

### 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

## Rozmowy kontrolowane

▪ **Pierwsze posiedzenie nowej Rady Polityki Pieniężnej nie przyniosło niespodzianek, ale liczne wywiady członków Rady zdecydowanie tak.** Komunikat i konferencja prasowa utwierdziły w przekonaniu, że do zacieśnienia polityki pieniężnej upłynie jeszcze trochę czasu. Jednak późniejsze wypowiedzi członków uznawanych jako gołębie (w tym Prezesa NBP) wprowadziły sporo zamieszania na rynku. Naszym zdaniem, wypowiedzi te były elementem budowania „antyinflacyjnej” reputacji na początku kadencji oraz próbą przesunięcia się Prezesa w kierunku centrum na osi restrykcyjności członków Rady. Po znaczącym umocnieniu złotego w reakcji na te sygnały, Prezes złagodził ton wypowiedzi, a bardziej jastrzębi członkowie wypowiadali się w sposób bardzo umiarkowany. Wydaje się, że w najbliższej przyszłości członkowie Rady będą bardziej kontrolować kreowanie oczekiwań na szybkie podwyżki, biorąc pod uwagę sytuację na rynku walutowym. Nie zmieniamy naszych przewidywań odnośnie polityki pieniężnej wciąż zakładając zmianę nastawienia na restrykcyjne mniej więcej w połowie roku i pierwszą podwyżkę podstawowych stóp procentowych NBP w październiku. Stosunkowo niski poziom inflacji w tym roku (zakładany zarówno przez nas, jak i NBP) oraz obserwowane ostatnio coraz wyraźniejsze umocnienie złotego będą zapewne zniechęcać do szybszych decyzji. Jastrzębim elementem mogącym pojawić się w komunikacie w najbliższym czasie może być ewentualnie sugestia zmiany nastawienia.

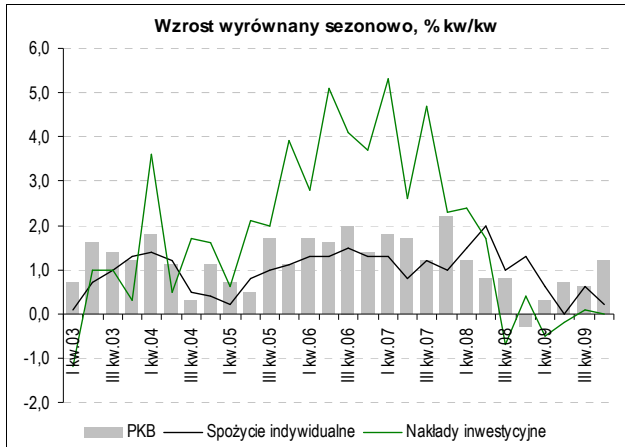
▪ **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami przedstawionymi w poprzednim raporcie, złoty umocnił się do euro, jednak skala tego ruchu była większa od naszych prognoz.** Było to spowodowane między innymi wypowiedziami Prezesa NBP. Bardzo pozytywne nastroje utrzymywały się również na rynku długu, szczególnie na długim końcu krzywej rentowności. Naszym zdaniem, złoty jest blisko wykupionych poziomów, w związku z czym w krótkim terminie oczekujemy korekty EURPLN w kierunku 3,95-3,97 (i wzrostu rentowności). Lekko obniżamy ścieżkę kursu na dalszą część roku (EURPLN 3,70 w grudniu), biorąc pod uwagę wysoki ogólny apetyt na ryzyko, pozytywne rekomendacje dla polskich aktywów i nieznacznie lepsze prognozy makro.

▪ **Zdecydowaliśmy się na delikatne podniesienie prognozy PKB na ten rok do 2,8%.** Co prawda oficjalne dane o PKB za IV kw. 2009 r. okazały się zgodne z oczekiwaniami, ale w sumie napływ bieżących statystyk jest optymistyczny, szczególnie odnośnie produkcji przemysłowej i PMI. Należy pamiętać, że miesięczne publikacje danych za styczeń były częściowo zaburzone przez wpływ efektów statystycznych i/lub przejściowych, które utrudniają ich interpretację, jednak dane wskazują na utrzymanie się tempa wzrostu PKB na poziomie ok. 3% w I kw. 2010. Nasz zegar koniunktury (wykres obok) wskazuje, że na podstawie kwartalnych danych można stwierdzić, że polska gospodarka weszła w fazę ożywienia, natomiast zagregowany wskaźnik miesięczny powrócił do fazy depresji, choć naszym zdaniem należy traktować to jako swego rodzaju mini-cykl, a nie trwałą tendencję. W kolejnych kwartałach tempo wzrostu gospodarczego może być nieco niższe niż na przełomie 2009/2010, a duży znak zapytania wciąż stanowią perspektywy ożywienia za granicą.

