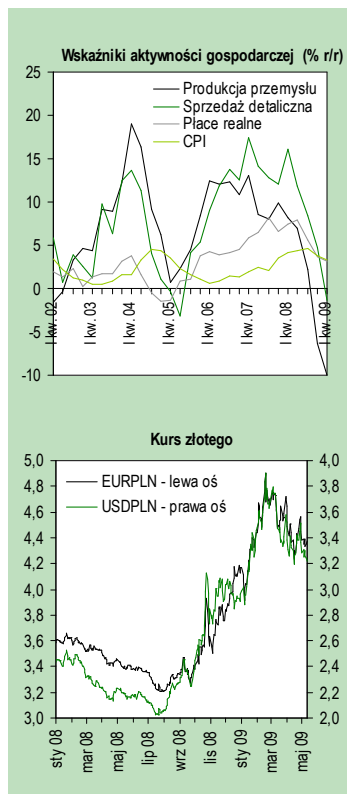


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Maj 2009



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

Wciąż czekamy...

W tym miesiącu moglibyśmy powtórzyć tytuł poprzedniego raportu miesięcznego „Parę jaskółek wiosny nie czyni”, bowiem wciąż czekamy na potwierdzenie, czy nieśmiałe pozytywne sygnały dochodzące z globalnej gospodarki przełożą się na wyraźniejsze ożywienie. Ponownie obniżył się rynkowy konsensus prognoz PKB (do 0,5-0,6% z 0,8% przed miesiącem). Nasza prognoza pozostała bez zmian, z ryzykiem w dół. Z jej ewentualną zmianą czekamy na dane o PKB za I kw. co do których jest obecnie duża rozbieżność prognoz rynkowych, sięgająca 1pp (przy rozpiętości prognoz na cały rok wynoszącej nieco ponad 2pp). Nowe prognozy Komisji Europejskiej dla Polski są znacznie niższe niż poprzednie, ale najlepsze na tle regionu. Ponadto, Komisja przewiduje, że po spadku PKB w tym roku o 1,4% (w IV kw. br. o ponad 3% r/r), w ciągu 2010 r. nastąpi szybka poprawa (wzrost PKB o 3,3% w ostatnim kwartale przyszłego roku).

Póki co rynki finansowe przyjmują pierwsze optymistyczne sygnały z gospodarki dość pozytywnie – wzrosły notowania akcji, kursy walut *emerging markets* i ceny surowców. W najbliższym czasie widzimy jednak ryzyko korekty i osłabienia złotego. Krajowa waluta może znaleźć się pod presją za sprawą korekty na globalnych rynkach akcji, a także w obliczu wzrostu krajowego ryzyka fiskalnego. Niemniej, w dalszym terminie złoty powinien się stopniowo umacniać dzięki stopniowej poprawie wskaźników makro i wzrostowi apetytu na ryzyko na świecie.

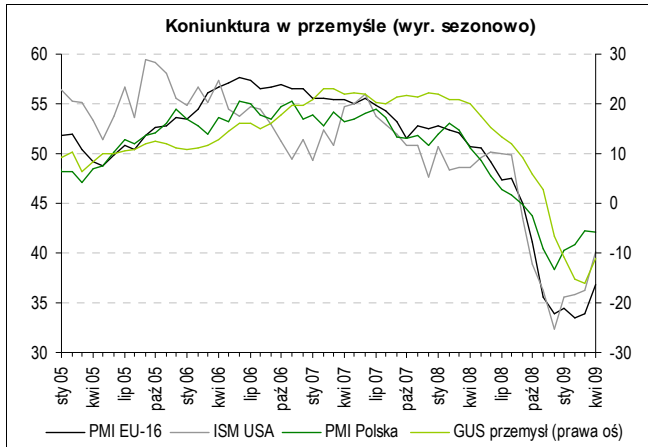
Na kolejne dane czeka również RPP, która w kwietniu postanowiła utrzymać stopy procentowe bez zmian. W przypadku stóp uważamy jednak, że co się odwlecze... Główny argument za pauzą w kwietniu (inflacja powyżej 3,5% r/r) będzie obecny również w kolejnym miesiącu, bo inflacja wzrosła prawdopodobnie do niemal 4%. Średnioterminowe perspektywy inflacji wyglądają jednak nadal korzystnie, co zapewne potwierdzi nowa projekcja NBP w czerwcu, więc jest miejsce na dalsze obniżki stóp. Zachętą do tego może być kolejna redukcja stóp przez EBC.

Wszystko wskazuje na to, że najdłużej poczekamy na wejście Polski do strefy euro. Od dawna wskazywaliśmy, że ambitne plany rządu są mało realistyczne. Po pierwsze, utrzymuje się podwyższona zmienność kursu, uniemożliwiająca ustalenie kursu centralnego w ERM2. Po drugie, nic nie zapowiada szybkiej zmiany w zakresie poparcia politycznego – stąd zgadywanie kiedy wejdziemy do euro to zgadywanie wyniku wyborów w 2010 r. (niepewność, czy po wyborach będzie konstytucyjna większość). Do tego dochodzi coraz większa obawa o sytuację finansów publicznych – deficyt *general government* w 2008 okazał się dużo wyższy od zakładanego, sięgając niemal 4% PKB. W 2009-2010 deficyt fiskalny ponownie będzie wysoki, niezależnie od tego, czy będzie nowelizacja tegorocznego budżetu centralnego. Szansę na redukcję deficytu poniżej wymaganych 3% widać dopiero w 2011 (w ograniczaniu deficytu pomoże działanie progów ostrożnościowych dla długu publicznego), więc teoretycznie wejście do strefy euro byłoby możliwe w 2013 r. Póki co jednak politycy będą bardziej zajęci eurowyborami na początku czerwca.

Na rynku finansowym 30 kwietnia 2009 r.:					
Stopa depozytowa NBP	2,25	WIBOR 3M	4,30	USDPLN	3,2859
Stopa referencyjna NBP	3,75	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	5,47	EURPLN	4,3838
Stopa lombardowa NBP	5,25	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,80	EURUSD	1,3341

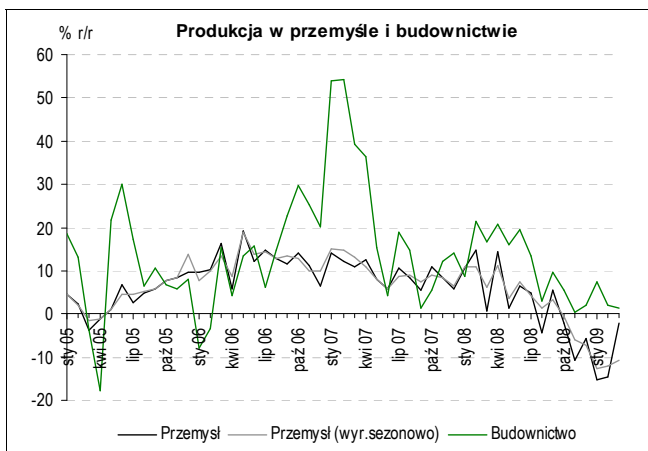
Raport został oparty na informacjach dostępnych do 11.05.2009 r.

Gospodarka Polski



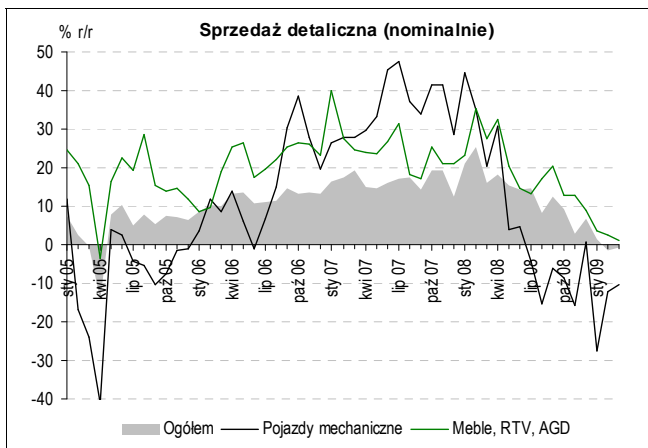
Drgnięcie koniunktury... czyżby odbicie od dna?

- Wielkość wskaźników wyprzedzających oraz indeksów koniunktury, nie tylko w Polsce, ale też w innych krajach, zanotowała w kwietniu odbicie. Poprawiły się zarówno oceny koniunktury w przedsiębiorstwach, jak i nastroje konsumentów.
- Wyjątkiem był krajowy indeks PMI w sektorze przetwórczym, który zanotował lekki spadek po trzech miesiącach wzrostów.
- Mimo poprawy, większość indeksów jest jednak nadal na bardzo niskich poziomach, blisko historycznych minimów. Wzrost indeksów w większości wypadków wynikał przede wszystkim z poprawy oczekiwań nt. przyszłej sytuacji, podczas gdy ocena sytuacji bieżącej pozostała mocno negatywna.
- Nie ignorujemy powiewu optymizmu w światowej gospodarce, ale wydaje się, że nie należy na razie przeceniać wagi tych sygnałów. Do znaczącego ożywienia jeszcze daleko.



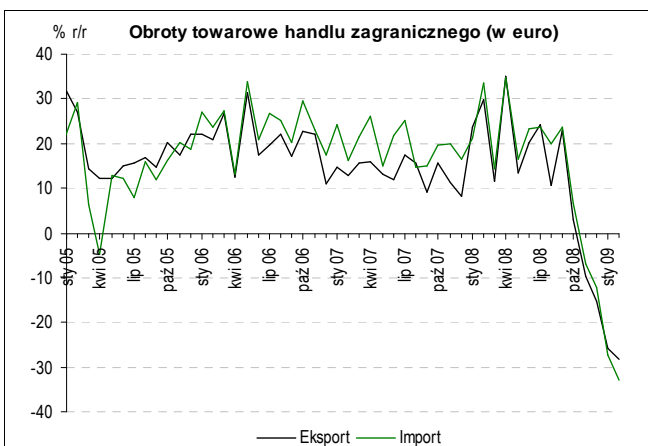
Wolniejszy spadek produkcji w przemyśle

- Roczna dynamika produkcji przemysłu w marcu była lepsza od oczekiwań i wyniosła -2%. Wolniejsze tempo spadku niż w lutym (-14,6%) i styczniu (-15,3%) wynikało w dużym stopniu z większej niż przed rokiem liczby dni roboczych.
- Po odsezonowaniu roczny spadek produkcji był niewiele mniejszy niż w poprzednich miesiącach (-10,8% wobec -12,4% w lutym i -12,7% w styczniu) i trudno to na razie uznać za objaw wychodzenia gospodarki z dołka.
- Częściowo w poprawie wyniku pomogła zwiększona produkcja samochodów osobowych w związku z popytem z Niemiec na nowe auta wspieranym przez rządowe dopłaty. Mocne odbicie nastąpiło też w produkcji napojów i produktów spożywczych, prawdopodobnie również głównie z przeznaczeniem na eksport (wzrost konkurencyjności cenowej po osłabieniu złotego).



