

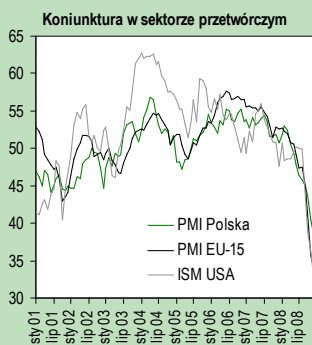
# MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Styczeń 2009

## Prognozy PKB na 2009 r.

(% r/r)	rynek	BZ WBK
styczeń '09	2,0	2,0
grudzień '08	2,8	2,6
listopad '08	3,5	3,3
październik '08	3,9	3,9
wrzesień '08	4,4	4,5



## 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

## 2010 będzie lepszy

▪ **Jedno z życzeń noworocznych, które niedawno otrzymaliśmy brzmiało „Wszystkiego Najlepszego w 2010”, sugerując, że 2009 będzie rokiem, o którym będziemy chcieli szybko zapomnieć.** Choć nie podzielamy najbardziej pesymistycznych prognoz o polskiej gospodarce, mówiących o recesji w tym roku, to nie ma wątpliwości, że najbliższe kwartały będą bardzo trudne dla polskiej gospodarki. Czeka nas okres spadku inwestycji, spadku eksportu i spadku zatrudnienia. Ponury żart mówi o tym, że wszystkie wskaźniki spadają, oprócz... stopy bezrobocia. Szukając jednak pozytywów, można mieć nadzieję, że druga połowa będzie nieco lepsza. Nasze prognozy na 2009 rok przedstawiamy nie tak jak rok temu w *Temacie miesiąca*, ale w każdej sekcji znaleźć można podstawowe założenia stojące za prognozami dotyczącymi tempa wzrostu gospodarczego, inflacji, rynku nieruchomości, rynków finansowych oraz polityki pieniężnej i fiskalnej (tabelka z liczbami, jak zwykle, na końcu raportu).

▪ **Nasza prognoza tempa wzrostu gospodarczego wynosi obecnie 2%. Jak pokazuje tabela na marginesie, w ostatnim miesiącu konsensus zmienił się jeszcze bardziej niż nasze przewidywania. Na kolejne zmiany prognoz miały wpływ głównie kiepskie dane makroekonomiczne w kraju i za granicą.** Oczekujemy, że zarówno w strefie euro, jak i w USA dodatni wzrost PKB w ujęciu rocznym nastąpi dopiero w drugim kwartale 2010, choć gospodarki te zaczną się odbijać od dna pod koniec tego roku. Choć 2010 będzie lepszym rokiem w skali globalnej, a co za tym idzie również w Polsce, będzie to rok z tempem wzrostu gospodarczego wciąż poniżej potencjału.

▪ **Niższe tempo wzrostu gospodarczego będzie sprzyjało obniżaniu inflacji, która w tym roku spadnie do poziomu celu inflacyjnego (2,5%).** Oznacza to kolejne obniżki stóp procentowych, raczej nie w skali zaaplikowanej w grudniu (75bp), ale ich łączna skala przekroczy w najbliższych miesiącach kolejne 100 pb. W porównaniu z naszą prognozą spadku stopy referencyjnej do 3,5% w pierwszej połowie roku, rynki finansowe wyceniają większą skalę ekspansji polityki pieniężnej. Dalszym obniżkom nie powinna nawet przeszkodzić sytuacja na rynku walutowym (stosunkowo słaby złoty). Wszystko wskazuje na to, że kurs EURPLN będzie średnio na wyższych poziomach w stosunku do naszych wcześniejszych prognoz.

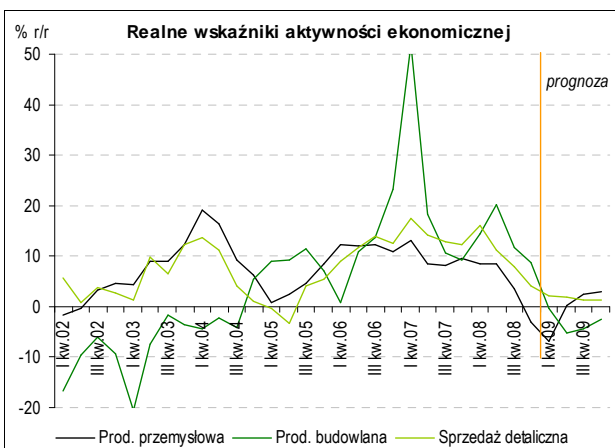
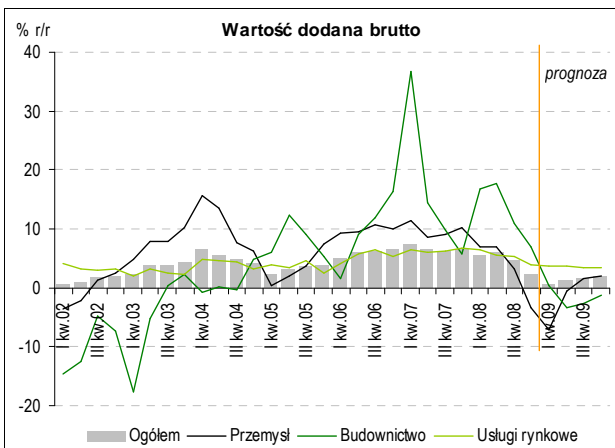
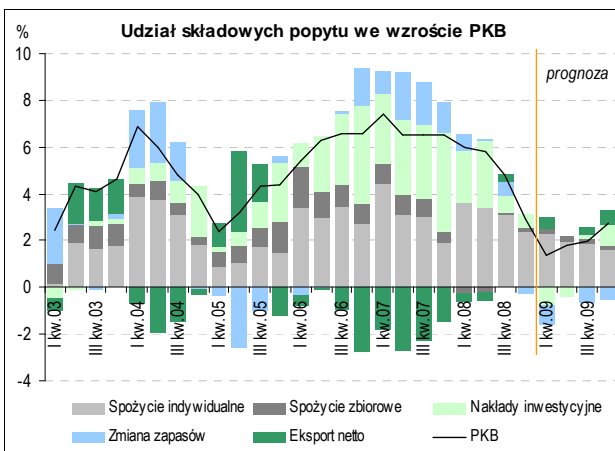
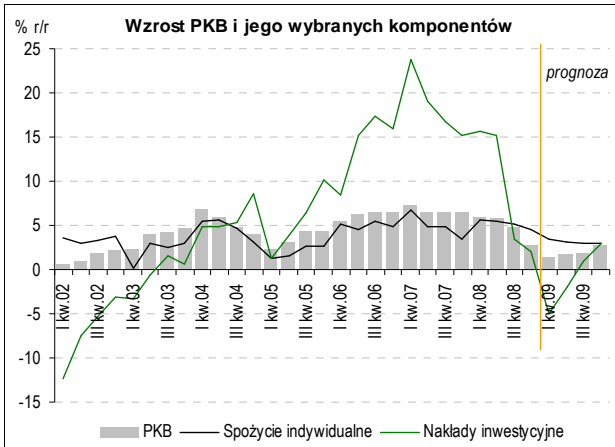
▪ **Pomimo bardzo trudnych warunków gospodarczych, znacznego spowolnienia PKB, co będzie miało wpływ na dochody i deficyt budżetowy, oraz bardzo dużej zmienności na rynku walutowym, rząd podtrzymuje chęć wejścia do ERM2 w I połowie tego roku.** Co więcej, ma to nastąpić bez wcześniejszego przeprowadzenia zmian w konstytucji (brak na to zgody PiS, brak woli PO na przeprowadzenie referendum), co naszym zdaniem naraża proces wejścia do strefy euro na duże ryzyko. Niepewność polityczna na ponad dwa lata przed wyborami jest w Polsce na tyle duża, że nikt nas nie zapewni, że wchodzimy do (być może bardzo kosztownego) ERM2 tylko na dwa lata. Tym bardziej, że sytuacja makroekonomiczna i tak może wymusić na rządzie zmianę planów przyjęcia euro (ryzyko niespełnienia kryteriów).

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

Stopa depozytowa NBP	3,50	WIBOR 3M	5,66	USDPLN	2,9618
Stopa referencyjna NBP	5,00	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	5,13	EURPLN	4,1724
Stopa lombardowa NBP	6,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,07	EURUSD	1,4087

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 12.01.2009 r.

## Gospodarka Polski



## Prognozy 2009 – strona popytowa gospodarki

W trakcie 2009 r. konsumpcja będzie stopniowo słabła głównie jako efekt negatywnych zmian na rynku pracy. Spadek nominalnej dynamiki funduszu płac będzie znaczny (w firmach z 15,7% r/r średnio w 2008 do 3% r/r w 2009, w całej gospodarce z 13,6% do 3,3%), choć realna dynamika obniży się nieco mniej dzięki spadkowi inflacji. Ponadto, ponownie znaczna będzie skala waloryzacji rent i emerytur (ok. 6%). Co więcej, dodatkowym wsparciem dla dynamiki dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych ogółem będą zmiany w PIT i VAT (wg rządu w kieszeniach podatników zostanie 8 mld zł z PIT i 2 mld zł z VAT), ale większość środków z obniżki PIT trafi do osób o wyższych dochodach, a więc niższej skłonności do konsumpcji.

Wsparciem dla aktywności inwestycyjnej będzie zwiększony napływ środków z UE (o ok. 10 mld zł, odpowiadając za ponad 0,5pp wzrostu PKB), co w pewnym stopniu zniweluje mniejszy napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych (zakładamy spadek BIZ o 50%, zabierający ponad 1,5pp wzrostu PKB). Duża niepewność wiąże się z efektami rządowego „planu stabilności i rozwoju”. Niemniej, wartość wzrostu limitu poręczeń i gwarancji oraz dodatkowej akcji kredytowej z BGK jest porównywalna z przyrostem kredytów dla firm w 2008 r. (ponad 40 mld zł).

Wyniki eksportu będą zależą od wzrostu PKB w UE, choć w przypadku polskich towarów i usług może wystąpić pozytywny efekt substytucyjny. Jednocześnie, słabszy popyt krajowy (przy dużej jego importochłonności szczególnie w przypadku inwestycji) doprowadzi do silnego obniżenia dynamiki importu, co zapewni dodatni wkład eksportu netto do wzrostu PKB.

Deficyt obrotów bieżących w ciągu roku obniży się wg nas z 5,3% do 4,8% PKB, ale pogorszy się struktura jego finansowania (co prawda pokrycie funduszami UE zwiększy z 29% do 43%, ale w przypadku BIZ zakładamy spadek z 49% do 27%).