Na rynku finansowym 26 lutego 2010 r.:					
Stopa depozytowa NBP	2,00	WIBOR 3M	4,15	USDPLN	2,9251
Stopa referencyjna NBP	3,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	4,87	EURPLN	3,9768
Stopa lombardowa NBP	5,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,42	EURUSD	1,3595

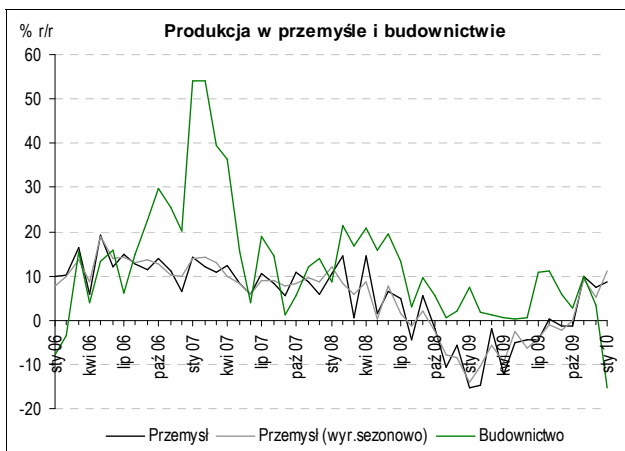
Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.03.2010 r.

# Gospodarka Polski



## Dane o PKB w IV kw. 2009 zgodne z oczekiwaniami

- Wzrost PKB w IV kw. 2009 (3,1%) i jego struktura były zgodne z naszymi szacunkami opartymi o wstępne dane za cały rok. GUS nie dokonał korekty danych o PKB za poprzednie kwartały.
- Wyrównany sezonowo wzrost PKB wyniósł 1,2% kw/kw i był najwyższy od początku 2008 r.
- Inwestycje, po zaledwie dwóch kwartałach spadków, wzrosły w IV kw. o 1,6% r/r, a wzrost konsumpcji prywatnej wyniósł 2,0%. Kontrybucja eksportu netto do PKB wyniosła 2,2 pp, a wkład zmiany zapasów był zbliżony do zera (co w ujęciu nominalnym oznaczało redukcję zapasów o ok. 2,5 mld zł w ciągu roku).
- Zdecydowaliśmy się lekko podnieść prognozę PKB na ten rok z 2,6% do 2,8% biorąc pod uwagę sygnały ożywienia w sektorze przetwórczym oraz przewidywany mniejszy niż wcześniej deficyt handlowy w I kwartale i w całym roku.

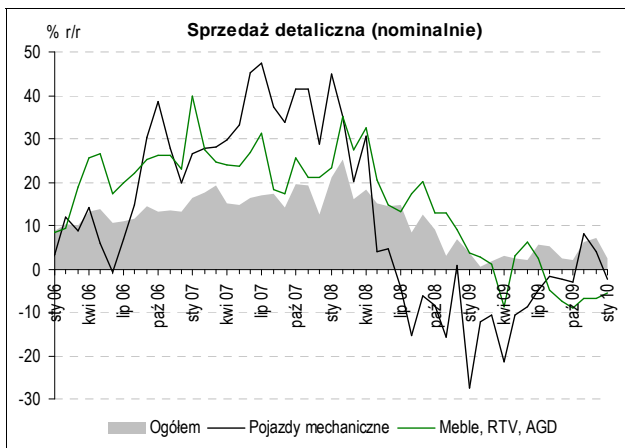


## ... ale większość danych za styczeń zaskoczyła

Produkcja w przemyśle w styczniu była znacznie wyższa od prognoz i wzrosła o 8,5% r/r (11,1% po korekcie sezonowej, najwięcej od marca 2007), zamiast oczekiwanego spowolnienia. Zaskoczenie wynikało m.in. z mocnego wzrostu produkcji komputerów i elektroniki (aż o 68% r/r!). Można podejrzewać, że było to raczej jednorazowe zamówienie niż trwałe zjawisko, ale na razie brak informacji, które mogłyby to potwierdzić. Równocześnie, wzrosty w pozostałych branżach w styczniu były całkiem niezłe, co sugeruje kontynuację ożywienia popytu z zagranicy (potwierdzają to dane nt. nowych zamówień w przemyśle, które w styczniu zanotowały wzrost o 6,2% r/r, pierwszy od września 2008).

Produkcja w budownictwie spadła w styczniu o ok. 15% r/r, tak jak oczekiwaliśmy, ze względu na trudne warunki atmosferyczne, które uniemożliwiały prowadzenie prac. W lutym pogoda również nie sprzyjała budownictwu, więc spadek produkcji może się utrzymać. W efekcie, wyniki inwestycji w I kwartale będą raczej słabsze niż jeszcze niedawno zakładaliśmy.

Dane o sprzedaży detalicznej za styczeń okazały się rozczarowaniem, pokazując wyraźnie silniejsze od oczekiwanego spowolnienie nominalnego wzrostu do 2,5% r/r z 7,2% w grudniu. Realnie sprzedaż obniżyła się o 1,1% r/r (najniższy wynik od niemal pięciu lat). Przy ocenie tych danych trzeba jednak pamiętać, że podobnie jak w przypadku wielu innych wskaźników za styczeń mieliśmy do czynienia z działaniem przejściowych, statystycznych efektów (m.in. wysokiej bazy wynikającej z opóźnionego pogorszenia dochodów ludności w ub.r. oraz wpływu osłabienia złotego na ceny towarów). Z pełniejszą oceną rzeczywistych tendencji w zakresie popytu konsumpcyjnego trzeba poczekać na dane za kolejne miesiące.