... ale gorsze wyniki sprzedaży detalicznej i budownictwa

- Wzrost produkcji budowlano-montażowej spowolnił w marcu do 1,2% r/r, bardziej niż oczekiwano, a po wyeliminowaniu wahań sezonowych do 0,6% r/r (z 2,1% w lutym).
- Również sprzedaż detaliczna zaskoczyła rynek negatywnie i zanotowała drugi z rzędu miesiąc spadku. W marcu wartość sprzedaży obniżyła się o 0,8% r/r (-1,8% realnie). Za ten spadek w głównej mierze była odpowiedzialna znacznie niższa niż przed rokiem sprzedaż samochodów i paliw oraz żywności (efekt późniejszej niż rok temu Wielkanocy). Spowolnienie dotknęło jednak również sprzedaż dóbr trwałego użytku.
- W warunkach wyraźnego pogorszenia na rynku pracy trudno liczyć na poprawę popytu konsumentów i wyników sprzedaży w kolejnych miesiącach.

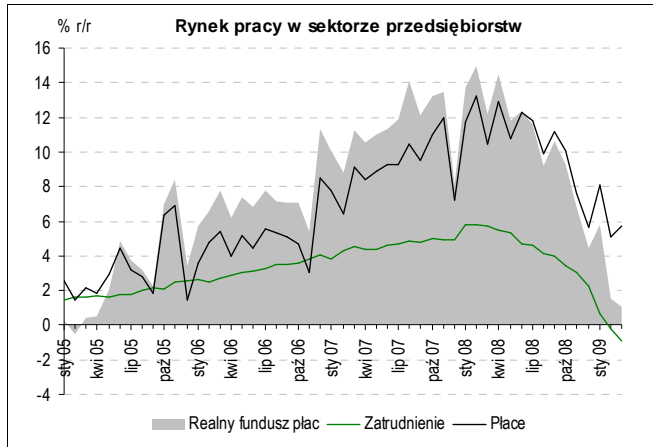


Eksport i import mocno w dół, ale obroty bieżące na plusie

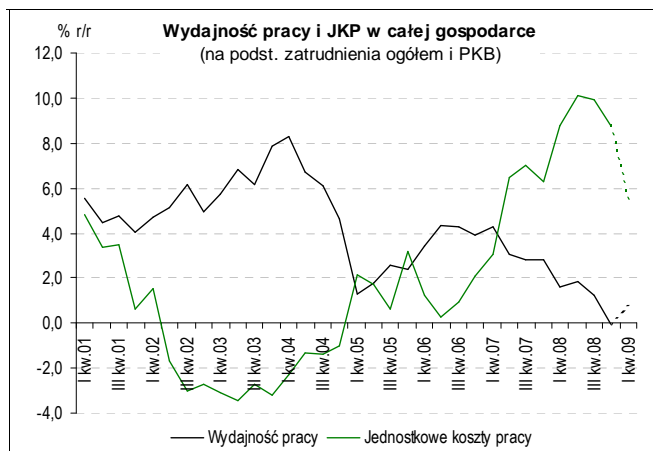
- W lutym pogłębiło się załamanie w handlu zagranicznym. Import spadł o 33% r/r, a eksport o 28,2% r/r, cofając się do poziomów sprzed trzech lat, mimo że ten ostatni był w pewnym stopniu wspierany przez zakupy samochodów osobowych. O ile poprawa salda towarów i usług może mieć pozytywny wpływ na dynamikę PKB w I kw. br., to jednak w sumie dane potwierdzają tendencje stagnacyjne i są negatywnym sygnałem dla perspektyw polskiej gospodarki.
- W lutym zanotowano rekordowo wysoki napływ środków z UE do Polski (w sumie 2,9 mld €). Choć większość tych środków zaksięgowano na rachunku kapitałowym, saldo transferów bieżących było wysokie (965 mln €) i wraz z niewielkim deficytem handlowym (-142 mln €) łożyło się na nadwyżkę na rachunku obrotów bieżących 525 mln €.

Źródło: GUS, obliczenia własne

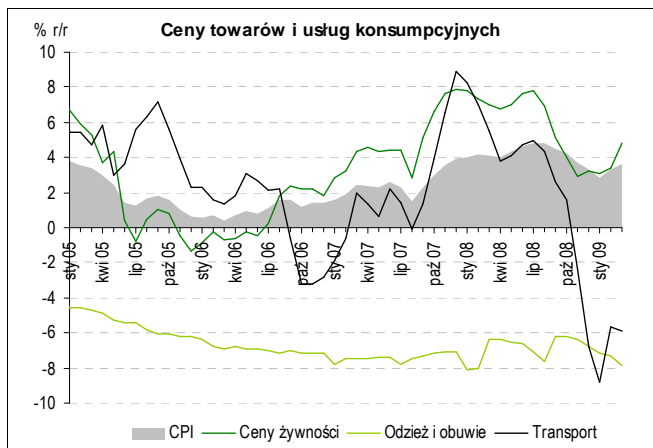
Gospodarka Polski

**Coraz szybszy spadek zatrudnienia**

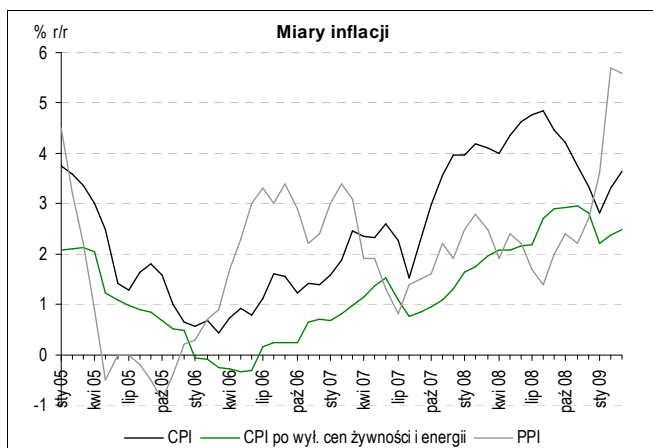
- Miesięczne dane z rynku pracy za marzec pokazały wyższy od oczekiwań wzrost płac (5,7% r/r), ale również głębszą redukcję zatrudnienia (-0,9% r/r) w sektorze przedsiębiorstw. Największy spadek zatrudnienia ma miejsce w przetwórstwie przemysłowym, szczególnie w przemyśle lekkim i samochodowym.
- Fundusz płac w sektorze firm kontynuuje trend spowolnienia obserwowany od kilku miesięcy. Jego wzrost w ujęciu realnym był w marcu na poziomie ok. 1%, najniższej od czterech lat.
- Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w marcu po raz piąty z rzędu, do 11,2%. Liczba bezrobotnych wyniosła 1,76 mln, co oznacza wzrost o 40 tys. w porównaniu z lutym i pierwszy od połowy 2003 wzrost w ujęciu rocznym. Wg Min. Pracy w kwietniu bezrobocie spadło do 11%. To znacznie mniejsza poprawa sezonowa niż w poprzednich latach i w kolejnych miesiącach powrócą wzrosty.

**Słabnie presja inflacyjna ze strony rynku pracy**

- Coraz szybszy spadek zatrudnienia oraz stopniowe hamowanie wzrostu wynagrodzeń powodują zmniejszenie napięć inflacyjnych wynikających z sytuacji na rynku pracy i presji kosztowej dla przedsiębiorców.
- Według naszych szacunków, opartych na dostępnych danych z sektora przedsiębiorstw oraz na prognozach PKB na I kwartał, na początku tego roku nastąpiło znaczące obniżenie tempa wzrostu jednostkowych kosztów pracy (do 6% r/r z ok. 10% w połowie 2008 r.). Odwróciła się również (mimo niskiej prognozy PKB) dotychczasowa tendencja słabnącej dynamiki wydajności pracy.
- Proces ten będzie zapewne kontynuowany w kolejnych kwartałach, pozytywnie wpływając na perspektywy inflacji w średnim terminie.

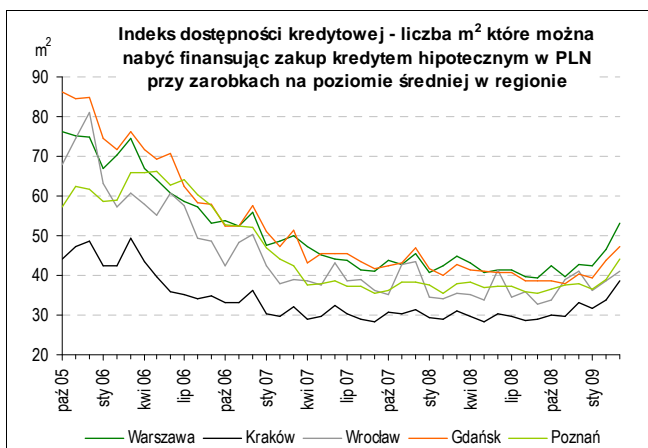
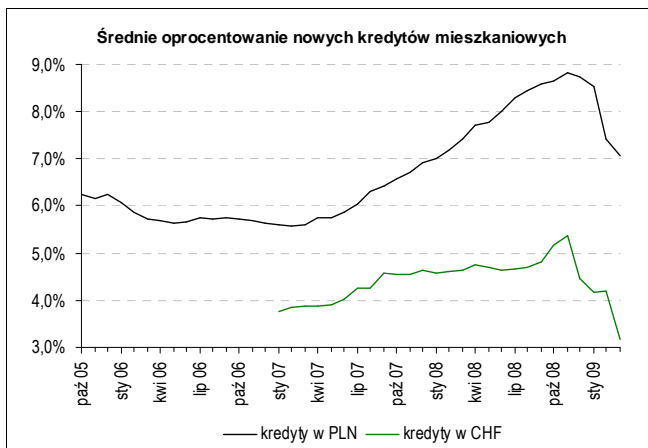
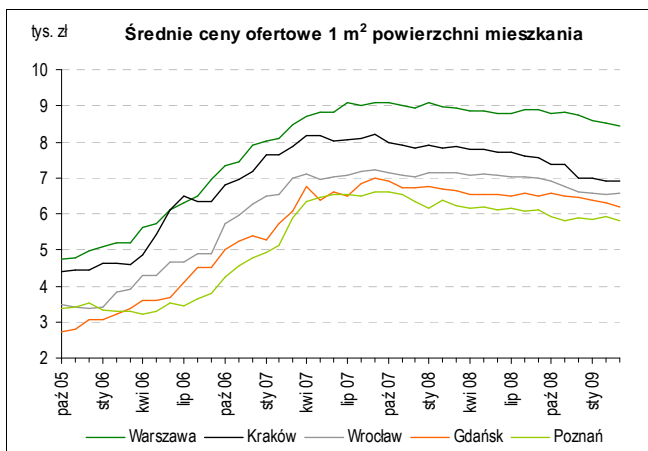
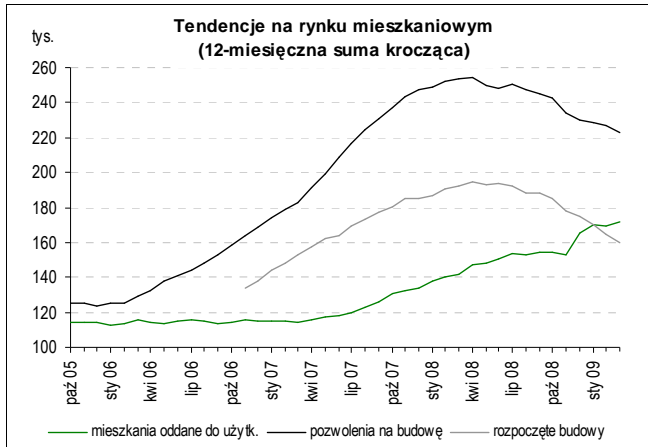
**Prześciowy wzrost inflacji za sprawą cen żywności**