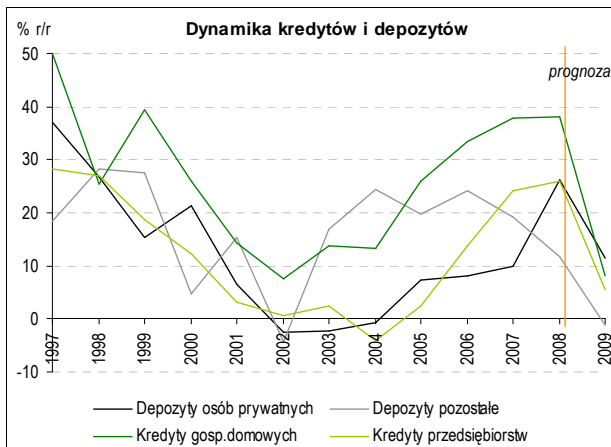
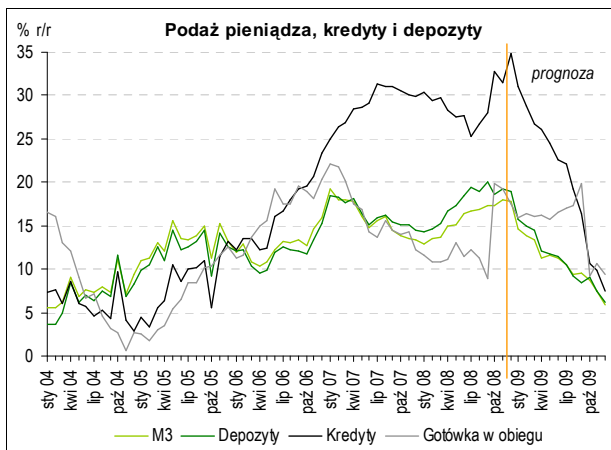
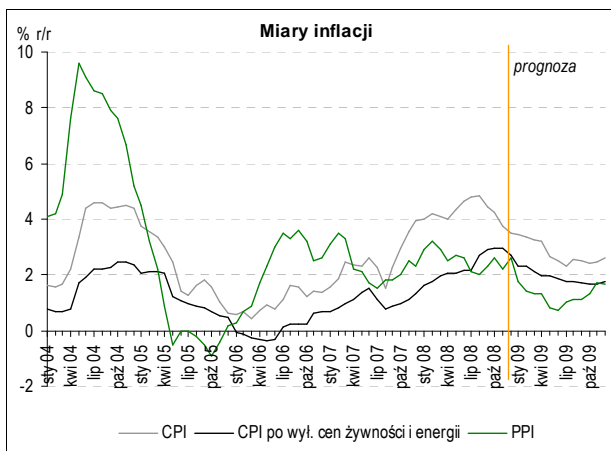
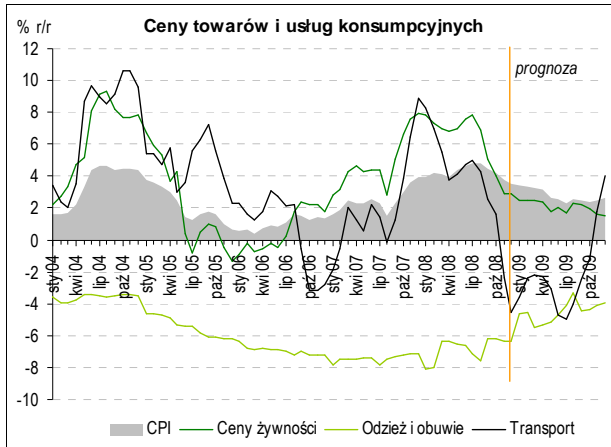
## Prognozy 2009 – strona podaźowa gospodarki

Patrząc na perspektywy aktywności gospodarczej od strony podaźowej, sytuacja rysuje się najgorzej w budownictwie, gdzie w całym roku spodziewamy się spadku wartości dodanej o 1,9%, a produkcji budowlano-montażowej o 3,2% wobec wzrostu o odpowiednio 11,7% i 13,7% w 2008 roku. Będzie się to wiązać z zahamowaniem aktywności inwestycyjnej firm (w tym z tytułu mniejszego napływu BIZ) oraz zmniejszoną ilością projektów na rynku nieruchomości. Czynnikiem stabilizującym aktywność w budownictwie będzie zwiększona realizacja projektów infrastrukturalnych finansowych przez fundusze UE.

Spadku wartości dodanej i produkcji spodziewamy się również w przemyśle (odpowiednio o 1% i 0,6% wobec wzrostów o 3% i 4,1% w 2008 roku). Dotyczy to w szczególności branż o znacznym stopniu orientacji na eksport. Będą one w dalszym ciągu odczuwać załamanie koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski, głównie w Niemczech, które mają ok. 25% udziału w polskim eksporcie (zakładamy, że recesja w największej gospodarce Europy będzie głębsza niż średnio w strefie euro).

Dla wartości dodanej w usługach rynkowych (element PKB od strony podaźowej związany z popytem konsumpcyjnym) i sprzedaży detalicznej również prognozujemy obniżenie dynamiki, ale w obu przypadkach spodziewamy się, że pozostanie ona na plusie – przewidujemy odpowiednio spowolnienie wzrostu do 3,5% z 5,3% oraz do 3,9% z 13,2%. Wzrost sprzedaży detalicznej w pierwszej połowie roku będzie pod wpływem bardzo silnego załamania rocznej dynamiki sprzedaży samochodów (silny spadek popytu na auta w warunkach kryzysu oraz efekt wysokiej bazy). W dalszej części roku coraz bardziej widoczny będzie efekt malejącej dynamiki dochodów na wszystkie komponenty sprzedaży.

## Gospodarka Polski



## Prognozy 2009 – procesy inflacyjne

▪ Znaczne osłabienie popytu wewnętrznego i zmniejszenie napięć na rynku pracy (a więc presji kosztowej z tym związanej) działa w kierunku osłabienia fundamentalnej presji inflacyjnej (nie związanej z czynnikami egzogenicznymi). Już w ostatnim kwartale 2008 widoczne było obniżenie rocznej dynamiki cen w niektórych kategoriach usług (np. restauracje i hotele).

▪ Najsilniej na obniżenie inflacji będzie jednak wpływać działanie czynników egzogenicznych, czyli przede wszystkim cen żywności i surowców. Widoczne już od szeregu miesięcy silne spadki cen surowców rolnych na świecie i zdecydowanej większości towarów rolnych w kraju spowodują wg nas, że roczna dynamika cen żywności i napojów bezalkoholowych ulegnie w 2009 r. znacznemu obniżeniu (do ok. 2% z ok. 6%). Zakładamy również, że w 2009 ujemna będzie roczna dynamika cen w transporcie (efekt założenia, że średnia cena baryłki ropy w 2009 wyniesie niespełna 50 \$ wobec blisko 100 \$ w 2008).

▪ Elementem ograniczającym w kraju dezinflacyjny wpływ spadku cen surowców rolnych i przemysłowych na świecie jest osłabienie złotego, ale wg naszych szacunków zniweluje to tylko część spadku cen światowych.

▪ Czynnikiem najsilniej inflacyjnym pozostaną wg nas koszty użytkowania mieszkania i nośników energii (roczna dynamika w 2009 delikatny spadek do 8,5% z 9,1% w 2008). Zakładamy przy tym, że zaakceptowana w styczniu przez URE podwyżka cen energii elektrycznej o 10% będzie jedyną w roku, a ceny gazu pozostaną przez cały rok bez zmian, choć URE wspominało o możliwości obniżenia taryfy na gaz.

▪ W sumie, spodziewamy się, że inflacja CPI powróci do celu w czerwcu, a CPI bez cen żywności i energii już w styczniu spadnie poniżej celu, choć stara inflacja netto dopiero pod koniec roku spadłaby w pobliże celu.

## Prognozy 2009 – kredyty i depozyty

▪ Prognozujemy, że w trakcie tego roku dynamika kredytów ogółem ulegnie znacznemu obniżeniu, do 7,5% na koniec 2009 z ok. 35% w grudniu 2008, w przypadku kredytów dla gospodarstw domowych do 8% z blisko 40%, a w przypadku kredytów dla firm do 5,5% z ponad 25%. Spadkowi dynamiki kredytów będzie towarzyszyć znaczne obniżenie dynamiki depozytów ogółem, do 5,5% z blisko 20% na koniec 2008. Roczny przyrost depozytów osób prywatnych zmniejszy się do 11,5% z ok. 26%, a pozostałych depozytów do -1,6% z prawie 12%.

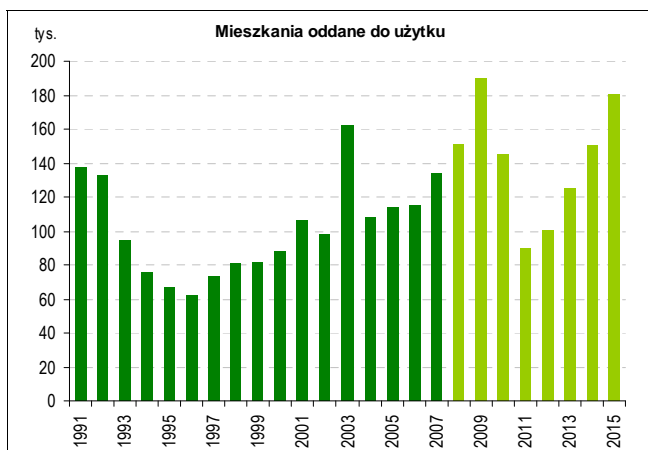
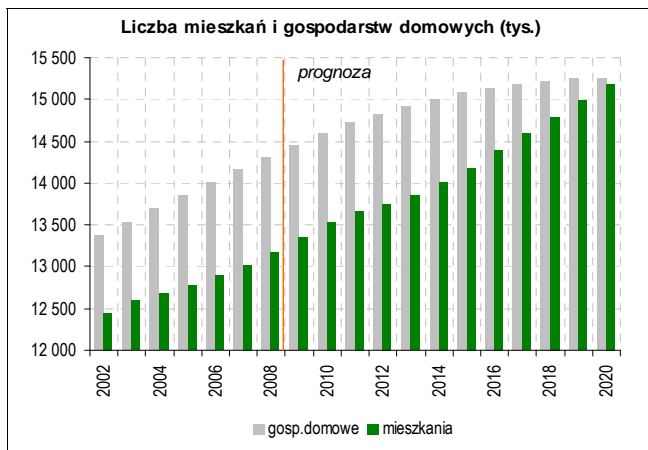
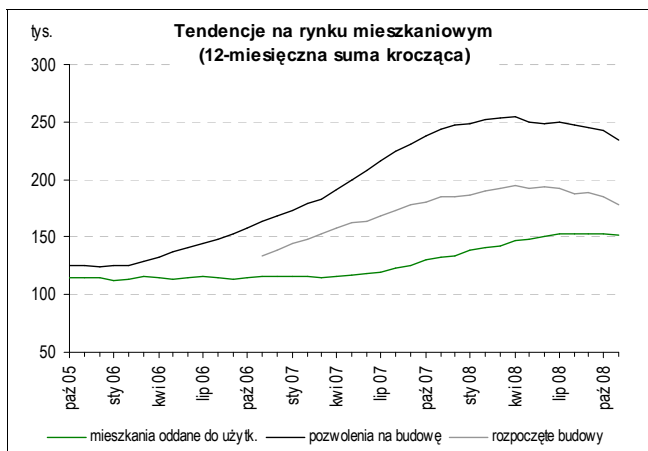
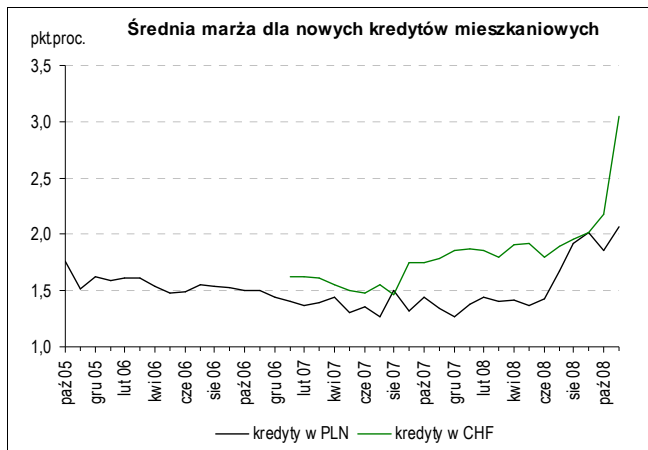
▪ W przypadku kredytów zadziała efekt kursowy (zakładamy, że na koniec 2009 złoty będzie mocniejszy niż na koniec 2008). Dodatkowo zadziała wyraźne zaostrzenie warunków kredytowych (własne działania banków oraz oczekiwane wprowadzenie rekomendacji T przez KNF) oraz spadek zdolności kredytowej klientów (gorzej na rynku pracy). Najsilniej obniży się dynamika kredytów mieszkaniowych – działanie wspomnianych wyżej czynników oraz tego, że część potencjalnych kredytobiorców może wstrzymać się z zakupem nieruchomości przez cały 2009 r. w oczekiwaniu na spadek cen. Z drugiej strony, pewien pozytywny wpływ zmian w programie dopłat do kredytów.

