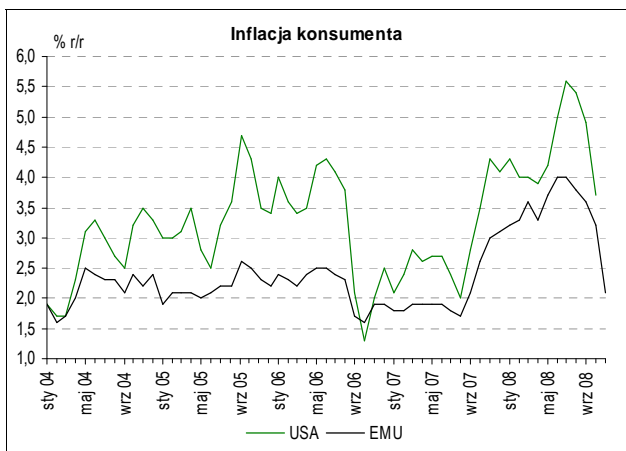
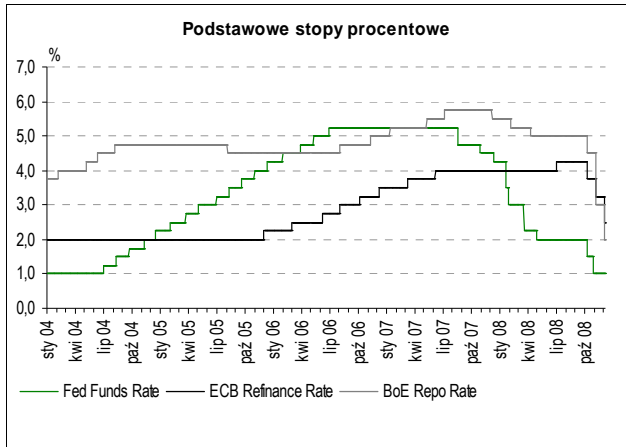
Przetargi obligacji skarbowych w 2008 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg			II przetarg			Przetarg zamiany				
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	sprzedaż
styczeń	02.01	OK0710	1 800	1 655	09.01	WS0922	1 800	1 800	16.01	PS0413 / IZ0816 /	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/WZ0118	500/1000	505/719	-	-	-	-	11.06	przetarg nie został zorganizowany	
lipiec	02.07	OK0710	1 000	1 000	09.07	DS1017	700	705	23.07	PS0413	1558
sierpień	06.08	OK0710	1 800	1 830	13.08	WZ0118 IZ082	1 000 500	1 000 451	22.08	DS1017	1244
wrzesień	03.09	PS0413	2 640	2 640	10.09	WS0429	1 000	1 000	17.09	DS1017/WS0429	3113/590
październik	01.10	PS0414	2 160	2 160	08.10	DS1019	3 000	3 000	24.10	IZ0816/WZ0118	620 / 655
listopad	-	-	-	-	-	-	-	-	12.11	OK0710/PS0414	874 / 313
grudzień	10.12	2L	2500	-	-	-	-	-	03.12	PS0414/DS1019	1212 / 1350

* razem z przetargiem uzupełniającym

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Przegląd międzynarodowy

**Dalsze poluzowywanie polityki pieniężnej**

▪ Protokół z posiedzenia FOMC w październiku (stopy obniżono o 50 pb) pokazał, że Fed obawia się znacniejszego spowolnienia gospodarki, w związku z czym część członków FOMC sugerowała dalsze obniżki stóp procentowych. Seria słabych danych z USA przyczyniła się do intensyfikacji oczekiwań na dalsze obniżki.

▪ EBC obniżył stopy procentowe w listopadzie o 75 pb usiłując ratować gospodarkę strefy euro. Prezes EBC J. C. Trichet powiedział na konferencji prasowej, że od ostatniego posiedzenia w strefie euro zwiększyło się tempo spadku presji inflacyjnej. Dodał też, że światowy i europejski popyt będzie ograniczony w dłuższym okresie. Nowa prognoza EBC dynamiki PKB za 2009 r. spadła do -0,5% r/r z 1,2% wg prognoz z września. Wyraźnie obniżyła się także prognoza inflacji do 1,4% z oczekiwanych 2,6% we wrześniu, zakładając szybszy powrotu do celu.

▪ Polityka pieniężna była zdecydowanie łagodzona przez większość banków centralnych na świecie – w Anglii, Australii i Szwajcarii stopy obniżono o 100 pb, a w Szwecji aż o 175 pb.

Większy spadek inflacji w strefie euro i USA ...