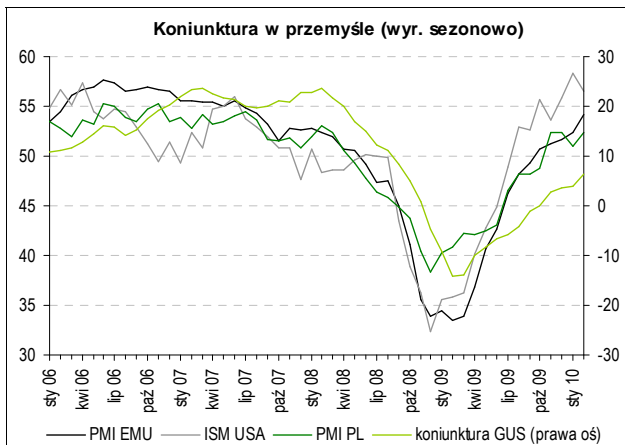


## Wskaźniki wyprzedzające sugerują kontynuację ożywienia

Badania koniunktury sugerują, że ożywienie aktywności ekonomicznej jest kontynuowane. Indeks PMI dla polskiego przemysłu w lutym był lepszy od prognoz, powracając do poziomu z listopada i grudnia (52,4 pkt.) po jednorazowym spadku do 51 pkt. w styczniu. Poprawę zanotowały wszystkie komponenty indeksu, wskazując m.in. na wzrost produkcji oraz zamówień oraz malejącą skalę zwolnień w firmach.

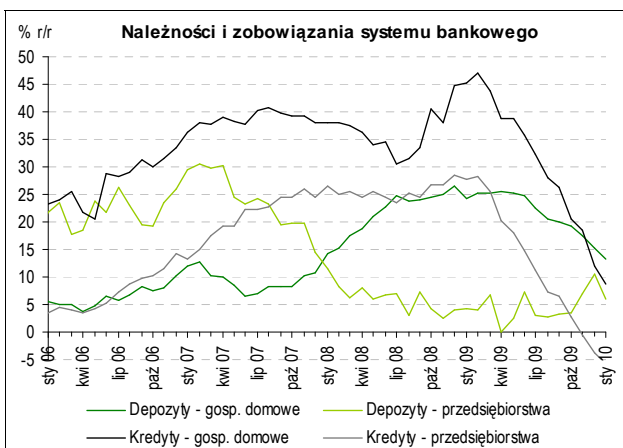
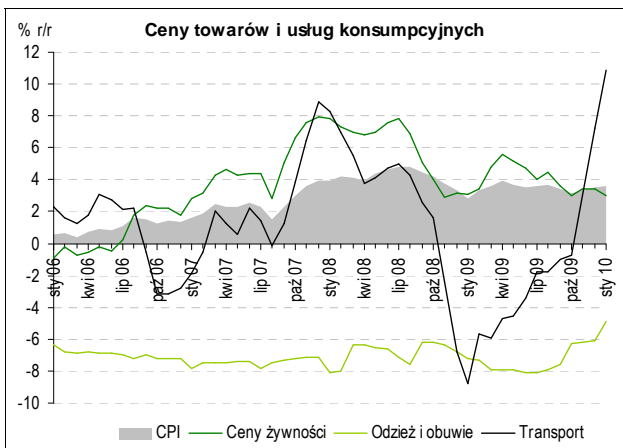
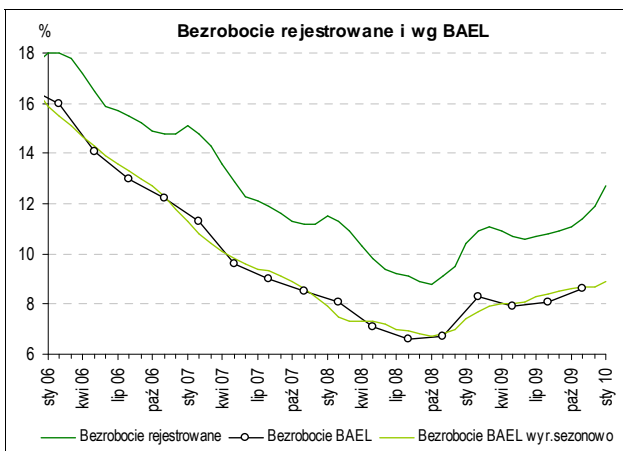
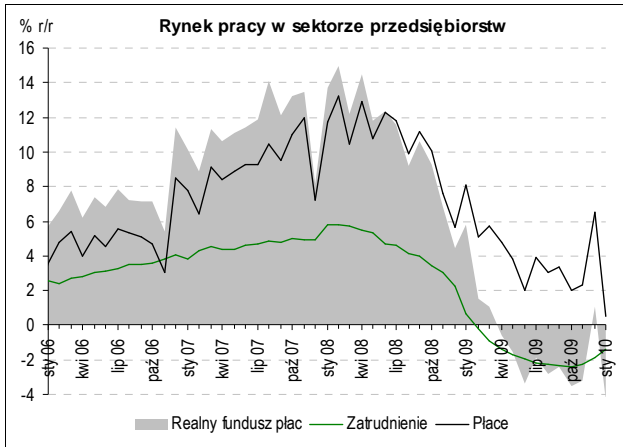
Wyższy od prognoz był też indeks PMI w strefie euro, który wyniósł 54,2 pkt wobec wstępnego szacunku 54,1, w tym m.in. w Niemczech – silny wzrost w lutym do 57,2 pkt z 53,7 pkt w styczniu, co dobrze rokuje perspektywom polskiego eksportu.