▪ Kredyty dla firm zanotują wg nas słabszy przyrost ze względu na zaostrzenie warunków przez banki oraz słabszą aktywność inwestycyjną firm przy wzroście udziału własnych środków w finansowaniu inwestycji (efekt utrudnionego dostępu do kredytu).

▪ Depozyty firm spadną wg nas z powodu pogorszenia wyników finansowych przy jednoczesnym wzroście udziału środków własnych w inwestycjach. Przyrost depozytów ludności będzie natomiast niższy ze względu na gorszą sytuację na rynku pracy, spadek oprocentowania lokat (widoczny już na początku roku), a w II połowie roku dodatkowo z powodu możliwego początku przepływu części środków w bardziej ryzykowne aktywa.

Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

# Rynek nieruchomości



Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

## Problemy z finansowaniem i spadek popytu w 2009 r.

▪ Kryzys na rynkach finansowych i wyraźne spowolnienie w gospodarce spowodują, że najbliższy rok będzie bardzo trudnym okresem dla rynku nieruchomości.

▪ Należy się liczyć z dalszą stagnacją popytu na mieszkania w najbliższych miesiącach. Dopóki za granicą trwa recesja i utrzymuje się wysoka awersja do ryzyka, trudno liczyć na zainteresowanie nieruchomościami w Polsce ze strony inwestorów zagranicznych (mimo tego, że dzięki osłabieniu złotego mieszkania w Polsce są dla nich relatywnie tańsze).

▪ Popyt krajowych podmiotów będzie ograniczany przez pogarszającą się sytuację na rynku pracy, wysoką niepewność i oczekiwanie na spadki cen, oraz przede wszystkim przez mniejszy dostęp do finansowania przy pomocy kredytów hipotecznych (rekomendacja „T” KNF oraz działania z własnej inicjatywy banków, prowadzące do podniesienia wymaganych wkładów własnych i ostrzejszej oceny zdolności kredytowej, wzrost marż kredytowych i ograniczona podaż kredytów w walutach obcych, w szczególności w CHF).

▪ Tymczasem, podaż nowych mieszkań w 2009 r. będzie wysoka (ok. 190 tys. wobec 151 tys. w 2008 r.). Wprawdzie liczba nowych pozwoleń na budowę zaczęła spadać, a deweloperzy ogłaszają mocne ograniczenie nowych inwestycji, ale na rynek będą trafiały lokale, których budowę rozpoczęto w ciągu ostatnich kilkunastu miesięcy. Podaż mieszkań na rynku wtórnym może również być wysoka (realizacja zysków, obawa przed spadkiem cen).

▪ W efekcie, spadek cen nieruchomości w 2009 r. może być głębszy niż w ub. roku i wyniesie wg nas przynajmniej 10%.

▪ Czynnikiem, który może się przyczynić do pogłębienia spadku cen nieruchomości w miastach, oprócz spadku popytu, może być również wejście w życie ustawy umożliwiającej automatyczne odrolnienie ziemi w granicach miast.

▪ Z kolei pozytywnym impulsem dla popytu na nieruchomości i cen już w II półroczu br. może być mocny spadek krajowych stóp procentowych oraz wyraźna poprawa relacji między cenami mieszkań a dochodami gospodarstw domowych.

### ... chociaż strukturalny niedobór mieszkań wciąż duży

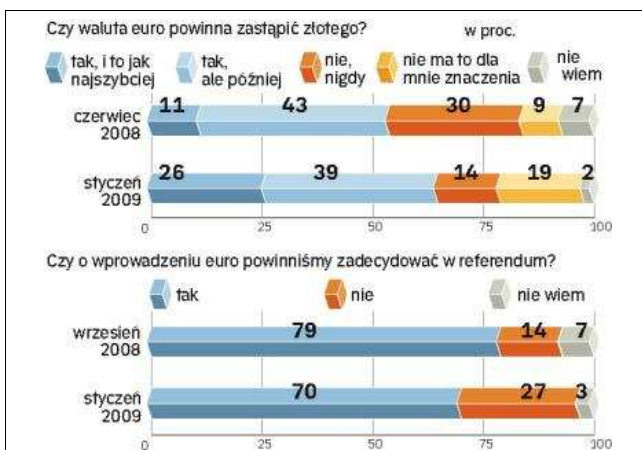
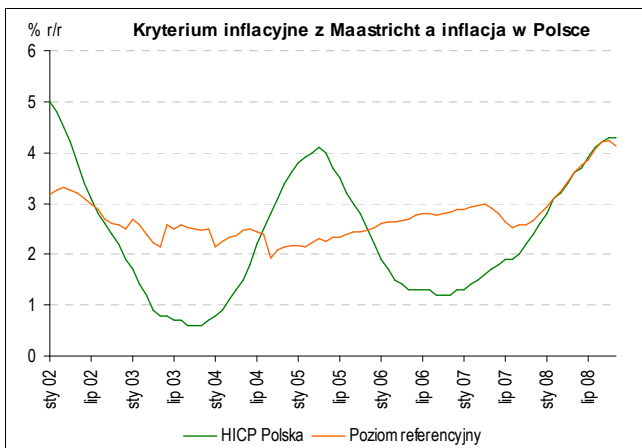
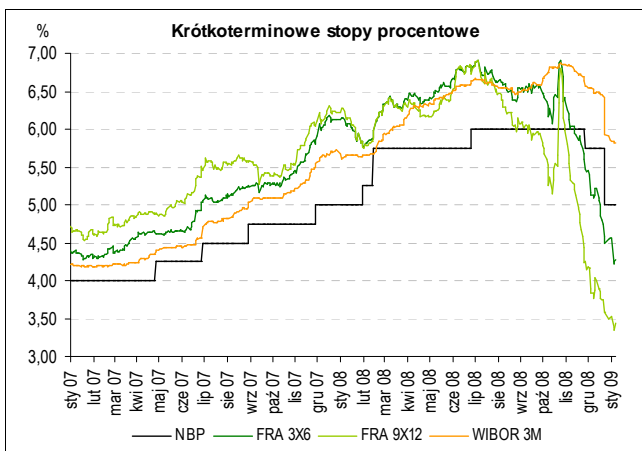
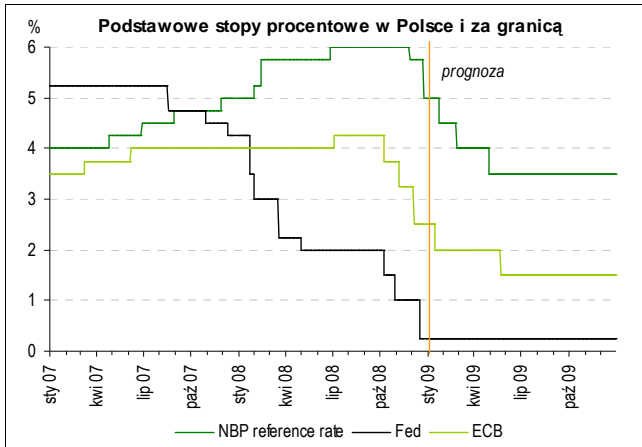
▪ Patrząc na rynek w perspektywie długoterminowej, warto pamiętać, że strukturalne niedopasowanie w postaci znacznego niedoboru liczby istniejących mieszkań i domów w relacji do liczby gospodarstw domowych nie uległo w ostatnim okresie istotnym zmianom. Aktualne dane nt. liczby gospodarstw domowych w Polsce nie są dostępne, ale opierając się na prognozie gospodarstw domowych na lata 2003-2030 z GUS można szacować, że mimo mocnego ożywienia podaży mieszkań w ostatnich dwóch latach, niedobór ten nie uległ większym zmianom (ze względu na wciąż szybki przyrost liczby gospodarstw domowych) i nadal przekracza 1 mln mieszkań.

▪ Co więcej, znaczne ograniczenie inwestycji przez deweloperów w wyniku kryzysu kredytowego sugeruje, że podaż nowych domów ponownie mocno się skurczy po 2009 r. (wg naszej prognozy powróci poniżej 100 tys. szt. w 2011 r.). W efekcie, mimo coraz wolniejszego tempa przyrostu liczby gospodarstw domowych w kolejnych latach, nasyconie rynku mieszkaniowego nie nastąpi raczej przed rokiem 2020.

▪ Oczekiwany mocny spadek podaży nowych lokali po roku 2009 wraz z prognozami stopniowego ożywienia koniunktury gospodarczej i popytu pozwalają się spodziewać, że po spadkach w najbliższych kwartałach, ceny mieszkań zaczną ponownie szybko rosnąć w latach 2011-2012. Po roku 2015 tendencje te mogą wyhamowywać ze względu na przewidywane procesy demograficzne (starzenie społeczeństwa, coraz wolniejszy wzrost liczby gospodarstw domowych), chociaż pozytywnym impulsem może być ewentualne wejście Polski do strefy euro.