▪ Finalne dane Eurostatu o inflacji w strefie euro za październik potwierdziły dynamikę wskaźnika HICP na poziomie 3,2%. Z kolei wstępne dane za listopad pokazały dalszy i większy od oczekiwań spadek inflacji do 2,1% wobec spodziewanych 2,4%.

▪ Inflacja CPI w USA wyhamowała w październiku do 3,7% r/r (-1% m/m) z 4,9% r/r we wrześniu (0% m/m). Rynek oczekiwał 4% r/r i -0,8% m/m. Inflacja bazowa wyniosła 2,2% r/r i -0,1% m/m wobec 2,5% r/r i 0,1% m/m we wrześniu oraz 2,4% r/r i 0,1% m/m oczekiwanych przez rynek. PPI w USA spadł w październiku o 2,8% m/m wobec oczekiwań -2%. Bazowy PPI zwiększył się w październiku o 0,4% m/m (vs. oczekiwane +0,1%).

... i znacznie słabsze dane o aktywności ...

▪ Indeks PMI w przemyśle strefy euro spadł w listopadzie do najniższego poziomu w historii badania (tj. od 1998 r.) do 35,6 pkt wobec spodziewanego spadku do 36,2 pkt z 41,1 w październiku. PMI usług spadł do 42,5 pkt, również najniżej w historii badania, z 45,8 pkt w październiku, wobec oczekiwanego spadku do 43,3 pkt. Wyraźnie spadły indeksy nowych zamówień. Zatrudnienie spadło najmocniej od pięciu lat. Silniej od wcześniejszych oczekiwań rynku spadły też indeksy cen. Mocniej od prognoz spadła też sprzedaż detaliczna w EMU (-0,8% m/m, -2,1% r/r).

▪ Bardzo niskie wskaźniki aktywności zanotowano też w USA. Indeks ISM dla przemysłu obniżył się z 38,9 pkt w październiku do 36,2 pkt (najniżej od 1982 r.) wobec spodziewanych 38,4 pkt. Indeks nowych zamówień spadł aż do 27,9 pkt, najniżej od 1980 r. ISM dla usług spadł do 37,3 pkt, do najniżej w historii badania, z 44,4 pkt w październiku wobec spodziewanego spadku do 42 pkt. Indeks cen płaconych spadł do 36,6 pkt z 53,4 pkt, a zatrudnienia do 31,3 pkt z 41,5 pkt.

▪ PKB za III kw. w strefie euro spadł o 0,2% kw./kw. i wzrósł o 0,6% r/r, co było bliskie prognozom rynku. Dane o wzroście gospodarczym w USA były zgodne z oczekiwaniami i pokazały spadek PKB w III kw. o 0,5% z wcześniej szacowanych -0,3%. Konsumpcja prywatna spadła w III kw. o 3,7% wobec oczekiwanych -3,1%, a bazowy indeks cen PCE wzrósł o 2,6% wobec oczekiwań 2,9%.