- Inflacja w marcu wzrosła do 3,6% r/r z poziomu 3,3% w lutym, przekraczając najbardziej pesymistyczne prognozy.
- Najważniejszym czynnikiem odpowiedzialnym za przyspieszenie wzrostu CPI był znacznie większy od zakładanego wzrost cen żywności – w części efekt zmian regulacyjnych na rynkach UE (ceny cukru), a w części efekt osłabienia złotego (ceny owoców importowanych).
- Pozostałe kategorie dóbr i usług konsumpcyjnych zdrożały w nieco większej skali niż zakładaliśmy. W efekcie, inflacja CPI z wyłączeniem cen żywności i energii wzrosła w niewielkim stopniu, do 2,5% r/r z 2,4% w lutym. Pozostałe miary inflacji bazowej również zanotowały w marcu wzrosty.
- Inflacja PPI w marcu delikatnie spadła do 5,6% r/r po mocnym przyspieszeniu do 5,7% r/r w lutym. W marcu nadal rosły ceny surowców oraz związane z dostawą wody. W przetwórstwie przemysłowym ceny przestały rosnąć (0,0% m/m i 3,3% r/r) wraz ze stabilizacją kursu złotego. Można oczekiwać, że przy aprecjacji złotego w kolejnych miesiącach wzrost cen produkcji z początku roku może się przynajmniej częściowo odwrócić.
- Wysokie ceny żywności najprawdopodobniej miały negatywny wpływ na inflację CPI również w kwietniu. Przyczynił się do tego ponownie kurs złotego, który oprócz podwyższenia kosztów importu spowodował wzrost konkurencyjności polskiej żywności na rynkach zagranicznych i mocne ożywienie jej eksportu w ostatnich dwóch-trzech miesiącach, co wywołało presję na wzrost cen krajowych.
- Wg prognozy Ministerstwa Finansów w kwietniu inflacja ponownie wzrosła, do 3,9% r/r, w czym znaczny udział po raz kolejny miał duży wzrost cen żywności. Jednak w kolejnych miesiącach resort przewiduje wyraźny spadek inflacji w kierunku celu 2,5%, co pokrywa się z naszymi prognozami.



Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

Rynek nieruchomości



Wciąż dużo nowych mieszkań, ale inwestycje hamują

- W marcu oddano do użytku prawie 12 tys. nowych mieszkań, o ok. 22% więcej niż przed rokiem. To nadal zasługa rekordowej liczby inwestycji rozpoczętych w ciągu ostatnich dwóch lat. Równocześnie jednak liczba nowych pozwoleń na budowę i rozpoczynanych budów wyraźnie spada, co przełoży się na spadek podaży na rynku pierwotnym za sześć-osiem kwartałów.
- Agencje nieruchomości odnotowały mocny wzrost podaży mieszkań na rynku wtórnym. Wg danych szybko.pl w marcu zanotowano wzrost liczby ofert sprzedaży o 58% wobec grudnia i aż o 83% r/r. Niewykluczone, że sporą część tych ogłoszeń stanowią mieszkania właśnie oddane do użytku.
- Rośnie również podaż działek budowlanych na rynku wtórnym (wzrost liczby ogłoszeń o 10% r/r).

Ceny mieszkań stopniowo w dół

- Pod wpływem rosnącej podaży i ograniczonego popytu, ceny mieszkań kontynuowały w ostatnich miesiącach tendencje spadkowe. Niemniej jednak, w dalszym ciągu były to spadki umiarkowane – w większości dużych miast w granicach 6-8% w skali rocznej (jedynie w Krakowie spadek dwucyfrowy, ponad 12% r/r). W niektórych mniejszych miastach zanotowano nieznaczny wzrost cen w porównaniu z lutym.
- Pojawiają się sygnały o pewnym ożywieniu zainteresowania na rynku nieruchomości ze strony kupujących, chociaż ogólnie popyt pozostaje ograniczony ze względu na trudniejszy dostęp do finansowania i pogarszającą się sytuację na rynku pracy.
- Nadal spodziewamy się kontynuacji stopniowych obniżek cen w najbliższych miesiącach i odreagowania za kilka kwartałów, gdy ożywienie w gospodarce nałoży się na ograniczenie podaży.

Spadają koszty odsetek, ale rosną wymagania banków

- W marcu wyraźnie spadło oprocentowanie kredytów mieszkaniowych, szczególnie we frankach szwajcarskich (mimo utrzymania przez banki wysokich marż).
- Nie oznacza to jednak większej dostępności kredytów, ponieważ banki dalej zaostrzają politykę kredytową. Wg raportu NBP w I kw. br. ok. połowa banków zaostrzyła kryteria udzielania kredytów mieszkaniowych, m.in. zwiększając marże, podnosząc wymagany wkład własny i zaostrzając warunki w zakresie zabezpieczeń. Sporo banków zwiększyło pozaodsetkowe koszty kredytu.
- Z końcem I kw. wzrósł limit ceny m² uprawniający do państwowej dopłaty do kredytów. Z drugiej strony, wzrost marż w bankach i spadek wartości dopłat (uzależnionych od malejącej stopy referencyjnej) spowodował spadek atrakcyjności tych kredytów w porównaniu ze standardową ofertą banków.

Coraz lepsza relacja cen do dochodów

- Dla tych, którzy mimo ostrzejszej polityki kredytowej banków są w stanie uzyskać kredyt mieszkaniowy, warunki do zakupu nieruchomości stają się coraz atrakcyjniejsze.
- Za sprawą spadku cen nieruchomości oraz obniżenia oprocentowania kredytów, przy wciąż rosnących (choć wolniej) dochodach gospodarstw domowych, w ostatnich miesiącach nastąpił wyraźny wzrost indeksu dostępności mieszkań przy zakupie finansowanym kredytem złotowym – w większości miast do najwyższego poziomu od ok. dwóch lat (w Krakowie od prawie trzech).
- Biorąc pod uwagę wyłącznie koszty spłaty kredytu, osoba o zarobkach na poziomie średniej w regionie może sobie obecnie pozwolić na zakup mieszkania o 10-20% (zależnie od miasta) większego niż przed rokiem i 22-35% większego niż pół roku temu.

Pod lupą: Bank centralny

Fragmety kwietniowego komunikatu RPP (zmiany w porównaniu z marcowym zaznaczone inną czcionką)

Dane, które napłynęły w ostatnim okresie potwierdzają utrzymywanie się niskiej aktywności gospodarczej w Polsce, że tempo wzrostu gospodarczego w Polsce ulega istotnemu osłabieniu. Spadek produkcji przemysłowej, eksportu oraz sprzedaży detalicznej w pierwszych miesiącach 2009 r. wskazuje na nieznacznie niższy niż wcześniej przewidywano wzrost PKB w I kw. br. Jednocześnie dane o sytuacji gospodarczej za granicą potwierdzają pogłębienie się recesji u głównych partnerów handlowych Polski. Znaczące spowolnienie wzrostu gospodarczego spowodowane recesją u głównych partnerów handlowych Polski obejmuje kolejne sektory gospodarki. Podobnie jak za granicą, w kierunku spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego w Polsce oddziałuje spadek popytu związany z pogorszeniem się nastrojów podmiotów gospodarczych oraz ich sytuacji finansowej, do czego przyczynia się utrudniony dostęp do kredytu wynikający ze zwiększonej awersji do ryzyka w sektorze finansowym i znacznego zaostrzenia warunków kredytowych przez banki, a także pogarszanie się nastrojów podmiotów gospodarczych.

W ostatnim okresie utrzymała się zwiększona zmienność kursów walut krajów Europy Środkowo-Wschodniej, jak również gospodarek rozwiniętych. Zjawisko to dotyczyło także kursu złotego.

W ocenie Rady w najbliższych miesiącach inflacja prawdopodobnie utrzyma się przejściowo na podwyższonym poziomie głównie ze względu na relatywnie wysoką dynamikę cen żywności oraz dotychczasowy wzrost cen regulowanych, w tym przede wszystkim cen nośników energii.

W średnim okresie recesja w gospodarce światowej przyczyniająca się do spowolnienia krajowego wzrostu gospodarczego będzie ograniczać presję inflacyjną w Polsce. W kierunku ograniczenia popytu, a przez to presji inflacyjnej będzie również oddziaływać pogorszenie stopniowe pogarszanie się sytuacji na rynku pracy oraz sytuacji finansowej przedsiębiorstw, a także zaostrzenie warunków kredytowania przez banki. W kierunku wzrostu cen będzie natomiast oddziaływać obserwowana wcześniej znaczna deprecjacja złotego. Osłabienie kursu złotego zwiększyło także złotą wartość walutowych zobowiązań podmiotów gospodarczych (zarówno gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw), co może przyczynić się do obniżenia popytu krajowego.

Czynnikami sprzyjającym łagodzeniu polityki pieniężnej może być zachowanie dyscypliny sektora finansów publicznych.

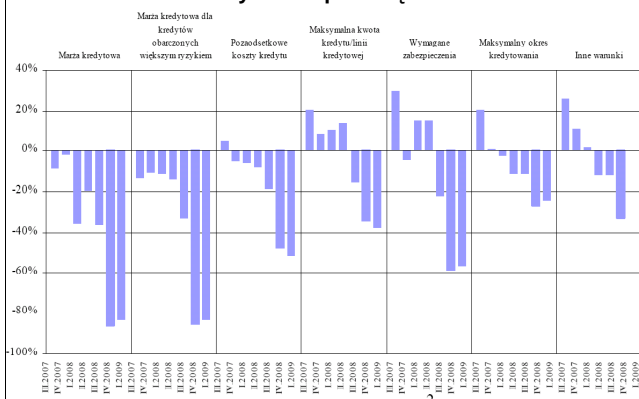
Na razie stopy bez zmian, ale nastawienie nadal łagodne

W kwietniu po raz pierwszy od października ub.r. RPP nie zmieniała stóp procentowych, referencyjna pozostała na poziomie 3,75%. Czynniki, które dały RPP możliwość wstrzymania się w kwietniu z decyzją o kolejnej obniżce stóp był podwyższona bieżąca inflacja (3,6% r/r, czyli powyżej pasma dopuszczalnych odchyleń od celu oraz niewiele poniżej bieżącego poziomu stopy referencyjnej, co implikowałoby ujemną realną stopę przy kolejnej obniżce o 25 pb) oraz fakt, że niektóre dane o aktywności gospodarczej w kraju i za granicą zaskoczyły pozytywnie. Istotny był też kurs złotego (nadal duża zmienność) oraz polityka fiskalna (wykreślenie zdania o dyscyplinie finansów publicznych jako czynnika sprzyjającym obniżkom).

Niemniej, jak można się było spodziewać, Rada utrzymała łagodne nastawienie w polityce pieniężnej i ogólny wydzwięk komunikatu pozostał gołębi, potwierdzając, że kwietniową decyzję należy interpretować jako przerwę w cyklu, a nie koniec obniżek. Rada zwróciła uwagę, że ostatnie dane potwierdziły pogłębienie recesji za granicą, niską aktywność gospodarczą w Polsce i ryzyko nieznacznie niższego niż przewidywano wzrostu PKB w I kw., spadek popytu związany z pogorszeniem nastrojów oraz dalszy spadek zatrudnienia. Czynniki te oznaczają ograniczenie presji inflacyjnej w średnim terminie. Obecny wzrost inflacji ponownie określony został przez RPP jako przejściowy. To sugeruje gotowość RPP do kontynuacji łagodzenia polityki pieniężnej w dalszej części roku.