## Pod lupą: Bank centralny



### Stopy mocno w dół, kolejne obniżki przed nami

- Gwałtowne pogorszenie sytuacji gospodarczej na świecie i poprawa perspektyw inflacji spowodowały zdecydowaną i szybką reakcję głównych banków centralnych, w wyniku czego stopy procentowe w niektórych gospodarkach (w USA, Japonii, Szwajcarii) znalazły się blisko zera. Spodziewamy się, że tam gdzie jest jeszcze przestrzeń do obniżek (m.in. w strefie euro i Wielkiej Brytanii), będą one w tym roku kontynuowane. Banki centralne będą też podejmować inne niestandardowe działania na rzecz pobudzenia gospodarek.
- W otoczeniu szybko spadających stóp za granicą i mocnego spowolnienia gospodarczego, które dotknie również Polskę, spodziewamy się kontynuacji łagodzenia polityki pieniężnej przez RPP – obniżki w styczniu i lutym po 50 pb, oraz dalszej redukcji stopy referencyjnej do 3,5% w II kw.
- Głównym argumentem za obniżkami stóp procentowych jest wyraźna poprawa perspektyw inflacji w ślad za ogólnym spadkiem presji inflacyjnej na całym świecie (CPI może spaść do poziomu celu inflacyjnego już w II połowie tego roku) oraz mocne wyhamowanie wzrostu gospodarczego – spodziewamy się spowolnienia popytu krajowego średnio do 1,6% i wzrostu PKB o ok. 2% r/r w 2009 r.
- Obawa przed zbyt dużą skalą osłabienia złotego będzie czynnikiem powstrzymującym RPP przed jednorazowym głębokim cięciem stóp, chociaż reakcja rynku walutowego (a właściwie jej brak) po obniżce grudniowej może nieco złagodzić ten czynnik. Niemniej jednak, zakładamy redukcję w krokach po 50 pb (w II kw. być może mniejsze).
- Stawki rynku pieniężnego FRA wyceniają obecnie obniżki stopy referencyjnej co najmniej do poziomu 3,0-3,25% w II połowie br.

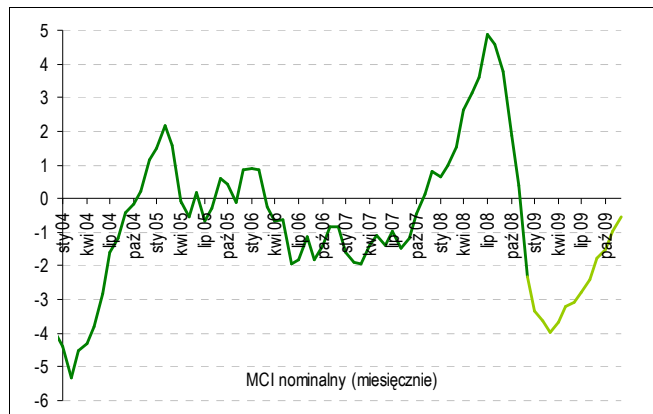
### Droga do euro wciąż pod znakiem zapytania

- Istotnym czynnikiem dla decyzji RPP będzie tempo realizacji strategii wejścia do strefy euro. Rząd wciąż deklaruje chęć realizacji możliwie szybkiej akcesji do euro, chociaż powodzenie tej strategii obarczone jest dużą niepewnością ze względu na brak poparcia dla zmian w konstytucji.
- Naszym zdaniem scenariusz szybkiego wejścia do strefy euro nie wyklucza obniżek, ze względu na duży obecnie dysparytet stóp między Polską a strefą euro.
- Spełnienie kryterium inflacyjnego z Maastricht może być problemem w najbliższym czasie – spadek inflacji w krajach UE dotkniętych recesją będzie zapewne szybszy niż w Polsce (już w październiku przekroczyliśmy dopuszczalny poziom). Jednak kryterium musimy spełnić na ok. 1-1,5 roku przed wejściem do EMU, co daje pewien czas na dostosowanie.

### Raport NBP o euro się opóźnia

- Raport NBP nt. korzyści i kosztów przystąpienia do strefy euro, który miał być gotowy do końca roku, nie został jeszcze opublikowany. W NBP trwają prace nad poprawkami w związku z kryzysem na rynkach oraz nad uwzględnieniem uwag RPP.
- Wiceprezes NBP Witold Koziński powiedział w styczniu, że „wydźwięk tego raportu jest pozytywny”, a korzyści związane z wejściem Polski do strefy euro są większe niż koszty związane z utratą autonomicznej polityki pieniężnej.
- Osobny raport ws. przyjęcia w Polsce euro powstaje również na zamówienie Kancelarii Prezydenta RP.
- Poparcie Polaków dla wprowadzenia euro rośnie, jednak nadal większość wolałaby opóźnić ten moment. Wg TNS OBOP, 60% Polaków uważa, że euro należy wprowadzić dopiero gdy poziom rozwoju zbliży się do przeciętnej w UE.

## Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



### Prognoza 2009 - indeks restrykcyjności

- Szacunki, uwzględniające prognozowane przez nas zmiany stóp procentowych oraz zachowanie kursu złotego, wskazują na dalszy mocny spadek restrykcyjności polityki pieniężnej w pierwszych miesiącach tego roku, w reakcji na dalsze obniżki stóp procentowych przez RPP oraz utrzymującą się słabość złotego.
- Poczynając od II kwartału, indeks restrykcyjności odrobi część wcześniejszych spadków pod wpływem zakładanej przez nas aprecjacji nominalnego kursu złotego (przy jednoczesnym stopniowym osłabianiu kursu długookresowej równowagi), której wpływ przeważa nad prognozowaną dalszą obniżką stóp.
- Niemniej jednak, restrykcyjność polityki pieniężnej będzie w 2009 r. wyraźnie niższa niż w roku poprzednim.



Wasilewska-Trenkner 1,55 (1,48)

4,50%

Filar 1,55 (1,61)

Noga 1,50 (1,52)

Wojtyna 1,40 (0,91)

Sławiński 1,10 (0,91)

3,50%

Czekaj 1,00 (0,86)

Skrzypek 0,85 (N/A)

Owsiak 0,85 (0,91)

Nieckarz 0,85 (0,83)

3,00%

Pietrewicz 0,80 (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 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.

### Na kogo warto patrzeć w 2009

Ostatnie wydarzenia w gospodarce i na rynkach finansowych najwyraźniej podcięły skrzydła jastrzębiom, w efekcie czego „środek ciężkości poglądów” w Radzie Polityki Pieniężnej przesunął się mocno w kierunku zwolenników obniżek stóp procentowych. O ile jednak w RPP uformował się już konsensus co do tego, że dalsze łagodzenie polityki pieniężnej jest uzasadnione, to opinie członków Rady na temat skali i tempa preferowanych obniżek stóp są jak zwykle zróżnicowane.

W tym roku prawdopodobnie najmniej niespodzianek możemy się spodziewać ze strony tych członków Rady, którzy w naszym rankingu restrykcyjności zajmowali tradycyjnie najniższe pozycje. Spodziewamy się, że Mirosław Pietrewicz, Stanisław Nieckarz i Stanisław Owsiak będą konsekwentnie głosować za możliwie szybkimi i głębokimi redukcjami stóp. Jednak to nie ich głosy przesądzą o faktycznej skali obniżek.

Podobnie jak w ub. roku, znacznie większą uwagę należałoby zwracać na wypowiedzi i opinie Jana Czekaja, ale równie istotne będzie stanowisko prezesa NBP Sławomira Skrzypka. Dopóki opinie ich obu będą wskazywały na poparcie dla dalszego łagodzenia polityki, pozostałych głosów w RPP będzie za mało aby powstrzymać obniżki (głos prezesa jest decydujący przy wyniku 5:5). Ich wypowiedzi wskazują na dużą wagę, jaką przywiązują do tempa i skali wyhamowania wzrostu gospodarczego.

Andrzej Sławiński i Andrzej Wojtyna wydają się wciąż nieco bardziej ostrożni w formułowaniu ocen nt. perspektyw polityki pieniężnej. Szczególną wagę w ich wypowiedziach ma sytuacja na rynku walutowym i obawa o wpływ zachowania kursu złotego na perspektywy inflacji.

W sytuacji gdy główne pytanie odnośnie polityki pieniężnej na ten rok nie dotyczy tego czy, ale kiedy i o ile obniżyć, jastrzębia frakcja w RPP powoli traci siły i argumenty. Warto zwrócić uwagę, że po grudniowej zdecydowanej obniżce stóp niemal wszyscy członkowie RPP przyznali, że nie należy wykluczać dalszego łagodzenia polityki pieniężnej, być może już w pierwszych miesiącach nowego roku. W gronie tym znaleźli się też Marian Noga i Dariusz Filar (ten ostatni stwierdził wprost, że jeśli inflacja spadnie poniżej 3,5%, Rada będzie miała przestrzeń do obniżek). Na placu boju o utrzymanie stóp bez zmian pozostała samotnie Halina Wasilewska-Trenkner, której zdaniem z kolejnymi decyzjami należałoby się wstrzymać przynajmniej w styczniu i lutym, aby lepiej ocenić przyszłą sytuację makroekonomiczną. Przedstawiciele grupy jastrzębiej zapewne nadal będą mniej niż pozostali członkowie RPP skłonni do łagodzenia polityki pieniężnej, jednak nie będzie to miało kluczowego znaczenia dla kształtu podejmowanych decyzji.

### Jacy członkowie nowej Rady?

Kadencja obecnej Rady Polityki Pieniężnej upływa w styczniu 2010, w związku z czym wraz ze zbliżaniem się końca roku rynek coraz poważniej będzie analizował prawdopodobny skład nowej Rady. W ankiecie wśród analityków bankowych opublikowanej przez *Parkiet* na początku września najwięcej głosów jako kandydaci do nowej RPP zdobyli Stanisław Gomułka, Krzysztof Rybiński i Andrzej Bratkowski. My w tej ankiecie oprócz pierwszego z wymienionych wskazaliśmy Ryszarda Kokoszczyńskiego z NBP oraz specjalistę od rynku pracy prof. Marka Górę. Prawdopodobnie jednak, podobnie jak w poprzednich latach, wśród nominacji znajdzie się kilka sporych niespodzianek.