Szokująco słabe dane z rynku pracy w USA

▪ Kluczowe dane z rynku pracy w USA za listopad zaskoczyły rynek i pokazały spadek zatrudnienia poza rolnictwem o 533 tys., najsilniejszy od 34 lat. Rynek spodziewał się spadku jedynie o 311 tys. Co więcej dane za październik zostały zrewidowane o 80 tys. w dół do -320 tys. Stopa bezrobocia wzrosła mimo to nieco mniej niż oczekiwał rynek do 6,7% z 6,5%.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
8 grudnia <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i>	9 DE: Indeks ZEW (XII) US: Niezakończone transakcje sprzedaży domów (X)	10 US: Zapasy hurtowe (X)	11 CH: Decyzja SNB US: Bilans handlowy (X) US: Ceny w imporcie (XI)	12 <i>PL: Bilans płatniczy (X)</i> <i>PL: Podaż pieniądza (XI)</i> EZ: Produkcja przemysłu (X) US: PPI (XI) US: Sprzedaż detaliczna (XI) US: Wstępny Michigan (XI)
15 <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> <i>PL: CPI (XI)</i> <i>PL: Płace i zatrudnienie (XI)</i> US: Produkcja przemysłu (XI) US: Raport o przepływach kapitału (X) US: Indeks NY Fed (XII)	16 US: CPI (XI) US: Liczba nowych budów domów (XI) US: Liczba pozwoleń na budowę (XI) US: Spotkanie Fed - decyzja	17 <i>PL: Przetarg zamiany</i> EZ: Finałny HICP (XI)	18 <i>PL: Produkcja przemysłowa (XI)</i> <i>PL: PPI (XI)</i> <i>PL: Minutes RPP (XI)</i> DE: Indeks Ifo (XII) US: Bilans handlowy (X) US: Indeks Philadelphia Fed (XII)	19 JP: Spotkanie Banku Japonii - decyzja
22 <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> <i>PL: Inflacja bazowa (XI)</i> <i>PL: Wskaźniki koniunktury (XII)</i> <i>PL: Spotkanie RPP</i> DE: Indeks Gfk (I)	23 <i>PL: Sprzedaż detaliczna (XI)</i> <i>PL: Bezrobocie (XI)</i> <i>PL: Spotkanie RPP – decyzja</i> JP: Dzień wolny US: Finałny PKB (III kw.) US: Bazowy PCE (III kw.) US: Deflator PKB (III kw.) US: Finałny Michigan (XII) US: Sprzedaż domów (XI) US: Sprzedaż nowych domów (XI)	24 DE: Dzień wolny US: Bazowy PCE (XI) US: Zamówienia na dobra trwałe (XI)	25 <i>PL: Boże Narodzenie</i> <i>US, DE, GB: Dzień wolny</i>	26 <i>PL: Drugi Dzień Świąt Bożego Narodzenia</i>
29	30 <i>PL: Bilans płatniczy (III kw.)</i> EZ: Podaż pieniądza M3 (XI) US: Raport Case/Shiller (X) US: Chicago PMI (XII) US: Zaufanie konsumentów (XII)	31 <i>DE, JP: Dzień wolny</i>	1 stycznia <i>PL: Nowy Rok</i> US, DE, JP, GB: Dzień wolny	2 <i>PL: PMI (XII)</i> EZ: PMI - sektor przetwórczy (XII) US: ISM - sektor przetwórczy (XII)
5	6 EZ: PMI - sektor usług (XII) EZ: Wstępny HICP (XII) US: ISM - sektor usług (XII) US: Zamówienia w przemyśle (XI) US: Niezakończone transakcje sprzedaży domów (X) US: Protokół z posiedzenia FOMC	7 EZ: PPI (XI)	8 US: Liczba nowych bezrobotnych	9 EZ: Sprzedaż detaliczna (Nov) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (XII) US: Stopa bezrobocia (XII) US: Zapasy hurtowe (X)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2008 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie RPP	29-30	26-27	25-26	29-30	27-28	24-25	29-30	26-27	23-24	28-29	25-26	22-23
Minutes RPP	24	21	20	24	23	19	24	21	18	23	20	18
PKB*	-	29	-	-	30	-	-	29	-	-	28	-
Inflacja	15	15 ^a	13 ^b	15	14	13	15	13	15	14	13	15
Inflacja bazowa	22	-	21 ^b	22	21	20	22	21	22	21	20	22
Ceny producenta	18	19	19	18	21	18	18	20	18	17	20	18
Produkcja przemysłowa	18	19	19	18	21	18	18	20	18	17	20	18
Sprzedaż detaliczna	24	25	26	22	28	24	25	26	26	23	26	23
Płace brutto, zatrudnienie	16	15	17	15	16	16	15	18	15	15	18	15
Bezrobocie	24	25	26	22	28	24	25	26	26	23	26	23
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	2	-	31	-	-	30	-	-	30	-	-	30
Bilans płatniczy	18 ^c	12	13	15	15	17	15	12	12	13	12	12
Podaż pieniądza	14	14	14	14	14	13	14	14	12	14	14	12
Bilans NBP	7	7	7	7	7	6	7	7	5	7	7	5
Wskaźniki koniunktury	23	22	21	23	23	23	23	22	23	23	21	22

* dane kwartalne; ^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty, ^c za listopad 2007 itd.

Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		lis 07	gru 07	sty 08	lut 08	mar 08	kwi 08	maj 08	cze 08	lip 08	sie 08	wrz 08	paź 08	lis 08	gru 08
Produkcja przemysłowa	% r/r	8,5	6,4	10,7	15,0	1,0	15,1	2,4	7,3	5,9	-3,7	6,8	0,2	-5,8	1,5
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	19,2	12,4	20,9	23,8	15,7	17,6	14,9	14,2	14,3	7,7	11,6	7,9	5,0	10,7
Stopa bezrobocia	%	11,2	11,4	11,7	11,5	11,1	10,5	10,0	9,6	9,4	9,3	8,9	8,8	9,0	9,2
Place brutto ^{b c}	% r/r	12,0	7,2	11,5	12,8	10,2	12,6	10,5	12,0	11,6	9,7	10,9	9,8	7,5	9,5
Zatrudnienie ^b	% r/r	5,0	4,9	5,9	5,9	5,8	5,6	5,4	4,8	4,7	4,2	4,1	3,6	3,3	3,2
Eksport (w euro) ^d	% r/r	11,3	8,0	22,6	29,1	10,6	34,1	12,5	16,6	23,7	9,7	22,5	6,3	1,6	2,9
Import (w euro) ^d	% r/r	19,8	16,6	19,8	31,4	12,2	31,8	13,5	19,7	20,9	17,3	21,2	5,4	-1,4	-1,5
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-1333	-1673	-780	-808	-1345	-1032	-1213	-1639	-1404	-1262	-1124	-980	-1020	-1291
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-824	-2314	-1211	-1322	-1807	-1282	-1495	-2098	-1057	-1306	-1967	-1980	-1100	-2291
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-4,4	-4,7	-4,6	-4,7	-4,9	-5,0	-4,9	-5,0	-4,8	-4,8	-5,1	-5,2	-5,2	-5,2
Saldo budżetu (narastająco)	mln PLN	-6,0	-16,9	4,4	0,0	1,9	0,6	-1,9	-3,5	-2,7	-0,3	-4,2	-11,6	-16,1	-27,1
Saldo budżetu (narastająco)	% planu ^e	35,5	100,0	-16,4	-0,1	-6,9	-2,2	6,8	12,8	9,9	1,2	15,5	42,7	59,4	100,0
Inflacja (CPI)	% r/r	3,6	4,0	4,0	4,2	4,1	4,0	4,4	4,6	4,8	4,8	4,5	4,2	3,8	3,8
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,5	2,3	2,9	3,2	2,9	2,5	2,7	2,6	2,1	2,0	2,3	2,4	2,4	3,0
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	13,6	13,4	12,9	13,5	13,6	15,0	15,1	16,3	16,8	16,8	17,3	17,6	17,6	15,7
Depozyty	% r/r	15,1	14,5	14,3	14,7	15,3	16,7	17,4	18,5	19,4	18,9	20,0	18,6	17,8	16,0
Kredyty	% r/r	30,1	29,9	30,3	29,5	29,7	28,3	27,6	27,7	25,3	26,7	28,0	32,6	31,9	30,6
USD/PLN	PLN	2,49	2,47	2,46	2,43	2,28	2,19	2,19	2,17	2,07	2,19	2,34	2,69	2,93	3,05
EUR/PLN	PLN	3,66	3,60	3,61	3,58	3,54	3,45	3,40	3,37	3,26	3,29	3,37	3,57	3,73	3,90
Stopa interwencyjna ^a	%	5,00	5,00	5,25	5,50	5,75	5,75	5,75	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	5,75	5,50
Stopa lombardowa ^a	%	6,50	6,50	6,75	7,00	7,25	7,25	7,25	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,25	7,00
WIBOR 3M	%	5,36	5,67	5,64	5,74	6,03	6,29	6,41	6,58	6,62	6,52	6,56	6,60	6,54	6,50
Rentowność bonów 52-tyg.	%	5,30	5,78	5,75	5,66	6,09	6,10	6,10	6,63	6,70	6,60	6,46	6,45	6,52	6,20
Rentowność obligacji 2L	%	5,77	6,06	5,92	5,90	6,17	6,20	6,27	6,73	6,66	6,32	6,25	6,46	6,26	5,50
Rentowność obligacji 5L	%	5,90	6,07	5,94	5,93	6,20	6,12	6,25	6,62	6,53	6,15	6,01	6,48	6,21	5,55
Rentowność obligacji 10L	%	5,70	5,85	5,81	5,82	5,98	5,98	6,10	6,41	6,43	6,10	5,89	6,39	6,25	5,65