Również wskaźniki koniunktury GUS za luty okazały się dość optymistyczne. Poprawa rocznej zmiany wskaźników koniunktury nastąpiła w przemyśle, budownictwie i handlu.



Źródło: GUS, obliczenia własne

## Gospodarka Polski

**Bezrobocie wciąż jeszcze rośnie**

▪ Dane o płacach i zatrudnieniu w styczniu również odbiegały od oczekiwań pod wpływem efektów statystycznych, co zmniejszyła ich przydatność do oceny faktycznych tendencji na rynku pracy.

▪ Dynamika zatrudnienia w styczniu (-1,4% r/r) była wyższa od prognoz, co wynikało ze zmiany przez GUS próby badanych przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 9 osób, która wbrew oczekiwaniom przyniosła wzrost, a nie spadek liczby firm w próbie.

▪ Wzrost płac rozczarował obniżając się do 0,5% r/r z 6,5% w grudniu. Jednak dane były w styczniu pod wpływem trudnego do oszacowania efektu wysokiej bazy (związanego z obniżeniem stawek PIT z początku 2009 r., co spowodowało przesunięcie płatności części wynagrodzeń z grudnia 2008 na styczeń 2009). Z oceną rzeczywistych tendencji na rynku pracy trzeba zacząć do danych za luty.

▪ Stopa bezrobocia rejestrowanego na koniec stycznia wzrosła silnie do 12,7% z 11,9% w grudniu. Liczba bezrobotnych po raz pierwszy od kwietnia 2007 r. przekroczyła 2 mln osób.

▪ Znaczny wzrost oficjalnych statystyk bezrobocia na przełomie roku był w pewnym stopniu związany z odwlekaniem rejestracji jako bezrobotnych przez osoby które traciły pracę w ostatnich miesiącach 2009 r., ale chciały uzyskać wyższy zasiłek obowiązujący od początku 2010 r.

▪ Jednak dane o bezrobociu w oparciu o metodologię BAEL również wskazują na wzrostową tendencję. W pewnym stopniu jest to pochodną wzrostu liczby aktywnych zawodowo, co wynika m.in. z ograniczenia liczby osób pobierających renty.

▪ Wg szacunków Ministerstwa Pracy w lutym stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła do 13%.

**Inflacja CPI wciąż wysoka, ale wkrótce spadnie**

▪ Inflacja CPI w styczniu była nieco wyższa od oczekiwań i wzrosła do 3,6% r/r z 3,5% w grudniu. Jednak dane te mają charakter wstępny gdyż są oszacowane na podstawie systemu wag z poprzedniego roku. W połowie marca GUS poda dane o inflacji za dwa miesiące (styczeń i luty) biorąc pod uwagę zmieniony koszyk inflacyjny. Trudno w tej chwili określić, w jakim stopniu korekty w koszyku wpłyną na szacunki inflacji.

▪ Spodziewamy się obniżenia inflacji w lutym do 3%, tak jak Ministerstwo Finansów, i dalszego szybkiego spadku w kolejnych miesiącach (do poniżej 2% w okresie letnim) za sprawą wysokiej bazy z roku poprzedniego.

▪ Wzrost PPI wyhamował w styczniu (zgodnie z naszą prognozą) do 0,2% r/r i zapewne pozostanie bardzo niski (nawet poniżej zera) do końca roku.

**Coraz niższa dynamika kredytów i depozytów**

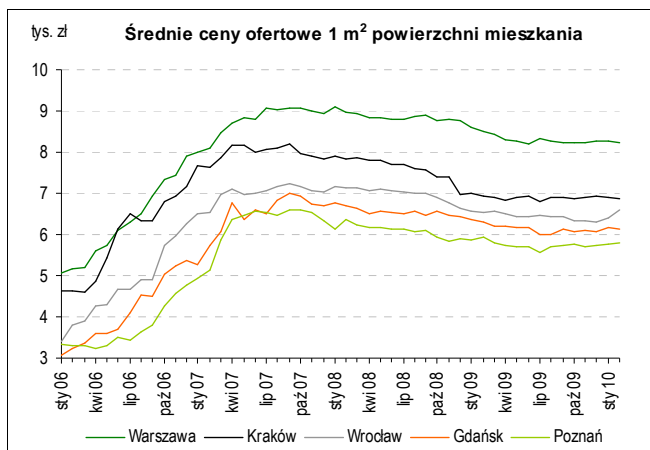
▪ Tempo wzrostu podaży pieniądza wyhamowało w styczniu do 6,2% r/r z 8,1% w grudniu, bardziej od prognoz.

▪ Osłabieniu uległa dynamika depozytów i kredytów, zarówno w przypadku gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw.

▪ Wzrost kredytów dla gospodarstw domowych spowolnił do 8,7% r/r z 12% w grudniu, ale po eliminacji efektu kursowego zmiana nie była aż tak znaczna: 12,1% wobec 12,5% w grudniu.