## Pod lupą: Rząd i polityka

### Wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych wg Programu Konwergencji aktualizacja 2008

	2007	2008	2009	2010	2011
Podsektor centralny	-3,2 (-3,2)	-3,6 (-3,2)	-2,7 (-2,5)	-2,5 (-2,0)	-2,1 (b.d.)
Podsektor lokalny	0,1 (0,2)	0,4 (0,6)	0,2 (0,3)	-0,1 (0,3)	-0,2 (b.d.)
Podsektor ubezpiec. społ.	1,1 (1,0)	0,5 (0,1)	-0,1 (0,2)	0,2 (0,2)	0,3 (b.d.)
<b>Wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych</b>	<b>-2,0 (-2,0)</b>	<b>-2,7 (-2,5)</b>	<b>-2,5 (-2,0)</b>	<b>-2,3 (-1,5)</b>	<b>-1,9 (1,0)</b>

Uwaga: W nawiasach wartości z poprzedniej aktualizacji Programu

### Podstawowe założenia makroekonomiczne na 2009 rok wg Programu Konwergencji na tle prognoz BZ WBK

średniorocznie	Program Konwergencji aktualizacja 2008	BZ WBK
Wzrost PKB	3,7	2,0
Konsumpcja indywidualna	4,5	3,2
Nakłady brutto na środki trwałe	4,4	0,1
Eksport	3,2	-9,8
Import	1,8	-10,7
EURPLN	3,68	3,95
Inflacja*	2,9	2,7
Krótkookresowe stopy procentowe	4,3	3,75

\* W Programie Konwergencji prognoza dla inflacji HICP, a prognoza BZ WBK dla inflacji CPI

### Szacunek deficytu general government wg BZ WBK

Kategoria	% PKB
<b>Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych wg Programu Konwergencji</b>	<b>-2,5</b>
Niższy wzrost PKB	-0,85
Niższe stopy procentowe	0,15
Wyższy kurs EURPLN	-0,22
<b>Razem ryzyko makroekonomiczne</b>	<b>-0,9</b>
<b>Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych wg (wg BZ WBK)</b>	<b>-3,4</b>
Wybrane dodatkowe czynniki ryzyka (np. reprivatyzacja, oddłużenie szpitali, restrukturyzacja PKP, itp)	-0,5

### Wypowiedzi Premiera Donalda Tuska w sprawie przyjęcia euro

**Premier Donald Tusk, wywiad z Dziennikiem, 31 grudnia:** Pyt: Czyli referendum nie wchodzi w grę? Odp: Nie wchodzi. Referendum nie będzie. Pyt: Jak więc pan chce porozumieć się z opozycją? Odp: Na pierwszym spotkaniu liderzy PiS mówili o wprowadzeniu euro w roku 2020. Na ostatnim Jarosław Kaczyński mówił już, że złotówka to dla niego symbol suwerenności i on w ogóle nie jest entuzjastą euro. Ma prawo tak sądzić. Tylko w takim razie oni nie są partnerami kompromisu w tej sprawie. Pyt: To jak pan chce zmieniać konstytucję? Bez PiS nie da się tego zrobić. A bez zmiany konstytucji nie wprowadzicie euro. Odp: Konstytucja powinna być zmieniona zaraz po przyjęciu traktatu akcesyjnego, bo przewiduje on przyjęcie przez Polskę euro. Trzeba więc ją zmienić bez względu na to, jaką datę wybierze. Zmienimy konstytucję wtedy, gdy będzie to możliwe w parlamencie. Mapę drogową będziemy realizować tak czy inaczej. A rolę referendum odegrają być może wybory parlamentarne 2011 r. A może PiS nie okaże się w tej sprawie jednolite? Tyle że ja nie będę tego testował, zgłaszając projekt po prostu, bez gwarancji jego przyjęcia. W warunkach światowego kryzysu odrzucenie tego projektu byłoby złym sygnałem dla naszej wiarygodności.

### Nowy (optymistyczny) Program Konwergencji na Nowy Rok

Przedstawiona w grudniowej aktualizacji Programu Konwergencji ścieżka redukcji deficytu fiskalnego jest mniej korzystna niż w poprzedniej wersji z marca 2008, co wiąże się oczywiście z pogorszeniem perspektyw sytuacji gospodarczej. Nowy program bazuje przy tym na założeniach makro spójnych z założeniami ustawy budżetowej (wzrost PKB w 2009 na poziomie 3,7%), które oceniliśmy już jako zbyt optymistyczne.

Stąd, szacunek, że deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych w 2009 r. wyniesie 2,5% PKB wydaje nam się obciążony znacznym ryzykiem. Opierając się o zamieszczoną w Programie analizę wrażliwości wyniku sektora na zmiany dynamiki PKB, stóp procentowych i kursu walutowego, oraz przyjmując nasze prognozy tych zmiennych, oceniamy, że deficyt sektora w 2009 r. zamiast planowanego przez rząd spadku do 2,5% PKB wzrośnie do niemalże 3,5% PKB. Do tego doliczyć można koszty ewentualnych dodatkowych czynników ryzyka.

Gdyby rząd chciał zniwelować szacowane przez nas koszty ryzyka makroekonomicznego, musiałby znaleźć w budżecie ok. 12 mld złotych, a więc wszystkie wydatki pomijając wydatki sztywne i nakłady inwestycyjne związane z projektami unijnymi zamiast szacowanego przez nas wzrostu o 6,6% musiałby zostać obniżone o 2,5% w porównaniu z 2008 r. Gdyby natomiast dodać do tego ewentualne koszty dodatkowych czynników ryzyka dla finansów publicznych w 2009 r. w przyjętej przez nas skali 0,5% PKB, to wydatki inne niż sztywne musiałby zostać ograniczone aż o ponad 5%. Takie działanie (czyli m.in. ograniczanie priorytetowych wydatków prorozwojowych innych niż związane z unijnymi projektami) wydaje nam się mało prawdopodobne biorąc pod uwagę potwierdzenie przez rząd w Programie dążenia do realizacji założeń *Planu stabilności i rozwoju*.

### Wolne środki z 2008 wiele nie pomogą

Nie ma jeszcze pełnej informacji na temat realizacji budżetu na 2008 r., ale wydaje się, że zaplanowane w nim dochody okażą się sporo niższe od planu i trudno będzie przerzucić znaczną ich wielkość na 2009 r. Dużo niższe od planu mogą być za to wydatki i to ta strona budżetu umożliwi utworzenie (m.in. poprzez tzw. wydatki niewygasające) sporej „zakładki” na przyszły rok, której wartość szacujemy na ok. 5 mld zł.

Taka kwota pozwoli pokryć jedynie część z szacowanego przez nas niedoboru wielkości ok. 12 mld zł, choć może to wystarczyć do utrzymania planowanego poziomu deficytu centralnego. Wzrost deficytu sektora finansów publicznych ponad planowaną przez rząd ścieżkę nastąpi więc prawdopodobnie głównie poza sektorem centralnym (np. poprzez zadłużenie FUS).

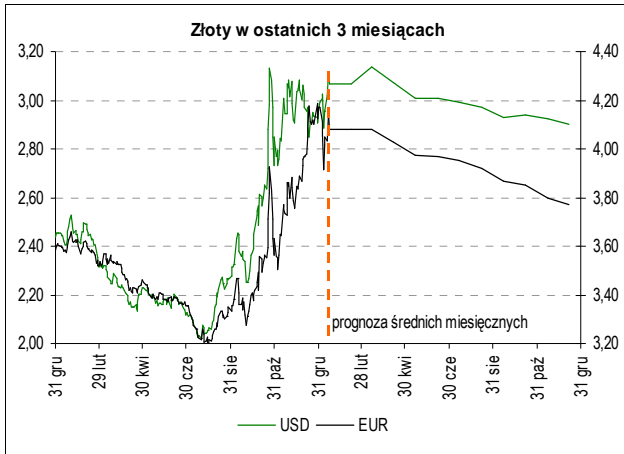
### Stabilnie na scenie politycznej i ryzykowna droga do euro

Przeciw wcześniejszym wyborom parlamentarnym, np. przy okazji czerwcowych wyborów do europarlamentu, przemawia brak większych zgrzytów w ramach koalicji rządowej oraz szansa na odrzucenie wet Prezydenta ze wsparciem lewicy.

Wypowiedzi premiera sugerują, że nie będzie referendum w sprawie euro i bez tego realizowana będzie mapa drogową (w tym ERM2 w I poł. 2009). Jest przy tym ryzyko, że wobec braku konsensusu politycznego w kraju (brak zmian w konstytucji), przeciwne złotemu w ERM2 mogą być KE i EBC (przykład Bułgarii). Ponadto, przedstawiciele rządu sami zaznaczają, że niepewna sytuacja na rynkach może opóźnić wejście do ERM2 (według nas złoty będzie bardziej podatny na wahania bez zmian w konstytucji) i cały proces przyjmowania euro. Naszym zdaniem, lepiej nie wchodzić do ERM2 bez zmian prawnych.

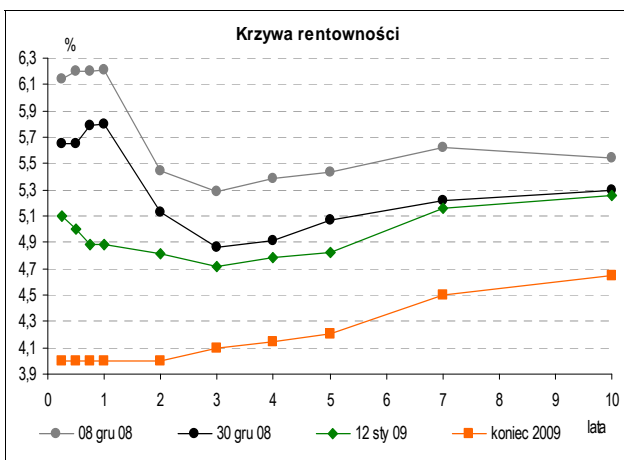


## Monitor rynku



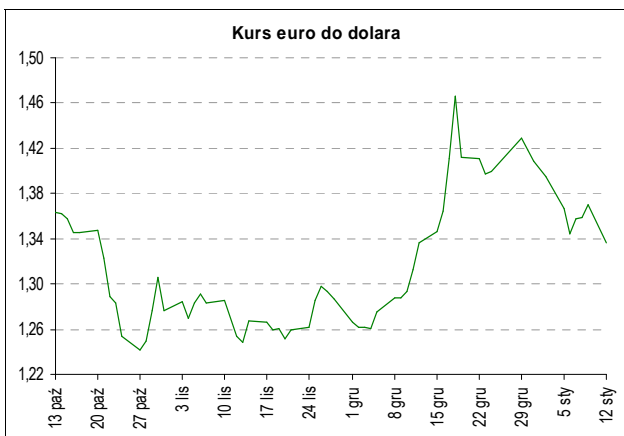
### Złoty wzmocni się po spadku awersji do ryzyka

- Spodziewamy się utrzymania dosyć wysokiej zmienności kursu złotego w tym roku. W momentach podwyższonej awersji do ryzyka sądzimy, że kurs EURPLN raczej nie powinien przekroczyć poziomu 4,30. Spodziewamy się wzrostu średniorocznego kursu EURPLN z 3,52 w 2008 r. do 3,95 w tym roku. Uważamy, że najsłabsze poziomy złoty zanotuje na początku roku i stopniowo będzie się umacniał do ok. 3,80 wobec euro na koniec roku.
- W tym roku głównym czynnikiem wpływającym na kurs złotego będzie zmiana w natężeniu awersji do ryzyka. Wraz ze spodziewanym stopniowym spadkiem zacieśnienia na rynkach kredytowych i poprawą sytuacji płynnościowej zagranicznych inwestorów złoty będzie stopniowo odrabiał straty wobec wciąż relatywnie lepszych fundamentów krajowej gospodarki w porównaniu do innych krajów. Kwestia ERM2 zejdzie na drugi plan.