W maju prawdopodobnie stopy ponownie pozostaną bez zmian (choć będzie to zależeć od nowych danych), ale uważamy, że czerwcowa projekcja NBP przekona Radę, że średnioterminowe perspektywy inflacji i PKB uzasadniają dalsze łagodzenie polityki pieniężnej. Nadal oczekujemy, że stopa referencyjna zostanie obniżona do 3%.

Warunki udzielania kredytów dla przedsiębiorstw



Uwaga: skala osi wartości dotyczy tzw. procentu netto – szczegóły w raporcie NBP

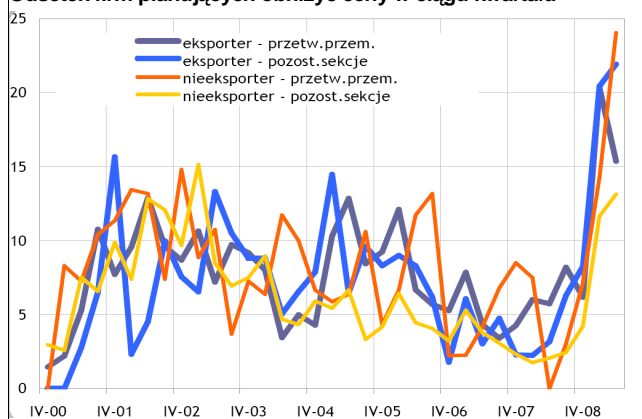
Dalsze zaostrzenie polityki kredytowej banków

Raport NBP pokazał, że w I kw. drugi raz z kolei doszło do silnego ograniczenia podaży we wszystkich segmentach rynku kredytowego. Zaostrzono kryteria udzielania wszystkich rodzajów kredytu (w tym podniesiono marże kredytowe). Takie zmiany na rynku kredytowym osłabiają efekt obniżek stóp NBP.

Według deklaracji banków zmiany w polityce kredytowej wynikały z bardzo wysokiej niepewności co do przyszłego stanu koniunktury (utrudniona wycena ryzyka kredytowego) oraz nasilających się ograniczeń kapitałowych. Na spadek podaży kredytu wpływa też, w ocenie banków, pogorszenie jakości bieżącego portfela kredytowego.

Badania NBP pokazały, że do spadku akcji kredytowej przyczyniło się również osłabienie popytu na kredyt, zarówno ze strony przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych.

Odsetek firm planujących obniżyć ceny w ciągu kwartału

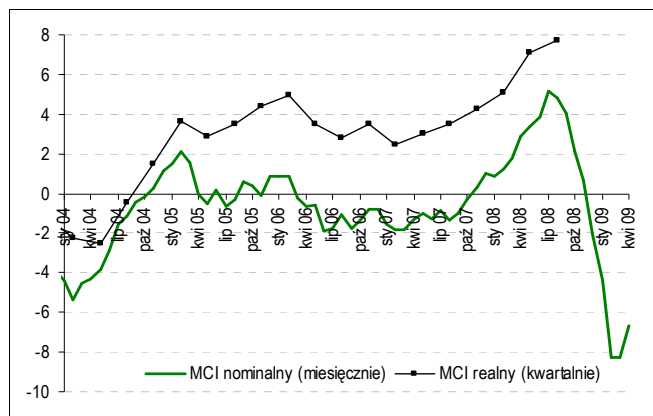


Badania NBP wskazują dalsze pogorszenie koniunktury

Według badań NBP w II kw. oczekiwane jest dalsze pogorszenie koniunktury, ale na mniejszą skalę niż w I kw. Głównym problemem firm jest niski popyt (taką barierę odczuwa 30% firm, najwięcej w historii badania). Plany na II kw. zakładają dalszy spadek produkcji, mimo niewielkich symptomów poprawy w obszarze zamówień (również w eksporcie). Wśród firm, które odczuły pogorszenie sytuacji, połowa oczekuje, że jeszcze w 2009 r. można spodziewać się poprawy koniunktury.

Dla oceny perspektyw inflacji istotne jest, że badania NBP pokazały spadek odsetka firm zamierzających podnieść ceny i wzrost odsetka firm gotowych ceny obniżyć, także dla produktów oferowanych wyłącznie w kraju. Wspiera to opinie tych członków RPP, którzy oczekują, że słaby popyt doprowadzi do spadku inflacji w dalszej części tego roku.

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



Wzrost MCI w kwietniu

- Kwiecień przyniósł wzrost nominalnego wskaźnika MCI po jego stabilizacji w marcu. Wzrost tej miary restrykcyjności polityki pieniężnej spowodowany został przez umocnienie kursu złotego (zmniejszenie odchylenia w stronę deprecjacji od trendu), co tylko częściowo zniesione zostało przez efekt spadku rynkowych stóp procentowych (zwiększenie odchylenia w stronę niższych stóp wobec długoterminowego trendu). Na początku maja zmiany EURPLN i WIBOR działały w kierunku dalszego wzrostu MCI.
- Analizując zmiany MCI należy oczywiście pamiętać o niejednoznacznym wpływie zmian kursu przy tak gwałtownej deprecjacji złotego jaka nastąpiła na przełomie roku oraz brać pod uwagę zmiany polityki kredytowej banków modyfikującej efektywny wpływ zmian WIBOR.

4,00%



Filar 1,62 (1,61)

Wasilewska-Trenkner 1,58 (1,48)

Noga 1,50 (1,52)

Wojtyna 1,46 (0,91)

Sławiński 1,15 (0,91)

3,00%

Czekaj 1,00 (0,86)

Skrzypiek 0,85 (N/A)

Owsiak 0,88 (0,91)

Nieckarz 0,88 (0,83)

2,50%



Pietrewicz 0,81 (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.

Nie wszyscy „jastrzębie” przeciwko obniżce stóp o 25 pb w lutym

W ciągu ostatniego miesiąca nasza wiedza o głosowaniach członków RPP wzbogaciła się o wyniki głosowania nad lutową obniżką o 25 pb (wyniki bezskutecznego głosowania wówczas nad obniżką o 50 pb poznamy dopiero w czerwcowym Raplocie o inflacji). Co ciekawe, po raz kolejny jedna osoba z grona wyraźnych „jastrzębi” opowiedziała się za obniżką stóp. W styczniu był to Marian Noga, a w lutym Halina Wasilewska-Trenkner. Pokazuje to, że nawet członkowie jastrzębiej frakcji w Radzie dostrzegają potrzebę obniżek stóp, choć ich zdaniem redukcje powinny mieć mniejszą częstotliwość oraz mniejszą łączną skalę.

Jastrzębie widzą pole do dalszych obniżek, ale po maju

Najnowsze wypowiedzi przedstawicieli „jastrzębiego” skrzydła w RPP wskazują, że nadal widzą oni możliwość dalszego łagodzenia polityki pieniężnej, choć jednocześnie zdecydowanie opowiadają się za przerwą w obniżkach stóp do czerwca. W opinii najbardziej radykalnego jastrzębia, Dariusza Filara, „oczywiście jeszcze za wcześnie, by przesądzać, czy rzeczywiście gospodarka zaczyna się stabilizować na pewnym poziomie, bo to by wówczas uzasadniało ustabilizowanie stopy procentowej”. Niemniej, wg niego, jeden z powodów, aby zaczekać do czerwca z ewentualną kolejną obniżką to nowa projekcja inflacji i PKB. Drugą przesłanką dla przerwy jest wg Filara szacowany przez MinFin wzrost inflacji w kwietniu do 3,9% r/r. Filar chciałby się przekonać, czy ten wzrost okaże się przejściowy, a więc otrzymać dane o CPI za maj publikowane w połowie czerwca. Możliwość dalszych obniżek nie wykluczyła też Halina Wasilewska-Trenkner, ale jej zdaniem miejsca zostało już niewiele. Zdaniem Mariana Nogi, Rada jest ciągle w fazie obniżek, ale nie wykluczył pauzy również w maju, bo „może się tak zdarzyć, że mimo pozostawienia stóp na niezmiennym poziomie w kwietniu, będziemy mieć ujemną realną stopę procentową”. Andrzej Wojtyna, zwrócił uwagę na zmianę kalendarza wejścia do ERM2 i strefy euro z implikacjami tego dla kursu złotego, co sugeruje spadek jego skłonności dla obniżek. Umiarkowany „jastrząb”, Andrzej Sławiński, stwierdził „nie bardzo widzę czynniki, które miałyby powodować wzrost inflacji poza tym przejściowym okresem, który teraz przeżywamy” i wyraził przekonanie, że RPP jest nadal w fazie łagodzenia polityki pieniężnej. Chciałby jednak uniknąć wystąpienia ujemnych realnych stóp, co wskazuje, że z obniżką będzie chciał zacząć do czerwca.

Skrajny „gołąb” widzi potrzebę obniżek już teraz, bez czekania na projekcję

Miroslaw Pietrewicz powiedział PAP 4 maja, że „dopiero po projekcji inflacji i rzeczywistej będzie można z większym prawdopodobieństwem powiedzieć, jakie powinny być nasze działania w następnych miesiącach”. Niemniej, powiedział, że już teraz widzi potrzebę kolejnej obniżki stóp, a dalsze łagodzenie polityki pieniężnej powinno odbywać się w krokach po 25 pb. W wypowiedzi 11 maja dla Reuters stwierdził, że „nie powinniśmy odwlekać działań, które są potrzebne gospodarce, żeby czas kryzysu był jak najkrótszy”.

Umiarkowany Czekaj nie wyklucza całkowicie obniżki w maju

Kluczowy dla rozkładu sił w RPP, Jan Czekaj, powiedział, że czerwiec będzie dobrym momentem na lepszą ocenę sytuacji, „ale to wcale nie znaczy, że będziemy z decyzjami czekać do czerwca”. Według nas w maju prawdopodobny jest jednak ponownie brak obniżki biorąc pod uwagę przewidywaną wysoką inflację. Niepewna pozostaje też sytuacja na rynku walutowym, a dane makroekonomiczne za kwiecień nie będą zapewne aż tak złe, jak te ze stycznia i lutego, aby przekonać Radę do wznowienia obniżek przed danymi o PKB za I kw. (naszym zdaniem będą one gorsze niż oczekuje Rada, ale pojawią się dopiero po jej majowym posiedzeniu) oraz czerwcową projekcją inflacji i PKB.