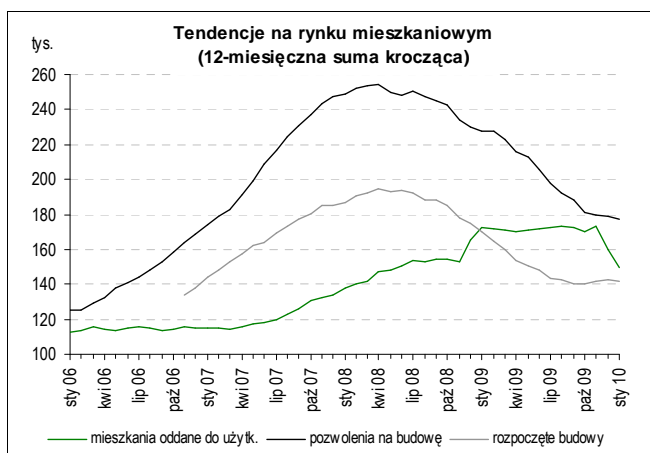
▪ Zadłużenie przedsiębiorstw obniżyło się o 5,9% r/r, a po eliminacji wahań kursowych o 3,8% r/r, co jest najniższą dynamiką od 5,5 roku. Kredyty na inwestycje spadły o 2,4% r/r (pierwszy raz od połowy 2005 r.), a spadek kredytów operacyjnych przekroczył 15% (największy od początku dostępnych danych). Nieznacznie spowolnił spadek kredytów w rachunku bieżącym (z -8,7% do -7% r/r).

# Rynek nieruchomości



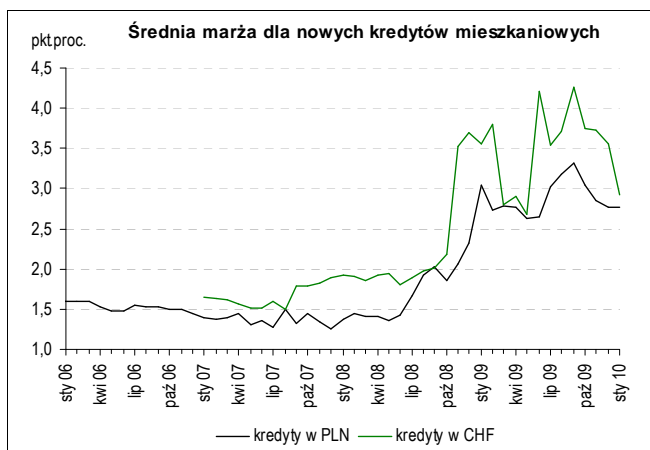
## Ceny drgnęły w górę

- Dane szybko.pl za luty pokazały mieszane zmiany cen w najważniejszych miastach Polski. W porównaniu z końcem 2009 r. na niektórych głównych rynkach ceny były w lutym nieznacznie niższe (w Warszawie o 0,2%, w Krakowie o 1%), a w innych wyższe (we Wrocławiu o 4,5%, w Gdańsku i Poznaniu o ok. 1%).
- Raport przygotowany przez Open Finance i Home Broker pokazał, że w lutym nastąpił wzrost cen transakcyjnych w głównych miastach (m.in. w Warszawie, Gdańsku i Poznaniu). Wzrostowi cen towarzyszył wzrost liczby transakcji o 15% m/m i 47% r/r, co sugeruje, że wzrost cen jest raczej efektem wzrostu popytu, a nie na przykład ewentualnym przejściowym efektem zmiany struktury oferty po stronie podaży (np. wprowadzenie do sprzedaży luksusowych osiedli). Nadal jednak trudno mówić o przełomie na rynku i początku tendencji wzrostowej cen.



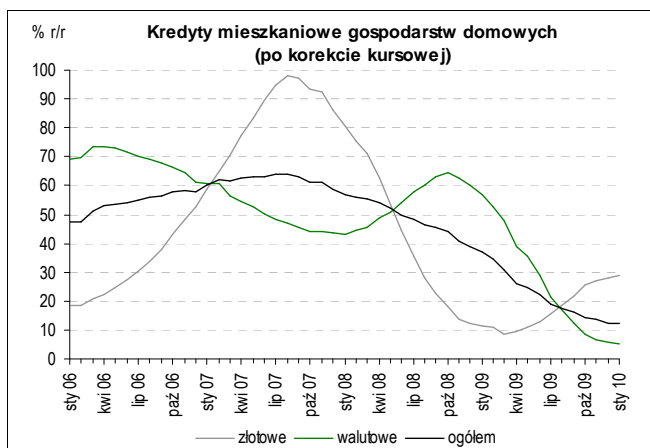
## Mieszane sygnały ze strony podażowej rynku

- Początek 2010 r. przyniósł wyraźne obniżenie liczby oddawanych do użytkowania mieszkań. W ujęciu roczny spadek liczby oddanych w styczniu mieszkań wyniósł blisko 50%. W pewnym stopniu wiąże się to jednak z efektem wysokiej bazy (silny wzrost liczby gotowych mieszkań na przełomie 2008-2009). Być może pewien wpływ miała też niekorzystna pogoda.
- W kolejnych miesiącach roczne spadki liczby oddawanych mieszkań powinny być mniejsze. Niemniej, spadek liczby oddawanych mieszkań oraz sygnały od deweloperów i pośredników o stopniowym wyczerpywaniu się zasobu niesprzedanych mieszkań działają w kierunku poprawy relacji popytu do podaży na rynku.
- Z drugiej strony, deweloperzy dysponują przygotowanymi projektami i uruchamiają je w reakcji na oznaki wzrostu popytu.