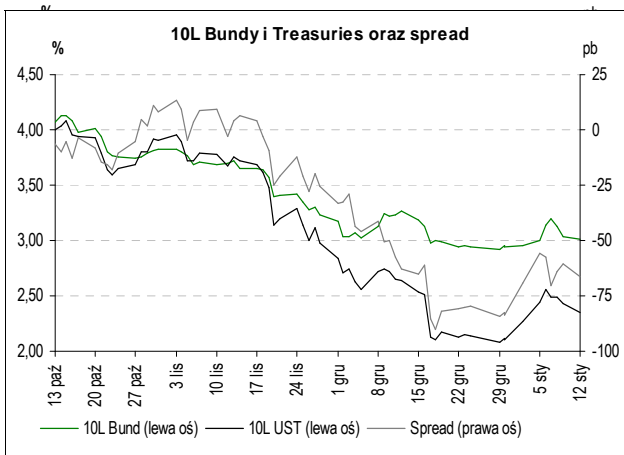
### Wystromienie krzywej rentowności

- Słabe dane z polskiej gospodarki przy dosyć szybkim spadku inflacji i dalszym łagodzeniu polityki pieniężnej przez EBC spowodują, że RPP będzie kontynuowała obniżki stóp. To zachęci inwestorów zagranicznych do zakupów obligacji szczególnie o krótszym terminie, co będzie ułatwiało ministerstwu finansów plasowanie dosyć sporej puli papierów skarbowych zaplanowanej na ten rok. Na mniejsze umocnienie na dłuższym końcu wpływ będzie miała początkowo awersja do ryzyka na światowych rynkach.
- Niepewność co do terminu przyjęcia euro i wejścia do ERM2 powoduje, że spread 5x5 może utrzymywać się w przedziale 50-90 pb. Spread rentowności 10-letnich obligacji wobec Bundów powinien się zmniejszyć poniżej 200 pb. Spadek awersji do ryzyka powinien też przyczynić się do spadku asset-swap spreadu w kierunku długoterminowych średnich (do 30-50 pb), choć nie nastąpi to już na początku roku.



### Dolar mocniejszy w 2009

- Po znaczącym odreagowaniu euro, co wiązało się z ograniczaniem długich pozycji w dolarze i zwiększonym zapotrzebowaniem na euro ze strony inwestorów pod koniec roku, oczekujemy stopniowego odrabiania strat przez amerykańską walutę w kierunku 1,30. Naszym zdaniem kurs EURUSD będzie oscylował w przedziale 1,25-1,37 w ciągu tego roku.
- Na niekorzyść euro będą oddziaływały dalsze obniżki stóp procentowych w strefie euro, co będzie zmniejszało dysparytet stóp procentowych wobec USA. Za dolarem będzie przemawiała stymulująca natura amerykańskiej polityki pieniężnej i fiskalnej. Mimo, iż pakiety fiskalne w USA są znaczące i mogą stanowić pewien ciężar dla budżetu to spowodują przyspieszenie wzrostu PKB wcześniej niż w innych największych rozwiniętych gospodarkach.



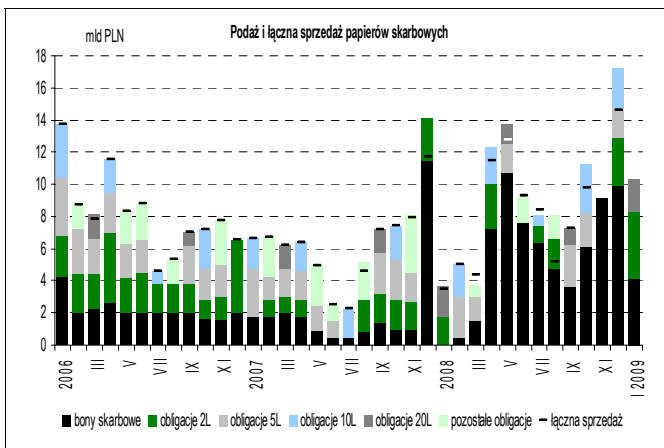
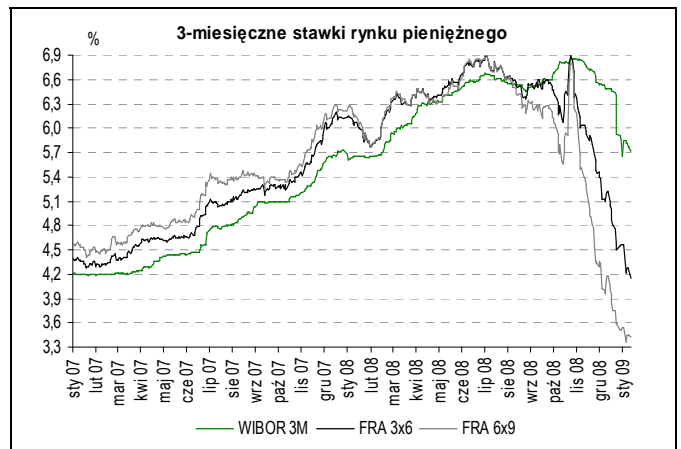
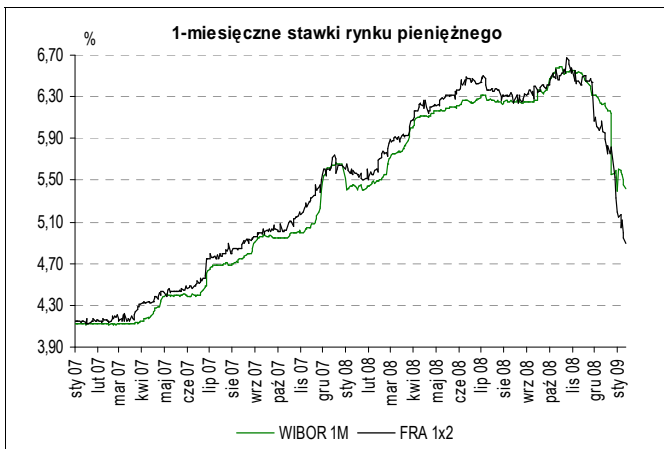
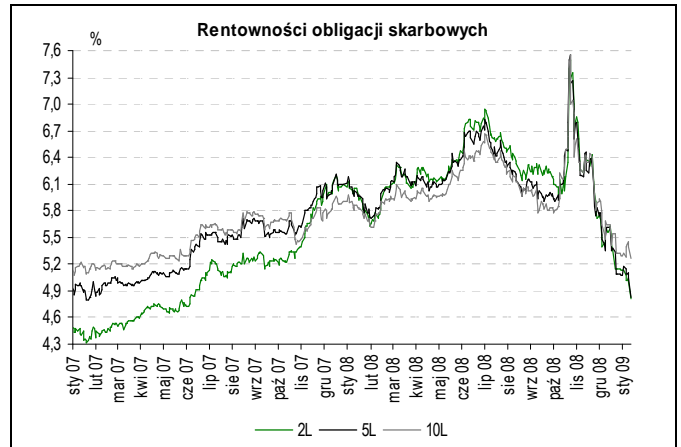
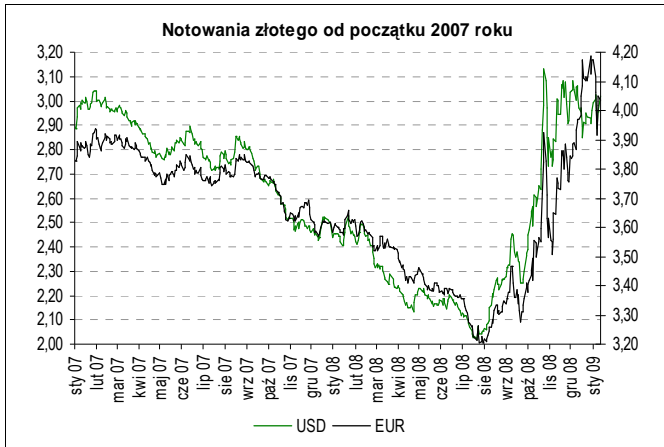
### Polityka niskich stóp procentowych

- Po tym jak stopy w USA osiągnęły dolny pułap 0-0,25% nie spodziewamy się szybkich podwyżek stóp w związku z przedłużającą się i pogłębiającą recesją w USA, gwałtownym spadkiem inflacji oraz obawami o deflację. Oczekujemy też dalszego łagodzenia polityki pieniężnej przez EBC. Zakładamy spadek głównej stopy procentowej EBC o 50 pb w I kw. tego roku i o dalsze 50 pb w II kw. do 1,5%, po czym nastąpi okres dłuższej stabilizacji stóp banku centralnego.
- Obligacje będą obciążone znaczącymi wydatkami publicznymi związanymi z pakietami fiskalnymi wykorzystywanymi do pobudzania gospodarek oraz oczekiwania na podwyżki stóp, gdy koniunktura zacznie się poprawiać. Stopy na krótkim końcu krzywej obniżą się zatem silniej niż długi koniec zarówno w USA (5-letnie swapy do 2%, 2-letnie do 1,1%) jak i strefie euro (5-letnie swapy do 3%, 2-letnie do 2,15%).

Źródło: Reuters, BZ WBK



# Monitor rynku



**Przetargi bonów skarbowych (mln zł)**

Data przetargu	(OFERTA)*/SPRZEDAŻ			
	52-tyg.	39-tyg.	26-tyg.	13-tyg.
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	1200-1500/1850	-	300-500/489	300-500/514
22.12.2008	-	1500-1800/1585	-	-
05.01.2009	-	500-600/500	-	-
12.01.2009	500-600/505	-	-	-
19.01.2009	500-1000	-	-	-
26.01.2009	1000-1500	-	-	-
02.02.2009	-	-	-	-
09.02.2009	-	-	-	-
16.02.2009	-	-	-	-
23.02.2009	-	-	-	-

\* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

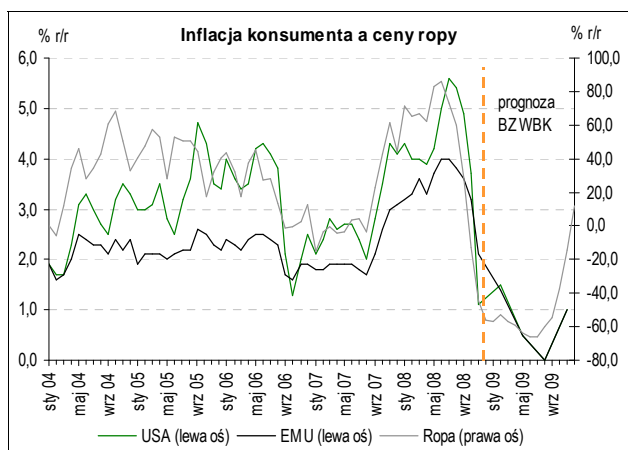
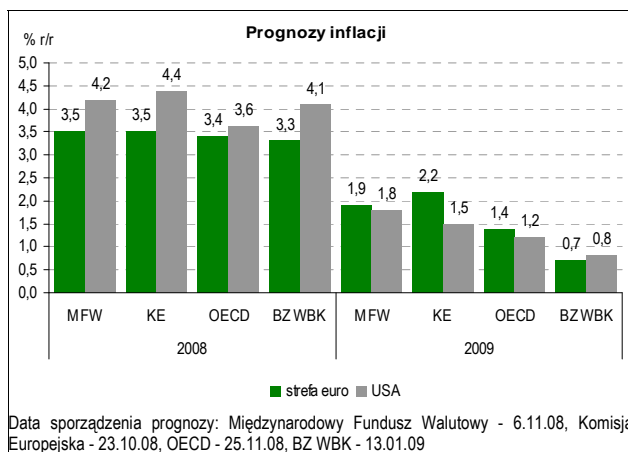
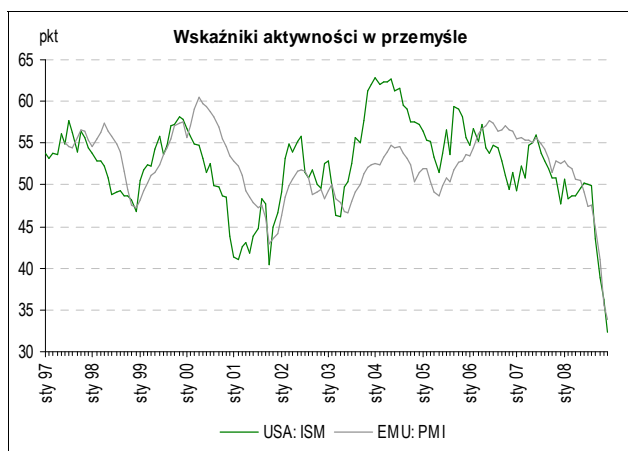
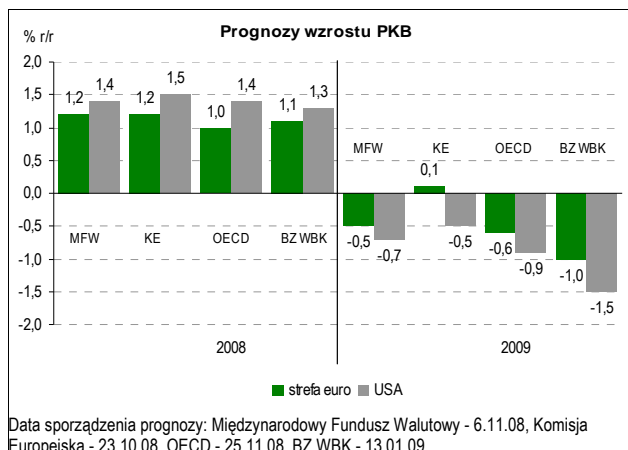
**Przetargi obligacji skarbowych w 2008/2009 r. (mln zł)**

miesiąc	I przetarg				II przetarg				Przetarg zamianv		
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	sprzedaż
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 IZ0823	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*	Ok0711	3000	3430	17.12*	PS0414 DS1019	1800   2500	2042 2340	03.12	PS0414/DS1019	1212 / 1350
styczeń	07.01*	OK0711	4200	4296	14.01	WS0429	1000-2000	-	21.01	-	-
luty	04.02	OK i/lub PS	-	-	11.02	DS i/lub WS	-	-	-	-	-
marzec	04.03	OK i/lub PS	-	-	11.03	DS i/lub WS	-	-	-	-	-
kwiecień	01.04	OK i/lub PS	-	-	08.04	DS i/lub WS	-	-	-	-	-
maj	06.05	OK i/lub PS	-	-	13.05	DS i/lub WS	-	-	-	-	-
czerwiec	03.06	OK i/lub PS	-	-	10.06	DS i/lub WS	-	-	-	-	-

\* razem z przetargiem uzupełniającym

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

## Przegląd międzynarodowy

**Gwałtowne spowolnienie gospodarcze w 2009**

Według ostatnich oficjalnych prognoz MFW z listopada 2008 globalny wzrost spowolni do 2,2% w 2009 r. z ok. 3,7% w 2008 i 5% w 2007 r. W gospodarkach rozwiniętych oczekiwany jest spadek PKB o 0,2%, po raz pierwszy od czasów II wojny światowej a w skali podobny do okresów z 1975 r. oraz 1982 r.

Jednak od wybuchu kryzysu finansowego na światowych rynkach oraz wraz z napływem kolejnych danych gospodarczych z poszczególnych krajów prognozy światowego wzrostu gospodarczego są, co pewien czas stopniowo rewidowane w dół.

Obecnie rynkowy konsensus wskazuje na silniejszy spadek PKB za oceanem niż w strefie euro. Nasze szacunki przewidują spadek PKB w USA aż o 1,5 % r/r, a w strefie euro o 1%.

Negatywny wpływ na gospodarkę USA będzie miało pogorszenie sytuacji gospodarstw domowych na skutek spadku zatrudnienia, spadku cen nieruchomości i akcji, co przy wciąż zaostrzonych kryteriach udzielania kredytów będzie negatywnie wpływać na konsumpcję. Kiepskie nastroje konsumentów obrazują wskaźniki koniunktury. Ponadto duży negatywny wpływ będzie miały także inwestycje w budownictwie. Patrząc nieco bardziej optymistycznie rynek nieruchomości może znaleźć dno pod koniec 2009 r., a niższa inflacja wesprze dochody do dyspozycji konsumentów. Pozytywny wpływ na gospodarkę powinny mieć też niskie stopy procentowe i pakiety fiskalne.

Najnowsze wiodące wskaźniki koniunktury dla strefy euro (PMI, indeks nastrojów gospodarczych) sygnalizują głęboką recesję. Wyraźne spadły także indeksy nastrojów konsumentów.

Ożywienie gospodarcze w USA i strefie euro może pojawić się pod koniec roku (pierwsze dodatnie kwartalne dynamiki PKB w IV kw. 2009) i będzie stopniowe (0% r/r w I kw. 2010 i pierwsze dodatnie dynamiki PKB r/r w II kw. 2010). Wzrost gospodarczy w 2010 zarówno w strefie euro i USA będzie wciąż poniżej potencjału.

**Spadki cen surowców zbijają inflację**

Spowolnienie globalnego wzrostu gospodarczego przyczynia się do wyraźnego spadku presji inflacyjnej. Następuje on za sprawą załamania cen surowców i osłabienia popytu konsumpcyjnego, pogorszenia koniunktury gospodarczej coraz gorszej sytuacji na rynku pracy i spadku presji płacowej.

Prognozy inflacji były w ostatnim czasie obniżane w dół podobnie jak szacunki dynamiki wzrostu gospodarczego wraz z pogarszającymi się perspektywami globalnej gospodarki oraz bieżącymi danymi zaskakującymi negatywnie.

Według prognoz OECD średnioroczna inflacja w strefie euro spadnie w tym roku do 1,4% r/r (podobnie jak wg najnowszej prognozy EBC – powrót do stabilności cenowej), natomiast w Stanach Zjednoczonych do 1,2% r/r. Według naszych założeń inflacja w strefie euro może osiągnąć 0% r/r w połowie roku, a średnio w całym roku spadnie do 0,7% r/r (ceny ropy, żywność) wobec 3,3% w 2008 r. natomiast w USA dynamika CPI obniży się aż do 0,8% r/r z 4,1% w ubiegłym roku.

Ceny ropy spadły od szczytu pod koniec lipca z ok. 145\$ za baryłkę do ok. 40\$ na początku stycznia, co przekłada się na gwałtowny spadek inflacji na świecie.

Według aktualizacji październikowego raportu MFW World Economic Outlook z początku listopada średnia cena baryłki ropy spadnie z 107\$ w 2008 r. do 68\$ w 2009 r. wobec oczekiwanych 100\$ jeszcze w październiku. Obecna cena ropy kształtuje się w okolicach 40-50\$ za baryłkę. Najnowsza prognoza cen ropy OECD z końca listopada zakłada średnią cenę ropy w 2009 r. na poziomie 60\$ wobec 99\$ w 2008 r. W naszych prognozach zakładamy spadek średniej ceny ropy do 45 \$ za baryłkę.

Ponadto OECD zakłada spadek indeksu cen żywności w tym roku o 18% r/r po wzroście o 25% w 2007 r. i 39% w 2008 r.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>12 stycznia</b> <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i>	<b>13</b> US: Bilans handlowy (XI)	<b>14</b> <i>PL: Przetarg obligacji 20-letnich</i> <i>PL: Podaż pieniądza (XII)</i> <i>PL: CPI (XII)</i> EZ: Produkcja przemysłu (XI) US: Ceny w imporcie (XII) US: Sprzedaż detaliczna (XII)	<b>15</b> <i>PL: Bilans płatniczy (XI)</i> EZ: Finalny HICP (XII) EZ: Spotkanie EBC – decyzja US: Indeks NY Fed (I) US: PPI (XII) US: Indeks Philadelphia Fed (I)	<b>16</b> US: CPI (XII) US: Produkcja przemysłu (XII) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (XII) US: Raport o przepływach kapitału (XI) US: Wstępny Michigan (I)
<b>19</b> <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> <i>PL: Płace i zatrudnienie (XII)</i> US: Dzień wolny	<b>20</b> <i>PL: Produkcja przemysłowa (XII)</i> <i>PL: PPI (XII)</i> DE: Indeks ZEW (I)	<b>21</b> <i>PL: Przetarg zamiany</i> <i>PL: Inflacja bazowa (XII)</i> JP: Spotkanie Banku Japonii - decyzja	<b>22</b> <i>PL: Minutes RPP (XI)</i> <i>PL: Wskaźniki koniunktury (I)</i> US: Liczba nowych budów domów (XII) US: Liczba pozwoleń na budowę (XII)	<b>23</b> EZ: Wstępny PMI - sektor przetwórczy (I) EZ: Wstępny PMI - sektor usług (I)
<b>26</b> <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> US: Sprzedaż domów (XII)	<b>27</b> <i>PL: Spotkanie RPP – decyzja</i> DE: Indeks Ifo (I) US: Raport Case/Shiller (XI) US: Zaufanie konsumentów (I)	<b>28</b> US: Spotkanie Fed - decyzja	<b>29</b> <i>PL: PKB (2008 r.)</i> <i>PL: Sprzedaż detaliczna (XII)</i> <i>PL: Bezrobocie (XII)</i> EZ: Podaż pieniądza M3 (XII) EZ: Indeks nastrojów gospodarczych (I) US: Zamówienia na dobra trwałe (XII) US: Sprzedaż nowych domów (XII)	<b>30</b> US: Wstępny HICP (I) US: Przedwstępny PKB (IV kw.) US: Bazowy PCE (IV kw.) US: Deflator PKB (IV kw.) US: Chicago PMI (I) US: Finalny Michigan (I)
<b>2 lutego</b> <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> <i>PL: PMI (I)</i> EZ: PMI - sektor przetwórczy (I) US: Bazowy PCE (XII) US: ISM - sektor przetwórczy (I)	<b>3</b> <i>PL: Bilans płatniczy (III kw.)</i> EZ: PPI (XII) US: Niezakończone transakcje sprzedaży domów (XI)	<b>4</b> <i>PL: Przetarg obligacji</i> EZ: PMI - sektor usług (I) EZ: Sprzedaż detaliczna (XII) US: Raport ADP (I) US: ISM - sektor usług (I)	<b>5</b> EZ: Spotkanie EBC – decyzja US: Wydajność, jednostkowe koszty pracy (IV kw.) US: Zamówienia w przemyśle (XII)	<b>6</b> US: Zatrudnienie poza rolnictwem (XII) US: Stopa bezrobocia (XII)
<b>9</b> <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i>	<b>10</b> US: Zapasy hurtowe (XII)	<b>11</b> <i>PL: Przetarg obligacji</i> US: Bilans handlowy (XII)	<b>12</b> EZ: Produkcja przemysłu (XII) US: Sprzedaż detaliczna (I)	<b>13</b> <i>PL: Podaż pieniądza (I)</i> <i>PL: CPI (I)</i> EZ: Wstępny PKB (IV kw.) US: Wstępny Michigan (II)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

## Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2009 roku

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

\* dane kwartalne; <sup>a</sup> dane wstępne za styczeń, <sup>b</sup> dane za styczeń i luty, <sup>c</sup> za listopad 2008 itd.