Pod lupą: Rząd i polityka

Deficyt i dług *general government* w 2008 jako % PKB

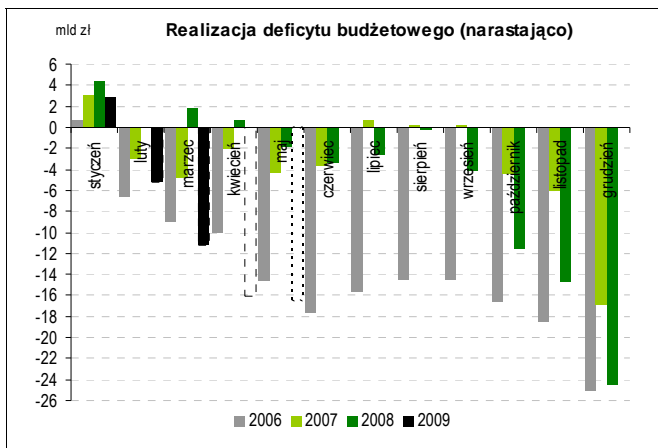
Kraj	Deficyt	Dług	Kraj	Deficyt	Dług
Irlandia	-7,1	43,2	Estonia	-3,0	4,8
Wlk. Brytania	-5,5	52,0	Włochy	-2,7	105,8
Rumunia	-5,4	13,6	Portugalia	-2,6	66,4
Grecja	-5,0	97,6	EU-27	-2,3	61,5
Łotwa	-4,7	64,1	Słowacja	-2,2	27,6
Malta	-4,0	19,5	Strefa euro	-1,9	69,6
Polska	-3,9	47,1	Czechy	-1,5	29,8
Hiszpania	-3,8	39,5	Belgia	-1,2	89,6
Francja	-3,4	68,0	Słowenia	-0,9	22,8
Węgry	-3,4	73,0	Austria	-0,4	62,5
Litwa	-3,2	15,6	Niemcy	-0,1	65,9

* pozostałe 7 krajów UE miało nadwyżki sektora *general government* w 2008 r.

Prognozy Komisji Europejskiej dla Polski na lata 2009-2010

Kategoria	2008	2009	2010
Wzrost PKB	4,9	-1,4	0,8
Konsumpcja prywatna	5,4	0,6	0,2
Nakłady brutto na środki trwałe	8,1	-6,2	-0,8
Wkład eksportu netto do wzrostu PKB	-0,7	0,3	0,7
Inflacja HICP	4,2	2,6	1,9
Stopa bezrobocia*	7,1	9,9	12,1
Saldo obrotów bieżących	-5,3	-4,7	-3,7
Deficyt <i>general government</i>	-3,9	-6,6	-7,3
Deficyt strukturalny <i>general government</i>	-5,3	-6,0	-5,6
Dług <i>general government</i>	47,1	53,6	59,7

* średniorocznie wg definicji Eurostatu (zgodnej z metodologią BAEL)



Fragmenty dokumentu „Uwarunkowania realizacji kolejnych etapów Mapy Drogowej Przyjęcia Euro przez Polskę”

Aby wyznaczenie kursu centralnego mogło skutecznie ograniczać wahania złotego, powinny być jednak spełnione pewne warunki. Po pierwsze, poziom ustalonego parytetu powinien być spójny z sytuacją makroekonomiczną kraju.

Po drugie, z góry zadeklarowany okres uczestnictwa w ERM II powinien być możliwie krótki, co - poprzez przybliżenie momentu przyjęcia wspólnej waluty - będzie zwiększać wiarygodność bieżącego poziomu parytetu jako punktu odniesienia dla ostatecznego kursu zamiany złotego na euro.

Po trzecie, Polska powinna w momencie oceny gotowości do przyjęcia wspólnej waluty spełnić wszystkie formalne warunki członkostwa w strefie euro, gdyż tylko wtedy będzie możliwe przyjęcie wspólnej waluty w wyznaczonym terminie.

Po czwarte, konieczne jest osiągnięcie porozumienia politycznego odnośnie do przeprowadzenia niezbędnych formalnych dostosowań warunkujących przyjęcie wspólnej waluty. Charakter tego porozumienia nie powinien budzić wątpliwości co do trwałości podjętych zobowiązań.

Wyższy od oczekiwań deficyt fiskalny 2008

■ O ile jeszcze w grudniu 2008 r. rząd zakładał w Programie Konwergencji, że deficyt *general government* w 2008 r. wyniesie 2,7%, to w rzeczywistości wyniósł on 3,9% (siódmy najwyższy wynik w UE). Dług też był wyższy od zakładanego. Wraz z prognozami KE wzrostu deficytu w 2009 r. stanowi to podstawę do nałożenia na Polskę procedury nadmiernego deficytu (wkrótce ma to zostać oficjalnie ogłoszone), choć nie należy oczekiwać sankcji przy słabych wynikach wielu krajów.

■ Na rozbieżność szacunku MinFin z grudnia i oficjalnych danych wpłynęły m.in. większe od szacowanych ubytki z tytułu obniżenia składki rentowej, ulgi na dzieci, wzrost zobowiązań MON, wyższy niż zakładano zwrot VAT, gorszy od zakładanego wynik samorządów (deficyt zamiast nadwyżki) oraz większy od zakładanego deficyt FUS.

Wiosenny pesymizm Komisji Europejskiej

■ Wiosenne prognozy gospodarcze KE przyniosły obniżenie prognoz dynamiki PKB dla Polski do -1,4% z 2,0% w styczniu. Skala pogorszenia prognoz dla Polski była przy tym najmniejsza w regionie. Na ten rok KE prognozuje wyższą dynamikę PKB tylko dla Malty, Grecji i Cypru. Na 2010 rok prognoza dla Polski (0,8%) jest najwyższa w całej UE, a w IV kw. 2010 tempo wzrostu PKB w Polsce miałyby wynieść ponad 3% r/r.

■ Według nas prognoza KE jest zbyt pesymistyczna, a wiąże się to ze zbyt niskim założeniem co do konsumpcji prywatnej i wkładu eksportu netto przy silnym załamaniu popytu krajowego.

■ Prognozy KE parametrów fiskalnych, oprócz pesymistycznych prognoz PKB, obciążone są założeniem o braku reakcji krajowej polityki fiskalnej. MinFin prognozuje deficyt *general government* w tym roku na maksymalnie 4,6% PKB (wg nas sięgnie ponad 5%).

Co z tegorocznym budżetem centralnym?

■ Wskazówką nt. bieżącej kondycji gospodarki i jej wpływu kryzysu na sytuację finansów publicznych jest realizacja budżetu centralnego. Po marcu jego deficyt wyniósł 11,2 mld zł, czyli 61,7% całorocznego planu podczas gdy MinFin zakładał w harmonogramie deficyt po marcu na poziomie 12,3 mld zł.

■ Bardzo słabo wypadły w marcu dochody z VAT, ale mogło to wynikać ze zmiany terminu zwrotu tego podatku (z budżetu przejściowo wypłynęło więcej pieniędzy). Dlatego z dokładną oceną wpływu pogorszenia koniunktury na sytuację budżetu centralnego trzeba jeszcze poczekać. MinFin czeka też do czerwca na wynik ostatecznego rozliczenia PIT. Bez tej informacji deficyt po kwietniu szacowany jest na nie więcej niż 16 mld zł.

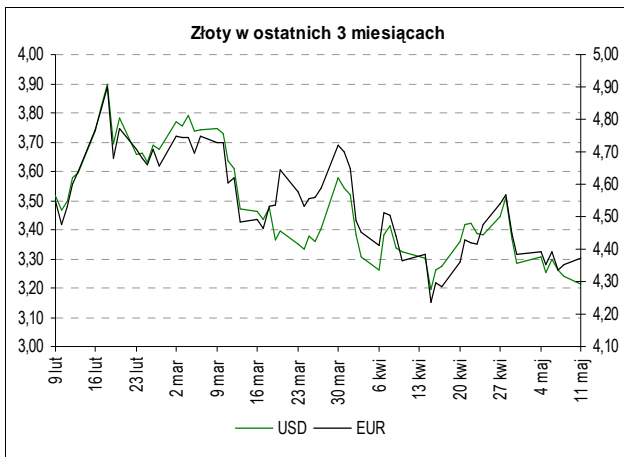
■ Zmiany w budżecie centralnym na ten rok mają wg premiera i ministra finansów nastąpić w lipcu.

Aktualizacja mapy drogowej - ERM2 raczej nie w tym roku

■ Pod koniec kwietnia MinFin opublikował dokument w sprawie przyjęcia euro pt. „Uwarunkowania realizacji kolejnych etapów Mapy Drogowej Przyjęcia Euro przez Polskę”. Dokument wskazuje, że wejście do ERM2 w I połowie br. jest mało prawdopodobne, a wynika to z utrzymującej się podwyższonej zmienności na rynku walutowym, co utrudnia ustalenie odpowiedniego kursu równowagi tak, aby pełnił on rolę nominalnej kotwicy stabilizującej kurs rynkowy.

■ W świetle dokumentu nie można jednak wykluczyć, że wejście do ERM2 nastąpi w II półroczu. Naszym zdaniem wejście do ERM2 w tym roku jako element wiarygodnej ścieżki przyjęcia euro w 2012 r. będzie niemożliwe ze względu na brak możliwości redukcji deficytu fiskalnego poniżej 3% w 2010 r. W tym roku trudno będzie też o zmianę poparcia politycznego.

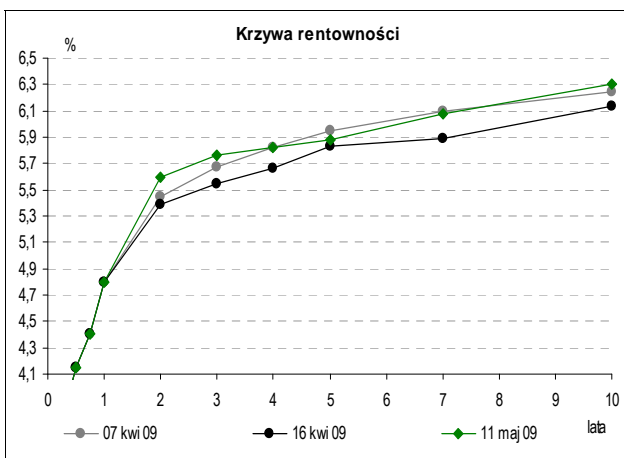
Monitor rynku



Złoty mocniejszy dzięki globalnym nastrojom i FCL

▪ Kurs EURPLN zbliżył się do 4,20 w połowie kwietnia po wniosku Polski o przyznanie linii kredytowej FCL z MFV (20,5 mld \$). Umocnieniu złotego sprzyjały pozytywne nastroje na świecie i wzrosty na rynkach akcji. W drugiej połowie kwietnia doszło do korekty złotego do 4,60 do czego przyczyniła się obawa o sytuację fiskalną (wyższy od oczekiwań deficyt fiskalny). W maju doszło do stabilizacji złotego w przedziale 4,30-4,40.

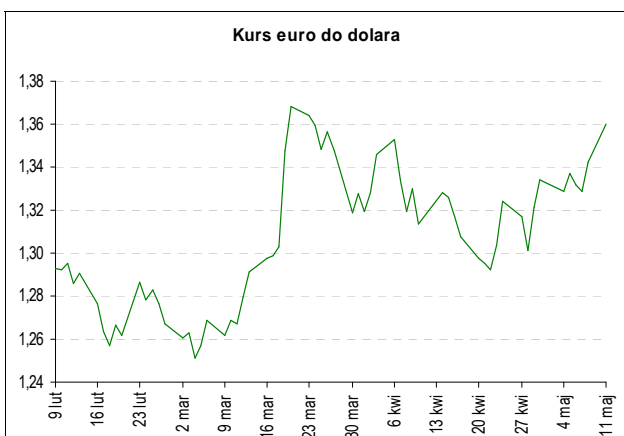
▪ Naszym zdaniem zmienność złotego może w najbliższych tygodniach pozostać nieco niższa, a kurs EURPLN będzie oscylował w przedziale 4,20-4,52. W krótkim okresie złoty może znaleźć się pod presją za sprawą pogorszenia nastrojów na świecie, korekty na rynkach akcji i nadchodzącej nowelizacji budżetu. Jednak w dalszym terminie złoty powinien się stopniowo umacniać (do ok. 4,00) dzięki stopniowej poprawie wskaźników gospodarczych i apetytu na ryzyko. Ważnym oporem będzie 4,20.