## Mieszane informacje z rynku kredytów mieszkaniowych

- Za kontynuacją ożywienia popytu na nieruchomości mieszkaniowe przemawia obserwowane od kilku miesięcy łagodzenie oferty kredytowej przez banki (pokazały to wyniki ostatniej ankiety NBP wśród banków o czym pisaliśmy miesiąc temu). Widać to m.in. we wzroście liczby banków oferujących kredyty na kwotę równą lub przekraczającą wartość nieruchomości, rozszerzeniu oferty kredytów walutowych oraz w spadkowej od niedawna tendencji marż.
- Ożywienie popytu na mieszkania oraz zaobserwowane łagodzenie warunków kredytowych przez banki zaowocowały wyhamowaniem spadkowej tendencji kredytów mieszkaniowych (w ujęciu po eliminacji efektu zmian kursu walutowego).
- Niemniej, dalsza część roku może przynieść wyhamowanie łagodzenia warunków kredytowych ze względu na oficjalne przyjęcie przez KNF w dniu 23 lutego br. rekomendacji T, która zaostrza wymogi co do oceny zdolności kredytowej klientów i ogólnie zarządzania ryzykiem detalicznych ekspozycji kredytowych banków. Rekomendacja wprowadza m.in. wymóg, aby oceniając zdolność kredytową banki przyjmowały jako bezpieczny poziom zadłużenia klienta 50% dochodu dla osób o przeciętnej płacy, a w żadnym przypadku nie więcej niż 65%.
- Poszczególne elementy rekomendacji mają zostać wprowadzone w bankach nie później niż w okresie 6-10 miesięcy (zapis dotyczący maksymalnego poziomu zadłużenia klienta nie później niż za 10 miesięcy od uchwalenia rekomendacji).
- Według KNF większość banków już stosuje zalecenia rekomendacji, więc spadek nowej akcji kredytowej ma dotyczyć tylko banków o bardziej agresywnej polityce. Według szacunków KNF obniżenie nowej akcji kredytowej w przypadku kredytów mieszkaniowych wyniesie mniej niż 5% i podobny jest szacunek Związku Banków Polskich.



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

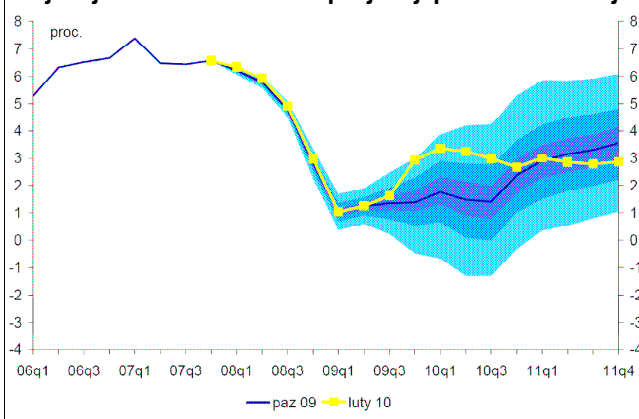
## Pod lupą: Bank centralny

### Fragmety lutowego komunikatu RPP na tle styczniowego komunikatu

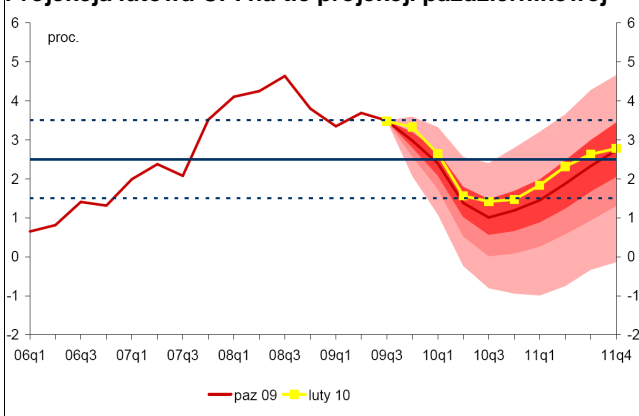
Napływające dane wskazują na dalszy wzrost aktywności gospodarczej w USA oraz nieco słabszą niż w gospodarce amerykańskiej powolną poprawę koniunktury w strefie euro. W gospodarkach rozwiniętych utrzymuje się jednak niekorzystna sytuacja na rynku pracy, co jest zjawiskiem oczekiwanym. W dalszym ciągu zmniejsza się też akcja kredytowa, choć zmniejszyła się różnica między udziałem banków zaostrzających i łagodzących politykę kredytową w strefie euro. Jednocześnie w największych gospodarkach wschodzących, w tym w Chinach, gdzie w ostatnim okresie zwiększyło się też ryzyko związane z nadmiernym wzrostem kredytu i cen aktywów obserwowane jest przyspieszenie wzrostu PKB. Do ożywienia koniunktury na świecie nadal przyczynia się oparta, zarówno na konwencjonalnych, jak i niestandardowych narzędziach, silnie ekspansywna polityka makroekonomiczna. W ostatnim okresie ceny aktywów finansowych w gospodarkach rozwiniętych pozostawały relatywnie stabilne, podczas gdy ceny ropy charakteryzowały się dużą zmiennością. W gospodarkach tych nastąpił wzrost bieżącej inflacji, co wynikało głównie ze wzrostu rocznego wskaźnika cen energii. W ostatnim okresie na międzynarodowych rynkach finansowych nastąpił wzrost awersji do ryzyka, związany w dużym stopniu z obawami o skutki napiętej sytuacji fiskalnej w części gospodarek strefy euro. Przyczynił się on do spadku cen niektórych aktywów finansowych. Jednocześnie nadal dużą zmiennością charakteryzowały się ceny ropy. Wzrostowi inflacji w gospodarkach rozwijających się towarzyszył niewielki wzrost inflacji w części gospodarek rozwiniętych.