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

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

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2006	2007	2008	2009	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09
PKB	mld PLN	1 060,0	1 175,3	1 275,1	1 343,9	295,3	309,9	312,1	357,7	313,9	325,7	327,4	376,9
PKB	% r/r	6,2	6,7	5,0	2,6	6,0	5,8	4,8	3,5	2,8	2,2	2,4	2,9
Popyt krajowy	% r/r	7,3	8,6	4,9	2,6	6,2	6,0	4,3	3,4	2,3	2,6	2,5	3,0
Spożycie indywidualne	% r/r	5,0	5,0	5,3	3,9	5,6	5,5	5,1	4,9	4,5	4,0	3,5	3,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	14,9	17,6	7,6	2,8	15,7	15,2	3,5	3,0	0,0	0,0	4,0	5,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	12,5	9,7	4,8	1,4	8,5	8,5	3,4	-1,4	0,2	1,1	2,4	2,0
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	11,9	14,0	10,0	4,8	16,0	11,1	8,0	5,0	4,3	4,9	5,3	4,9
Stopa bezrobocia ^a	%	14,8	11,4	9,2	10,5	11,1	9,6	8,9	9,2	10,9	9,8	9,8	10,5
Place realne brutto ^c	% r/r	4,2	6,7	6,2	3,2	7,2	7,7	5,6	4,8	3,7	3,1	3,5	2,6
Zatrudnienie ^c	% r/r	3,2	4,6	4,7	0,5	5,9	5,2	4,3	3,4	1,0	0,6	0,2	0,0
Eksport (w euro) ^b	% r/r	20,4	13,4	15,5	4,1	20,3	20,9	18,7	3,6	4,0	2,5	4,0	6,0
Import (w euro) ^b	% r/r	24,0	19,5	15,2	3,6	20,5	21,5	19,9	0,9	2,0	3,0	3,5	6,0
Bilans handlowy ^b	mln EUR	-5 539	-12 369	-13 885	-13 791	-2 927	-3 877	-3 790	-3 291	-2 387	-4 150	-3 765	-3 489
Rachunek bieżący ^b	mln EUR	-7 445	-14 586	-18 900	-19 606	-4 333	-4 866	-4 330	-5 371	-3 993	-5 339	-4 505	-5 769
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-2,7	-4,7	-5,2	-5,3	-4,9	-4,9	-5,0	-5,2	-5,1	-5,3	-5,4	-5,3
Deficyt budżetowy ^a	mld PLN	-25,1	-16,9	-27,1	-18,2	1,9	-3,5	-4,2	-27,1				
Deficyt budżetowy	% PKB	-2,4	-1,4	-2,1	-1,4	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	1,0	2,5	4,3	2,8	4,1	4,3	4,7	4,0	3,4	2,8	2,4	2,4
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	1,4	4,0	3,8	2,3	4,1	4,6	4,5	3,8	3,3	2,6	2,5	2,3
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,5	2,3	2,6	2,6	3,0	2,6	2,1	2,6	2,1	2,4	2,8	3,2
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	16,0	13,4	15,7	7,5	13,6	16,3	17,3	15,7	13,4	11,3	9,5	7,5
Zobowiązania ^a	% r/r	15,2	14,5	16,0	9,0	15,3	18,5	20,0	16,0	13,8	11,0	8,4	9,0
Należności ^a	% r/r	23,4	29,9	30,6	9,5	29,7	27,7	28,0	30,6	26,7	22,6	16,3	9,5
USD/PLN	PLN	3,10	2,77	2,41	2,89	2,39	2,18	2,20	2,89	2,99	2,92	2,84	2,81
EUR/PLN	PLN	3,90	3,78	3,51	3,65	3,58	3,41	3,31	3,73	3,77	3,66	3,60	3,57
Stopa interwencyjna ^a	%	4,00	5,00	5,50	4,50	5,75	6,00	6,00	5,50	5,00	4,50	4,50	4,50
Stopa lombardowa ^a	%	5,50	6,50	7,00	6,00	7,25	7,50	7,50	7,00	6,50	6,00	6,00	6,00
WIBOR 3M	%	4,21	4,73	6,34	4,93	5,80	6,43	6,57	6,55	5,44	4,88	4,70	4,70
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,18	4,69	6,27	5,04	5,84	6,28	6,59	6,39	5,60	5,00	4,80	4,75
Rentowność obligacji 2L	%	4,57	5,23	6,22	4,95	5,99	6,40	6,41	6,08	5,15	5,10	4,80	4,75
Rentowność obligacji 5L	%	5,03	5,52	6,17	5,06	6,02	6,33	6,23	6,08	5,15	5,10	5,00	5,00
Rentowność obligacji 10L	%	5,22	5,56	6,07	5,13	5,87	6,16	6,14	6,10	5,20	5,20	5,10	5,00

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 08.12.2008 r. zostało przygotowane przez:

ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY

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

Email: ekonomia@bzwbk.pl

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

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

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

Piotr Bielski 022 586 83 33

Piotr Bujak 022 586 83 41

Cezary Chrapek 022 586 83 42

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Gdańsk

Długie Ogrody 10

80-765 Gdańsk

tel. 058 326 26 40

fax 058 326 26 42

Kraków

Rynek Główny 30/8

31-010 Kraków

tel. 012 424 95 01

fax 012 424 21 41

Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5

61-894 Poznań

tel. 061 856 58 14

fax 061 856 55 65

Warszawa

ul. Marszałkowska 142

00-061 Warszawa

tel. 022 586 83 20

fax 022 586 83 40

Wrocław

ul. Rynek 9/11

50-950 Wrocław

tel. 071 370 25 87

fax 071 370 26 22

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