Źródło: GUS, NBP



## Dane i prognozy ekonomiczne

## Wskaźniki miesięczne

		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	sty 09
Produkcja przemysłowa	% r/r	6,4	10,7	15,0	1,0	15,1	2,4	7,3	5,9	-3,7	6,8	-0,1	-8,9	0,0	-11,4
Sprzedaż detaliczna <sup>c</sup>	% r/r	12,4	20,9	23,8	15,7	17,6	14,9	14,2	14,3	7,7	11,6	7,9	2,7	8,3	3,9
Stopa bezrobocia	%	11,4	11,7	11,5	11,1	10,5	10,0	9,6	9,4	9,3	8,9	8,8	9,1	9,6	10,2
Place brutto <sup>b c</sup>	% r/r	7,2	11,5	12,8	10,2	12,6	10,5	12,0	11,6	9,7	10,9	9,8	7,4	8,0	6,3
Zatrudnienie <sup>b</sup>	% r/r	4,9	5,9	5,9	5,8	5,6	5,4	4,8	4,7	4,2	4,1	3,6	3,1	2,5	0,2
Eksport (w euro) <sup>d</sup>	% r/r	8,0	22,6	29,1	10,6	33,6	12,1	18,7	22,8	9,4	20,9	-1,2	-10,5	-11,6	-23,2
Import (w euro) <sup>d</sup>	% r/r	16,6	19,8	31,4	12,2	33,1	15,3	21,7	22,5	17,8	21,0	4,5	-12,2	-14,5	-21,1
Bilans handlowy <sup>d</sup>	mln EUR	-1673	-780	-808	-1345	-1195	-1420	-1661	-1635	-1329	-1249	-1664	-1000	-1200	-816
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	mln EUR	-2314	-1211	-1322	-1807	-1521	-1745	-2219	-879	-1300	-1881	-2219	-1620	-1750	-1266
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	% PKB	-4,7	-4,6	-4,7	-4,9	-5,1	-5,1	-5,1	-4,9	-5,0	-5,2	-5,3	-5,6	-5,4	-5,4
Saldo budżetu (narastająco)	mln PLN	-16,9	4,4	0,0	1,9	0,6	-1,9	-3,5	-2,7	-0,3	-4,2	-11,6	-14,8	-25,8	-1,0
Saldo budżetu (narastająco)	% planu <sup>e</sup>	100,0	-16,4	-0,1	-6,9	-2,2	6,8	12,8	9,9	1,2	15,5	42,7	54,7	95,3	5,5
Inflacja (CPI)	% r/r	4,0	4,0	4,2	4,1	4,0	4,4	4,6	4,8	4,8	4,5	4,2	3,7	3,5	3,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,3	2,9	3,2	2,9	2,5	2,7	2,6	2,1	2,0	2,3	2,6	2,2	2,6	1,8
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	13,4	12,9	13,5	13,6	15,0	15,1	16,3	16,8	16,8	17,3	17,3	18,0	17,8	14,6
Depozyty	% r/r	14,5	14,3	14,7	15,3	16,7	17,4	18,5	19,4	18,9	20,0	18,7	19,2	18,9	15,8
Kredyty	% r/r	29,9	30,3	29,5	29,7	28,3	27,6	27,7	25,3	26,7	28,0	32,8	31,4	34,9	31,0
USD/PLN	PLN	2,47	2,46	2,43	2,28	2,19	2,19	2,17	2,07	2,19	2,34	2,69	2,93	2,98	3,07
EUR/PLN	PLN	3,60	3,61	3,58	3,54	3,45	3,40	3,37	3,26	3,29	3,37	3,57	3,73	4,01	4,08
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	5,00	5,25	5,50	5,75	5,75	5,75	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	5,75	5,00	4,50
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	6,50	6,75	7,00	7,25	7,25	7,25	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,25	6,50	6,00
WIBOR 3M	%	5,67	5,64	5,74	6,03	6,29	6,41	6,58	6,62	6,52	6,56	6,80	6,74	6,40	5,68
Rentowność bonów 52-tyg.	%	5,78	5,75	5,66	6,09	6,10	6,10	6,63	6,70	6,60	6,46	6,45	6,52	6,10	5,00
Rentowność obligacji 2L	%	6,06	5,92	5,90	6,17	6,20	6,27	6,73	6,66	6,32	6,25	6,46	6,26	5,43	4,80
Rentowność obligacji 5L	%	6,07	5,94	5,93	6,20	6,12	6,25	6,62	6,53	6,15	6,01	6,48	6,21	5,42	4,80
Rentowność obligacji 10L	%	5,85	5,81	5,82	5,98	5,98	6,10	6,41	6,43	6,10	5,89	6,39	6,25	5,57	5,25

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	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09
PKB	mld PLN	1 060,0	1 175,3	1 272,3	1 333,5	295,3	309,9	312,1	355,0	309,4	324,3	326,0	373,8
PKB	% r/r	6,2	6,7	4,8	2,0	6,0	5,8	4,8	2,9	1,4	1,8	1,9	2,7
Popyt krajowy	% r/r	7,3	8,6	4,7	1,6	6,2	6,0	4,3	2,8	0,9	1,7	1,6	2,1
Spożycie indywidualne	% r/r	5,0	5,0	5,2	3,2	5,6	5,5	5,1	4,5	3,5	3,2	3,0	3,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	14,9	17,6	7,2	0,1	15,7	15,2	3,5	2,0	-5,0	-2,0	1,0	3,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	12,5	9,7	4,4	-0,4	8,5	8,5	3,4	-3,0	-7,0	0,2	2,4	2,9
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	11,9	14,0	9,8	1,7	16,0	11,1	8,0	4,0	2,0	1,9	1,4	1,3
Stopa bezrobocia <sup>a</sup>	%	14,8	11,4	9,6	12,3	11,1	9,6	8,9	9,6	11,0	10,7	11,3	12,3
Place realne brutto <sup>c</sup>	% r/r	4,2	6,7	6,1	1,9	7,2	7,7	5,6	4,4	2,3	1,7	2,1	1,5
Zatrudnienie <sup>c</sup>	% r/r	3,2	4,6	4,6	-1,7	5,9	5,2	4,3	3,1	-0,4	-1,5	-2,3	-2,6
Eksport (w euro) <sup>b</sup>	% r/r	20,4	13,4	12,4	-9,8	20,3	21,3	17,9	-7,5	-19,3	-13,7	-7,0	2,0
Import (w euro) <sup>b</sup>	% r/r	24,0	19,5	13,6	-10,7	20,5	23,2	20,6	-7,0	-18,9	-14,1	-8,0	-1,0
Bilans handlowy <sup>b</sup>	mln EUR	-5 539	-12 369	-15 270	-12 630	-2 927	-4 272	-4 207	-3 864	-2 481	-3 561	-3 558	-3 030
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	mln EUR	-7 445	-14 586	-19 477	-15 460	-4 333	-5 478	-4 077	-5 589	-3 811	-3 761	-3 808	-4 080
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	% PKB	-2,7	-4,7	-5,4	-4,6	-4,9	-5,1	-5,1	-5,4	-5,3	-5,0	-5,1	-4,6
Wynik general government	% PKB	-3,8	-2,0	-2,7	-3,4	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	1,0	2,5	4,2	2,8	4,1	4,3	4,7	3,8	3,3	2,8	2,5	2,5
Inflacja (CPI) <sup>a</sup>	% r/r	1,4	4,0	3,5	2,6	4,1	4,6	4,5	3,5	3,3	2,5	2,5	2,6
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,5	2,3	2,6	1,3	3,0	2,6	2,1	2,5	1,5	1,0	1,1	1,6
Podaż pieniądza (M3) <sup>a</sup>	% r/r	16,0	13,4	17,8	5,9	13,6	16,3	17,3	17,8	13,4	11,3	9,5	5,9
Zobowiązania <sup>a</sup>	% r/r	15,2	14,5	18,9	6,3	15,3	18,5	20,0	18,9	14,4	11,4	8,4	6,3
Należności <sup>a</sup>	% r/r	23,4	29,9	34,9	7,5	29,7	27,7	28,0	34,9	26,7	22,6	16,3	7,5
USD/PLN	PLN	3,10	2,77	2,41	3,00	2,39	2,18	2,20	2,87	3,09	3,03	2,96	2,92
EUR/PLN	PLN	3,90	3,78	3,52	3,95	3,58	3,41	3,31	3,77	4,08	3,99	3,91	3,81
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	4,00	5,00	5,00	3,50	5,75	6,00	6,00	5,00	3,75	3,50	3,50	3,50
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	5,50	6,50	6,50	5,00	7,25	7,50	7,50	6,50	5,25	5,00	5,00	5,00
WIBOR 3M	%	4,21	4,73	6,36	4,05	5,80	6,43	6,57	6,65	5,02	3,77	3,70	3,70
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,18	4,69	6,26	4,19	5,84	6,28	6,59	6,36	4,60	4,15	4,00	4,00
Rentowność obligacji 2L	%	4,57	5,23	6,22	4,21	5,99	6,40	6,41	6,05	4,65	4,20	4,00	4,00
Rentowność obligacji 5L	%	5,03	5,52	6,15	4,35	6,02	6,33	6,23	6,04	4,70	4,30	4,20	4,20
Rentowność obligacji 10L	%	5,22	5,56	6,06	4,84	5,87	6,16	6,14	6,07	5,15	4,80	4,75	4,65

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 12.01.2009 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.