Ostatnie informacje Wstępne dane GUS o PKB w 2009 r. pozwalają ocenić, że w IV kw. 2009 r. miało miejsce dalsze ożywienie aktywności gospodarczej. Również najnowsze dane miesięczne dotyczące polskiej gospodarki wskazują na poprawę koniunktury. Pomimo wzrostu stopy bezrobocia, relatywna pewna stabilizacja zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw może sygnalizować stopniowe wyhamowywanie niekorzystnych tendencji na rynku pracy, choć nadal rośnie stopa bezrobocia, do czego przyczynia się wzrost aktywności zawodowej. Utrzymuje się wyraźnie niższy niż w ostatnich latach wzrost kredytów dla sektora gospodarstw domowych niska dynamika kredytów dla sektora niefinansowego, choć banki przewidują wzrost akcji kredytowej dla tego sektora w nadchodzącym okresie. W ocenie Rady, Według dostępnych prognoz, w najbliższych miesiącach roczny wskaźnik inflacji będzie obniżany przez ujemne efekty bazy związane z silnym wzrostem cen administrowanych i cen żywności na początku 2009 r. W kierunku obniżenia inflacji będą oddziaływać także: niska presja popytowa, wcześniejsze umiarkowane tempo wzrostu kosztów pracy oraz wcześniejsza dotychczasowa aprecjacja złotego. Spadek inflacji w 2010 r. może być natomiast hamowany przez wzrost cen surowców na rynkach światowych, opłat zależnych od decyzji samorządów terytorialnych, akcyzy a także cen administrowanych.

### Projekcja lutowa PKB na tle projekcji październikowej



### Projekcja lutowa CPI na tle projekcji październikowej



Źródło: NBP

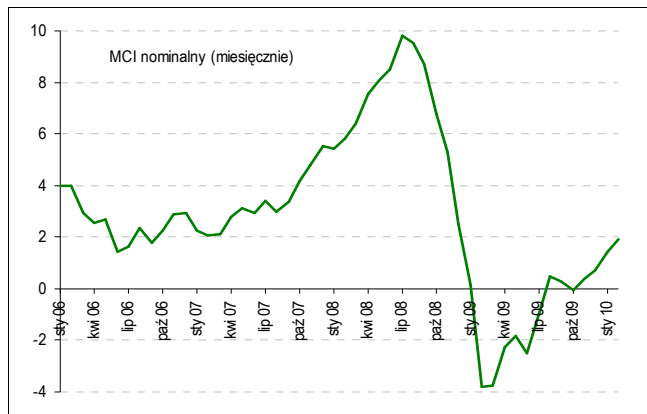
### Pierwsze koty za płaty

- RPP spotkała się w lutym po raz pierwszy w całkowicie nowym składzie i zgodnie z oczekiwaniami nie zmieniła stóp procentowych oraz nieformalnego neutralnego nastawienia w polityce pieniężnej.
- W treści komunikatu nie nastąpiły daleko idące zmiany w porównaniu do poprzednich miesięcy (wybrane fragmenty komunikatu z zaznaczonymi zmianami w tabeli obok). Zniknęło ostrzeżenie, które pojawiło się miesiąc temu, o narastającym ryzyku związanym z nadmiernym wzrostem kredytu i cen aktywów w Chinach. Utrzymano za to akapit ze stycznia, mówiący o ważnej roli sytuacji w finansach publicznych i konieczności podjęcia działań umożliwiających trwałe zmniejszenie deficytu sektora finansów publicznych (oraz dodatkowo zahamowanie narastania długu), co umożliwiłoby spełnienie kryteriów niezbędnych do przyjęcia euro.
- Wypowiedzi członków Rady w czasie konferencji prasowej po posiedzeniu i krótko po niej, nawet tych, którzy zaliczani są przez rynek do grona „jastrzębi” (tj. Andrzeja Bratkowskiego i Anny Zielińskiej-Głębockiej) sugerowały, że neutralne nastawienie jest obecnie uzasadnione, a zmiany w polityce pieniężnej raczej nie nastąpią w najbliższym czasie.
- Biorąc pod uwagę oficjalny komunikat RPP, wypowiedzi członków Rady (analizujemy je na następnej stronie) oraz wnioski płynące z projekcji inflacji i PKB (o nowej projekcji NBP piszemy poniżej), nie zmieniamy naszych przewidywań odnośnie polityki pieniężnej. Zakładamy zmianę nastawienia na restrykcyjne mniej więcej w połowie roku i pierwszą podwyżkę podstawowych stóp procentowych NBP w październiku. Stosunkowo niski poziom inflacji w tym roku (zakładamy zarówno przez nas, jak i NBP) oraz obserwowane ostatnio coraz wyraźniejsze umocnienie złotego będą zapewne zniechęcać do szybszych decyzji.