Rentowności obligacji nieco w górę

▪ Od połowy kwietnia rynkowe stopy procentowe zaczęły piąć się w górę. Sprzyjały temu lepsze od publikowanych dane (wyższy CPI, produkcja, płace). Ponadto negatywnie na rynek długu działały informacje o pogarszającej się sytuacji fiskalnej, a do tego RPP nie obniżyła stóp procentowych. Do wzrostu stóp przyczyniły się też wypowiedzi członków RPP. Oczekiwania obniżek stóp w późniejszym terminie wpłynęły przede wszystkim na krótki koniec krzywej IRS oraz długu, co doprowadziło do wypłaszczenia krzywej.

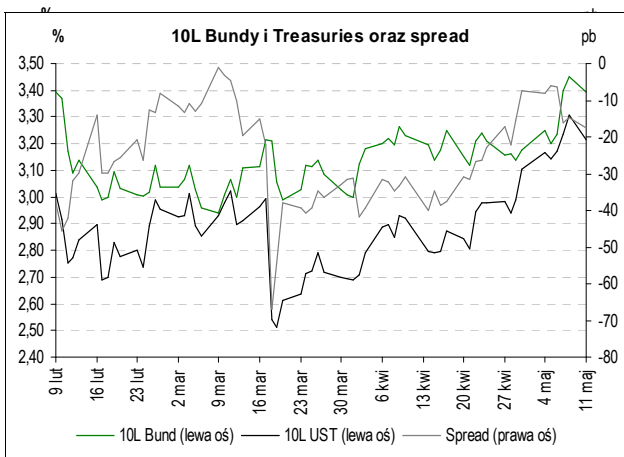
▪ W najbliższym czasie trend wzrostowy stóp rynkowych może być jeszcze kontynuowany. RPP prawdopodobnie nie obniży stóp także w maju z uwagi na wysoką inflację. Długiemu końcowi nie pomogą także wysokie rentowności Bundów. Dostatecznie stabilny złoty nie da impulsu do spadku stóp. Do stopniowego umocnienia powinno jednak dojść wraz ze zbliżaniem się do czerwcowego posiedzenia RPP i być może po publikacji danych o PKB za I kw.



Apetyt na ryzyko wspiera euro

▪ Kurs EURUSD dosyć wyraźnie spadł w połowie poprzedniego miesiąca m.in. za sprawą komentarzy z EBC o niestandardowych metodach łagodzenia polityki pieniężnej i polityce mocnego dolara przy spadku apetytu na ryzyko. Późniejsze publikacje lepszych od prognoz danych zarówno w strefie euro i USA oraz optymistyczne wyniki spółek za I kw. spowodowały stopniowe odreagowanie euro. Kurs EURUSD wzrósł na początku maja wsparty przez dobre dane z rynku pracy w USA. Euro nie zaszkodziła obniżka stóp przez EBC o 25 pb oraz zapowiedź zakupu obligacji zabezpieczonych aktywami.

▪ Po silnym wzroście kursu EURUSD w najbliższym czasie może dojść do korekty spadkowej przy możliwym pogorszeniu apetytu na ryzyko i realizacji części zysków na rynkach akcji. W kolejnych miesiącach kurs EURUSD powinien być dosyć stabilny z tendencją spadkową w kierunku 1,30.

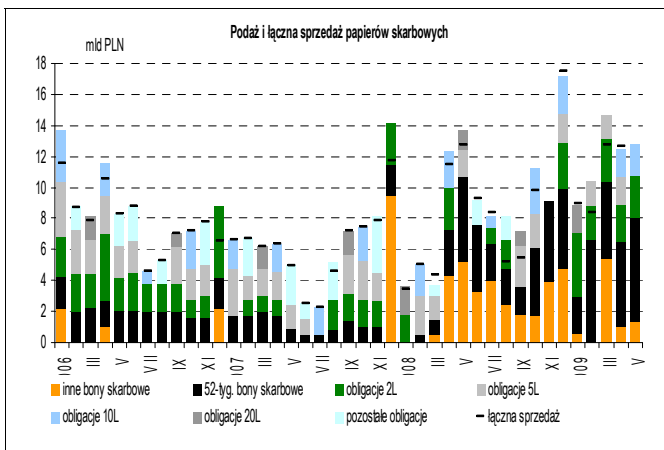
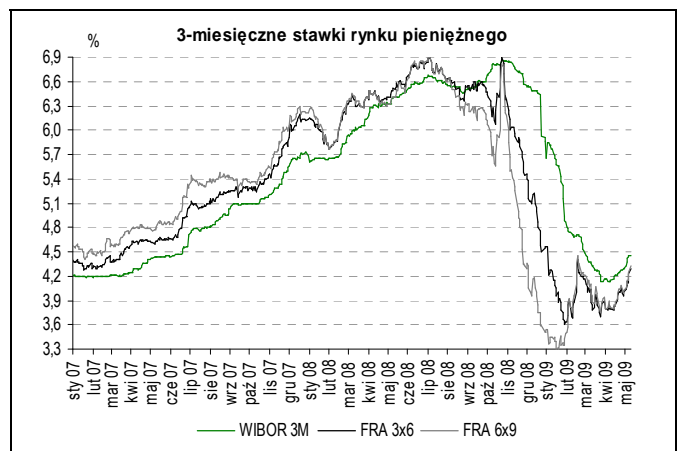
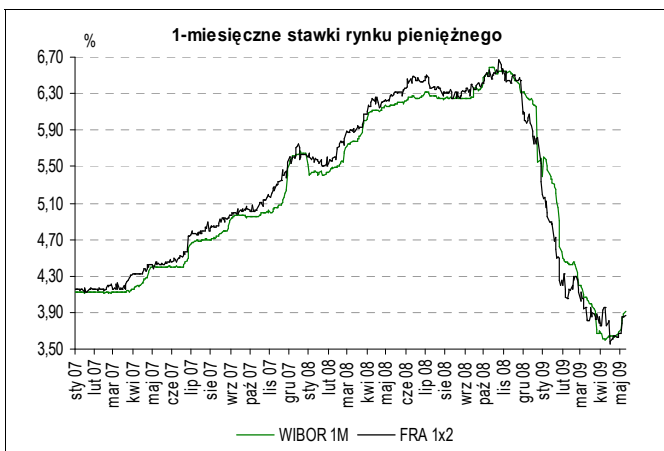
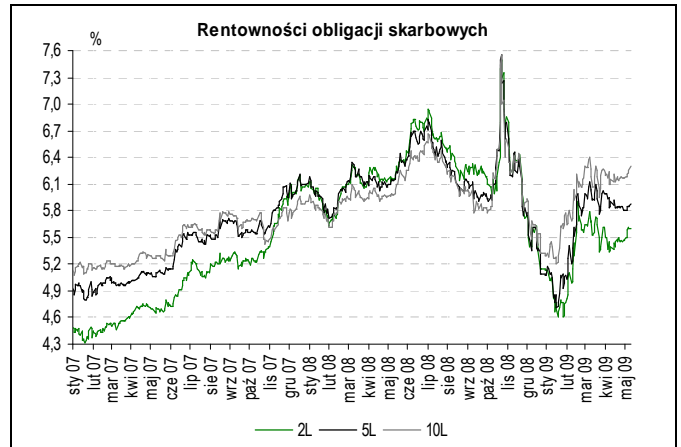
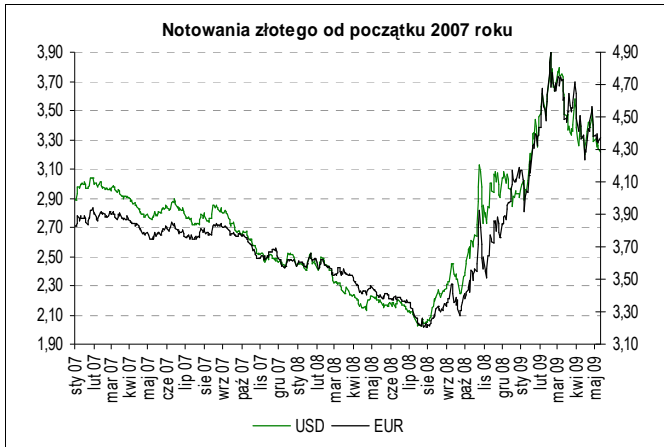


Obawy o podaż i nadzieje na ożywienie osłabiają bazy dług

▪ Na bazowych rynkach długu doszło do zdecydowanego wzrostu rentowności za sprawą spadku apetytu na bezpieczne aktywa przy kilkutygodniowym trendzie wzrostowym na rynku akcji po lepszych od prognoz danych makro. Negatywnym czynnikiem dla amerykańskiego długu były duże emisje obligacji skarbowych. W strefie euro dług mógł słabnąć także w związku z oczekiwanym zakupem obligacji przez EBC, mimo obniżki stóp przez bank. W ciągu miesiąca rentowności 10-letnich Treasuries wzrosły o 32 pb (do 3,22%) a 10-letnich Bundów wzrosły o 18 pb do 3,39%.

▪ Stopy procentowe w strefie euro mogą się jeszcze obniżyć, choć raczej nie w czerwcu. Jednak kluczowy dla rynków długu będzie poziom apetytu na ryzyko. Osłabienie obligacji i efekt wyższej podaży długu mógłby być zniwelowany przez znaczące pogorszenie globalnych nastrojów i nadziei na ożywienie gospodarcze oraz zakupu obligacji przez banki centralne.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	(OFERTA)*/SPRZEDAŻ			
	52-tyg.	28-tyg.	26-tyg.	25-tyg.
6.04.2009	800-1000/1077	-	-	-
9.04.2009	1000-1500/1961	800-1000/500	-	-
20.04.2009	1000-1500/1492	-	-	-
27.04.2009	1000-1500/1215	-	-	-
4.05.2009	<2700/1328	-	-	<2700/1294
11.05.2009	600-800/758	-	-	-
18.05.2009	600-800	-	-	-
25.05.2009	2000-2500	-	-	-
1.06.2009	-	-	-	-
8.06.2009	-	-	-	-
15.06.2009	-	-	-	-
22.06.2009	-	-	-	-
29.06.2009	-	-	-	-

* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

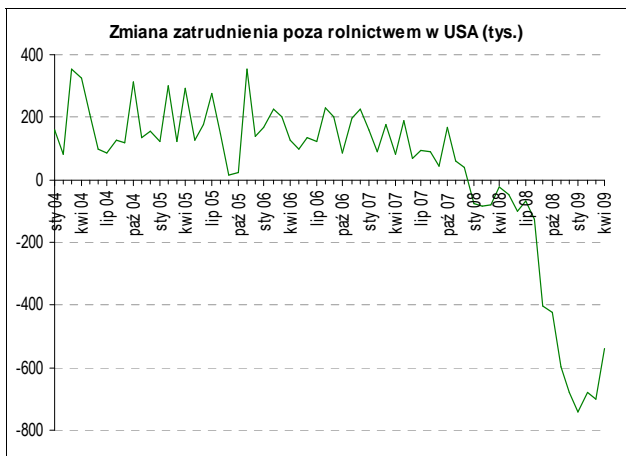
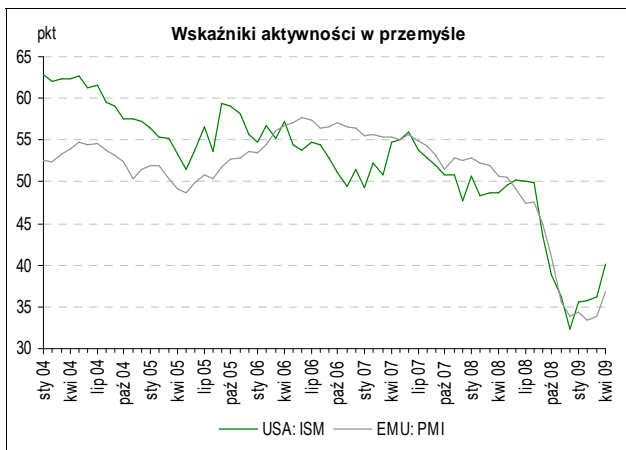
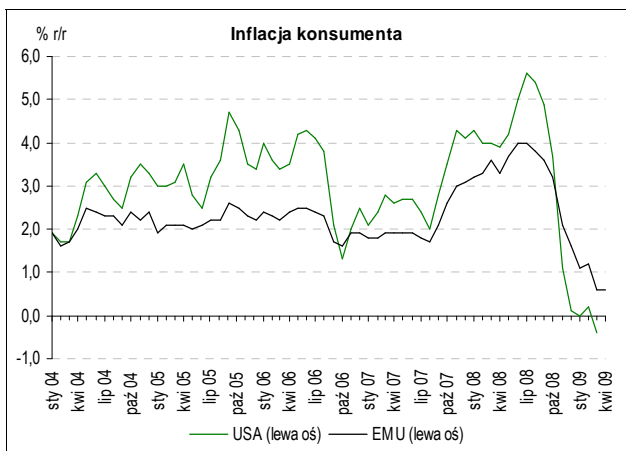
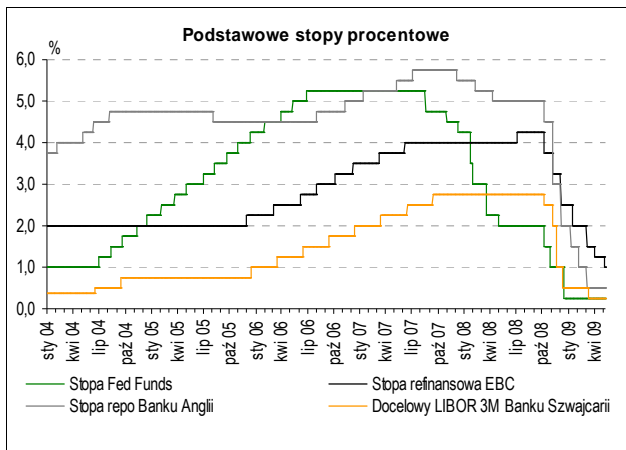
Przetargi obligacji skarbowych w 2008/2009 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg				Przetarg zamiany		
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	sprzedaż
lipiec	2.07	OK0710	1 000	1 000	9.07	DS1017	700	705	23.07	PS0413	1558
sierpień	6.08	OK0710	1 800	1 830	13.08	WZ0118 IZ0823	1 000 500	1 000	22.08	DS1017	1244
wrzesień	3.09*	PS0413	2 640	2 640	10.09	WS0429	1 000	1 000	17.09	DS1017/WS0429	3113/590
październik	1.10*	PS0414	2 160	2 160	8.10*	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	3.12	PS0414/DS1019	1212 / 1350
styczeń	7.01*	OK0711	4200	4296	14.01	WS0429	1500	1500	21.01	PS0414/DS1019	2800/1300
luty	4.02	OK0711/PS0414	2200/1600	722/1186	-	-	-	-	18.02	-	-
marzec	4.03	OK0711/PS0414	2760/1500	2550/640	-	-	-	-	11.03	OK0711/PS0414	2759/1809
kwiecień	1.04	OK0711/PS0414	2400/1800	2544/1814	8.04	DS1019	1000-1800	2120	15.04	PS0414/DS1019/WS0922	1437/3129/1158
maj	13.05	OK0711	2300-2800	-	20.05	DS i/lub WS	1000-2000	-	6.05	DS1013/DS1015	765/2505
czerwiec	3.06	OK i/lub PS	-	-	10.06	DS i/lub WS	-	-	-	-	-

* razem z przetargiem uzupełniającym

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Przegląd międzynarodowy



EBC obniża stopy i zapowiada zakup obligacji

W kwietniu Fed nie zmienił stóp procentowych pozostawiając stopę Fed Funds w przedziale 0-0,25%. Rezerwa Federalna nie zaktualizowała także planu wykupu papierów dłużnych i zasugerowała w komunikacie, że perspektywy gospodarki nieznacznie się poprawiły, co pozytywnie wpłynęło na nastroje inwestorów. Jednocześnie Fed zapowiedział, że pozostawi stopy procentowe na niskim poziomie przez długi czas.

W maju Bank Anglii pozostawił stopy procentowe bez zmian, główną stopę na poziomie 0,5%. EBC obniżył stopę refinansową o 25 pb do 1%, najniższego poziomu w historii. Choć prezes EBC J.C. Trichet stwierdził, że stopy są na odpowiednim poziomie to jednocześnie zaznaczył, że EBC nie zdecydował, czy stopy nie mogłyby zostać jeszcze obniżone, jednak kolejnych ruch w czerwcu nie wydaje się prawdopodobny. EBC ogłosił, że zamierza zakupić zabezpieczone aktywami obligacje denominowane w euro za 60 mld €, a szczegóły zostaną podane po posiedzeniu w czerwcu.

Dane inflacyjne wskazują, że wciąż nie widać presji cenowej w światowej gospodarce, i w sytuacji ograniczonego popytu i produkcji poniżej potencjału banki centralne mogą stosować niezwykle łagodne warunki w polityce pieniężnej.

Finalne dane inflacji HICP Eurostat za marzec potwierdziły wstępny szacunek urzędu na poziomie 0,6% r/r z 1,2% w lutym. Z kolei wstępne szacunki Eurostat za kwiecień wskazują na stabilizację rocznej dynamiki inflacji na rekordowo niskim poziomie z marca. Presji cenowej nie widać też wśród producentów, gdyż PPI w strefie euro spadł o 0,7% m/m wobec oczekiwanych -0,6% m/m.

W USA CPI za marzec zanotował spadek o 0,1% m/m (-0,4% r/r) wobec oczekiwanych +0,1% (-0,1%). Inflacja bazowa (0,2% m/m, 1,8% r/r) była nieco wyższa od prognoz (0,1% m/m, 1,7%).

Indeksy aktywności i nastrojów zmniejszają pesymizm

Indeksy aktywności i nastrojów ponownie pozytywnie zaskoczyły, choć warto pamiętać, że wciąż wskazują osłabienie aktywności.

Indeks PMI dla przemysłu strefy euro wzrósł do 36,8, minimalnie powyżej prognoz. Indeks PMI w sektorze usług strefy euro wzrósł w kwietniu do 43,8 pkt z 40,9 pkt w marcu, podczas gdy rynek spodziewał się wzrostu do 43,1 pkt.

Dane z niemieckiej gospodarki zaskoczyły pozytywnie. W marcu odnotowano wzrost zamówień w niemieckim przemyśle o 3,3% m/m (-26,7% r/r) wobec oczekiwanego spadku o 1,0% m/m (-35,8% r/r). Produkcja przemysłowa pozostała w marcu bez zmian w ujęciu miesięcznym, podczas gdy rynek spodziewał się spadku o 1,3%.

Indeks ISM dla przemysłu w USA wzrósł w kwietniu do 40,1 pkt z 36,3 pkt wobec oczekiwanych 38,4 pkt. Indeks ISM dla usług w kwietniu okazał się lepszy od oczekiwań (wzrost do 43,7 pkt wobec spodziewanych 42,2 pkt).

Indeks nastrojów konsumentów Michigan wzrósł w kwietniu do 65,1 pkt z 57,3 pkt z 61,9 pkt.

PKB w USA za I kw. spadł silniej niż oczekiwano o 6,1% (w ujęciu zannualizowanym) wobec prognozowanych -5,3%, po -6,3% w IV kw. Gorsze dane były wynikiem rekordowego spadku zapasów przedsiębiorstw (kontrybucja do PKB: -2,8% pkt. proc.) oraz spadającego eksportu (-30%). Spadek zapasów okazał się pozytywną zapowiedzią na II poł. roku w związku z oczekiwaniami zwiększenia nowych zamówień i produkcji. Inwestycje spadły o ok. 38%, a prywatna konsumpcja wzrosła o 2,2% przy pierwszym od 4 kwartałów wzroście wydatków na dobra trwałe użytku (9,4%).

Zatrudnienie poza rolnictwem w USA obniżyło się w kwietniu o 539 tys. wobec oczekiwanego spadku o 590-600 tys. Dane za poprzednie miesiące były jedynie nieznacznie zrewidowane w dół. Z drugiej strony, stopa bezrobocia wzrosła bardziej niż wskazywały oczekiwania do 8,9%, najwyższej od września 1983 r.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
11 maja PL: Przetarg bonów skarbowych EZ: Sprzedaż detaliczna (II)	12 US: Bilans handlowy (III)	13 PL: Przetarg obligacji EZ: Produkcja przemysłowa (III) US: Sprzedaż detaliczna (IV) US: Ceny w imporcie (IV)	14 PL: CPI (IV) PL: Podaż pieniądza (IV) US: PPI (IV)	15 PL: Bilans płatniczy (III) EZ: Wstępny PKB (I kw.) EZ: Finalny HICP (IV) US: CPI (III) US: Produkcja przemysłu (IV) US: Raport o przepływach kapitału (II) US: Wstępny Michigan (V)
18 PL: Przetarg bonów skarbowych	19 PL: Płace i zatrudnienie (IV) DE: Indeks ZEW (V) US: Liczba nowych budów domów (IV) US: Liczba pozwoleń na budowę (IV)	20 PL: Przetarg obligacji PL: Produkcja przemysłowa (IV) PL: PPI (IV) US: Minutes FOMC	21 PL: Inflacja bazowa (IV) PL: Minutes RPP (IV) EZ: Wstępny PMI - sektor przetwórczy (V) EZ: Wstępny PMI - sektor usług (V) US: Indeks Philadelphia Fed (V) US: Wskaźniki wyprzedzające (IV)	22 PL: Wskaźniki koniunktury (V)
25 PL: Przetarg bonów skarbowych US, GB: Dzień wolny JP: Spotkanie Banku Japonii – decyzja DE: Indeks Ifo (V)	26 PL: Sprzedaż detaliczna (IV) PL: Bezrobocie (IV) PL: Spotkanie RPP DE: Indeks Gfk (VI) US: Case/Shiller (III) US: Zaufanie konsumentów (V)	27 PL: Spotkanie RPP – decyzja US: Sprzedaż domów (IV)	28 EZ: Indeks nastrojów gospodarczych (V) US: Zamówienia na dobra trwałe (IV) US: Sprzedaż nowych domów (IV)	29 PL: PKB (I kw.) EZ: Podaż pieniądza M3 (IV) EZ: Wstępny HICP (V) US: Bazowy PCE (I kw.) US: Wstępny PKB (I kw.) US: Deflator PKB (I kw.) US: Chicago PMI (V) US: Finalny Michigan (V)
1 czerwca PL: PMI (V) PL: Przetarg bonów skarbowych EZ: PMI - sektor przetwórczy (V) US: Bazowy PCE (IV) US: ISM - sektor przetwórczy (V)	2 US: Niezakończone transakcje sprzedaży domów (IV)	3 PL: Przetarg obligacji JP: Dzień wolny EZ: PMI - sektor usług (V) US: Raport ADP (V) US: Zamówienia w przemyśle (IV) US: ISM - sektor usług (V)	4 EZ: Sprzedaż detaliczna (IV) GB: Spotkanie BoE – decyzja EZ: Spotkanie EBC – decyzja US: Wydajność & jednostkowe koszty pracy (I kw.)	5 US: Zatrudnienie poza rolnictwem (V) US: Stopa bezrobocia (V)
8 PL: Przetarg bonów skarbowych	9 US: Zapasy hurtowe (IV)	10 PL: Przetarg obligacji US: Bilans handlowy (IV)	11 PL: Boże ciało US: Sprzedaż detaliczna (V)	12 PL: Podaż pieniądza (V) EZ: Produkcja przemysłowa (IV) US: Ceny importowe (V) US: Wstępny Michigan (VI)

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 ^a	13 ^b	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	24	24	27	26	-	-	-	-	-	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	19	17	17	17	19	18	16	18	16	16	18	16
Bezrobocie	29	24	24	27	26	-	-	-	-	-	-	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31	-	-	30	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	15 ^c	12	13	14	15	17	14	11	-	-	-	-
Podaż pieniądza	14	13	13	14	14	12	14	13	-	-	-	-
Bilans NBP	7	6	6	7	7	5	7	7	-	-	-	-
Wskaźniki koniunktury	22	20	20	22	22	22	22	21	22	22	20	22

* dane kwartalne; ^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty, ^c za listopad 2008 itd.

Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		kwi 08	maj 08	cze 08	lip 08	sie 08	wrz 08	paź 08	lis 08	gru 08	sty 09	lut 09	mar 09	kwi 09	maj 09
Produkcja przemysłowa	% r/r	14,4	1,4	6,5	4,8	-4,4	5,5	-2,0	-10,6	-5,6	-15,3	-14,6	-2,0	-9,9	-9,2
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	18,3	15,2	14,3	14,7	8,3	12,4	9,2	3,0	6,9	1,3	-1,6	-0,8	-0,1	-1,6
Stopa bezrobocia	%	10,3	9,8	9,4	9,2	9,1	8,9	8,8	9,1	9,5	10,5	10,9	11,2	11,0	11,1
Place brutto ^{b c}	% r/r	12,9	10,8	12,3	11,8	9,9	11,2	10,1	7,6	5,6	8,1	5,1	5,7	4,7	4,4
Zatrudnienie ^b	% r/r	5,5	5,3	4,7	4,6	4,1	4,0	3,5	3,0	2,2	0,7	-0,2	-0,9	-1,5	-1,9
Eksport (w euro) ^d	% r/r	35,2	13,5	20,2	24,3	10,8	23,0	3,0	-9,8	-15,1	-25,7	-28,2	-16,3	-20,8	-14,4
Import (w euro) ^d	% r/r	34,9	16,4	23,2	23,5	20,1	23,7	6,7	-6,9	-12,2	-27,5	-33,0	-24,9	-25,1	-19,7
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-1235	-1413	-1678	-1606	-1420	-1334	-1473	-1526	-1710	-441	-142	-233	-434	-611
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-1583	-1781	-2173	-972	-1278	-2088	-1733	-1689	-1703	-1078	525	-483	-634	-541
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-5,2	-5,2	-5,2	-5,0	-5,1	-5,3	-5,4	-5,6	-5,5	-5,5	-5,0	-4,6	-4,4	-4,1
Saldo budżetu (narastająco)	mlrd PLN	0,6	-1,9	-3,5	-2,7	-0,3	-4,2	-11,6	-14,8	-24,6	2,9	-5,3	-10,6	-14,5	-14,2
Saldo budżetu (narastająco)	% planu ^e	-2,4	7,5	14,1	10,9	1,3	17,0	47,1	60,3	100,0	-16,0	29,0	58,3	80,0	78,0
Inflacja (CPI)	% r/r	4,0	4,4	4,6	4,8	4,8	4,5	4,2	3,7	3,3	2,8	3,3	3,6	3,8	3,3
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	1,9	2,4	2,2	1,7	1,4	2,0	2,4	2,2	2,7	3,6	5,7	5,6	5,5	4,9
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	15,0	15,1	16,3	16,8	16,8	17,3	17,3	18,1	18,6	17,6	17,8	17,6	16,1	15,3
Depozyty	% r/r	16,7	17,4	18,5	19,4	18,9	20,0	18,7	19,4	20,6	19,5	19,2	19,4	17,7	16,7
Kredyty	% r/r	28,3	27,6	27,7	25,3	26,7	28,0	32,8	31,7	36,0	35,8	37,2	34,4	30,4	29,2
USD/PLN	PLN	2,19	2,19	2,17	2,07	2,19	2,34	2,69	2,93	2,98	3,18	3,63	3,55	3,36	3,45
EUR/PLN	PLN	3,45	3,40	3,37	3,26	3,29	3,37	3,57	3,73	4,01	4,22	4,65	4,62	4,43	4,45
Stopa referencyjna ^a	%	5,75	5,75	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	5,75	5,00	4,25	4,00	3,75	3,75	3,75
Stopa lombardowa ^a	%	7,25	7,25	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,25	6,50	5,75	5,50	5,25	5,25	5,25
WIBOR 3M	%	6,29	6,41	6,58	6,62	6,52	6,56	6,80	6,74	6,40	5,51	4,69	4,30	4,20	4,15
Rentowność bonów 52-tyg.	%	6,10	6,10	6,63	6,70	6,60	6,46	6,45	6,52	6,10	4,85	4,62	4,78	4,80	4,80
Rentowność obligacji 2L	%	6,20	6,27	6,73	6,66	6,32	6,25	6,46	6,26	5,43	4,81	5,37	5,60	5,44	5,60
Rentowność obligacji 5L	%	6,12	6,25	6,62	6,53	6,15	6,01	6,48	6,21	5,42	4,96	5,57	5,97	5,88	5,85
Rentowność obligacji 10L	%	5,98	6,10	6,41	6,43	6,10	5,89	6,39	6,25	5,57	5,43	5,94	6,21	6,17	6,25

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	1 271,7	1 319,5	297,8	310,6	314,3	349,0	308,8	322,5	324,2	364,0
PKB	% r/r	6,2	6,7	4,9	0,8	6,1	6,0	5,0	3,0	0,4	0,5	0,5	1,6
Popyt krajowy	% r/r	7,3	8,6	5,5	-0,6	7,3	6,4	4,9	3,7	-1,3	-1,2	-0,6	0,5
Spożycie indywidualne	% r/r	5,0	5,0	5,4	1,6	5,6	5,6	5,1	5,3	2,0	1,8	1,4	1,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	14,9	17,6	8,1	-2,8	15,7	14,7	3,5	4,4	-4,0	-6,0	-3,5	0,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	12,5	9,7	3,5	-6,8	8,2	7,0	2,2	-6,3	-10,0	-9,3	-6,1	-1,9
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	11,9	14,0	9,6	-2,0	16,1	11,8	8,4	4,8	-1,4	-2,0	-2,1	-2,6
Stopa bezrobocia ^a	%	14,8	11,2	9,5	13,9	10,9	9,4	8,9	9,5	11,2	11,2	12,2	13,9
Place realne brutto ^c	% r/r	4,2	6,7	5,9	0,9	7,5	7,9	5,6	3,6	3,2	0,4	0,2	-0,1
Zatrudnienie ^c	% r/r	3,2	4,6	4,8	-2,2	5,9	4,9	4,5	3,9	0,1	-1,9	-3,1	-3,8
Eksport (w euro) ^b	% r/r	20,4	13,4	12,7	-16,1	21,2	19,8	19,5	-7,5	-23,4	-13,9	-18,0	-8,0
Import (w euro) ^b	% r/r	24,0	19,5	14,9	-19,8	22,5	21,7	22,6	-4,4	-28,4	-19,1	-20,0	-11,0
Bilans handlowy ^b	mln EUR	-5 539	-12 369	-16 538	-8 869	-3 241	-4 218	-4 356	-4 723	-816	-1 793	-2 851	-3 408
Rachunek bieżący ^b	mln EUR	-7 445	-14 586	-19 613	-8 889	-4 727	-5 401	-4 361	-5 124	-1 036	-1 673	-2 471	-3 708
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-2,7	-4,7	-5,4	-2,9	-5,0	-5,2	-5,3	-5,4	-4,6	-3,7	-3,3	-2,9
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-3,8	-2,0	-3,9	-5,2	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	1,0	2,5	4,2	3,0	4,1	4,3	4,7	3,8	3,3	3,3	2,7	2,6
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	1,4	4,0	3,3	2,9	4,1	4,6	4,5	3,3	3,6	2,9	2,6	2,9
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,4	2,0	2,2	4,3	2,6	2,2	1,7	2,4	5,0	5,0	3,9	3,4
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	16,0	13,4	18,6	5,2	13,6	16,3	17,3	18,6	17,6	14,4	10,3	5,2
Zobowiązania ^a	% r/r	15,2	14,5	20,6	5,1	15,3	18,5	20,0	20,6	19,4	15,7	10,6	5,1
Należności ^a	% r/r	23,4	29,9	36,0	3,9	29,7	27,7	28,0	36,0	34,4	25,9	15,7	3,9
USD/PLN	PLN	3,10	2,77	2,41	3,29	2,39	2,18	2,20	2,87	3,45	3,43	3,23	3,05
EUR/PLN	PLN	3,90	3,78	3,52	4,29	3,58	3,41	3,31	3,77	4,50	4,44	4,20	4,00
Stopa referencyjna ^a	%	4,00	5,00	5,00	3,00	5,75	6,00	6,00	5,00	3,75	3,50	3,00	3,00
Stopa lombardowa ^a	%	5,50	6,50	6,50	4,50	7,25	7,50	7,50	6,50	5,25	5,00	4,50	4,50
WIBOR 3M	%	4,21	4,73	6,36	3,98	5,80	6,43	6,57	6,65	4,83	4,16	3,63	3,30
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,18	4,69	6,26	4,35	5,84	6,28	6,59	6,36	4,75	4,67	4,00	4,00
Rentowność obligacji 2L	%	4,57	5,23	6,22	5,04	5,99	6,40	6,41	6,05	5,26	5,41	5,10	4,80
Rentowność obligacji 5L	%	5,03	5,52	6,15	5,49	6,02	6,33	6,23	6,04	5,50	5,81	5,55	5,35
Rentowność obligacji 10L	%	5,22	5,56	6,06	5,93	5,87	6,16	6,14	6,07	5,86	6,17	5,90	5,80

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 11.05.2009 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.