### Projekcja nie jest argumentem za szybkimi podwyżkami

- W oczekiwaniach co do decyzji RPP utwierdza nas nowa projekcja NBP dla CPI i PKB, która pokazała wzrost inflacji wyraźnie powyżej celu dopiero w 2012 r. i niskie tempo wzrostu PKB w całym horyzoncie projekcji.
- Jeśli chodzi o projekcję PKB, to w jej opisie NBP zwraca uwagę na zmianę struktury wzrostu gospodarczego w Polsce w najbliższych latach – przyspieszenie popytu krajowego (delikatne konsumpcji i wyraźniejsze inwestycji) oraz neutralny lub negatywny wpływ eksportu netto. My zakładamy podobną zmianę, ale w większej skali, a także przewidujemy wyższe tempo wzrostu PKB po 2010 r.
- Oceniając szczegółowy opis projekcji można uznać, że według NBP ryzyka dla projekcji PKB i CPI są mniej więcej zrównoważone. Z jednej strony ryzykiem dla inflacji mogą być wyższe ceny energii i żywności (które i tak przyspieszają w projekcji w roku 2012). Z drugiej strony, do niższej ścieżki inflacji (i PKB) niż wskazuje projekcja centralna może prowadzić umocnienie złotego. Naszym zdaniem, ten drugi czynnik jest istotniejszy i bardziej prawdopodobny.
- Warto też wskazać, że w projekcji założono dość znaczny spadek średniej stawki WIBOR 3M (z 4,32% w 2009 do 3,85% w 2010 i 3,7% w kolejnych latach), a rozwój sytuacji na rynku pieniężnym i zapoczątkowane przez NBP wycofywanie się z nadzwyczajnych instrumentów zasilaających rynek w płynność sugeruje, że rzeczywisty poziom stawek WIBOR w tym roku byłby wyższy nawet przy zakładanym w projekcji stałym poziomie podstawowych stóp procentowych NBP.
- W sumie, w naszej ocenie nowa projekcja NBP dla inflacji i PKB nie jest argumentem za szybkim zaostrzeniem polityki pieniężnej przez RPP.

## Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



### MCI już rok w trendzie wzrostowym

- W lutym br. minął niemal rok od kiedy obserwujemy tendencję wzrostową obliczanego przez nas nominalnego indeksu MCI, mierzącego łączną restrykcyjność polityki pieniężnej, na którą składa się zmiana stawek WIBOR i kursu EURPLN. Odpowiada za to przed wszystkim silne odreagowanie kursu złotego.
- Również w lutym za wzrost MCI odpowiadała aprecjacja złotego (zmniejszyło się odchylenie kursu EURPLN w górę od długoterminowego trendu), podczas gdy spadek stawek WIBOR (i zwiększenie odchylenia WIBOR w dół od długoterminowego trendu) ograniczał wzrost restrykcyjności polityki pieniężnej.
- Biorąc pod uwagę nasze prognozy kursowe, MCI pozostanie w dalszej części roku w trendzie wzrostowym, nawet bez podwyżek stóp procentowych przez RPP.

Filar 1,63 (1,61)

Wasilewska-Trenkner 1,59 (1,48)

Noga 1,53 (1,52)

Wojtyła 1,50 (0,91)

Sławiński 1,25 (0,91)

Czekaj 1,00 (0,86)

Owsiak 0,88 (0,91)

Nieckarz 0,88 (0,83)

Skrzypek 0,81 (b.d.)

Pietrewicz 0,80 (0,74)

Winięcki

Rzońca

Zielińska-Głębocka

Bratkowski

Hausner

Chojna-Duch

Gilowska

Skrzypek

Glapiński

Każmierczak

### Pożegnanie ze starą Radą

Znamy już wyniki wszystkich głosowań poprzedniej RPP. W II połowie kadencji starej Rady jej kluczowym członkiem był Jan Czekaj, ponieważ jako jedyny za każdym razem głosował on zgodnie z decyzją całej RPP i często to jego głos rozstrzygał o wyniku głosowania. Co ciekawe, w I połowie kadencji prof. Czekaj był raczej w gołębim skrzydle, a o wynikach głosowań przesądzali najczęściej Stanisław Owsiak, Andrzej Sławiński i Andrzej Wojtyła. Po objęciu stanowiska prezesa NBP przez Sławomira Skrzypka profesorowie Sławiński i Wojtyła (szczególnie ten drugi) przesunęli się w kierunku jastrzębiej frakcji, niejako neutralizując zamianę jastrzębiego Leszka Balcerowicza na gołębiego Sławomira Skrzypka.

### Zagęszczenie w środku stawki

W minionym miesiącu najwięcej zamieszania na osi restrykcyjności bankierów centralnych wprowadziły wypowiedzi członków Rady uznawanych za dość wyraźne gołębie, tj. Adama Glapińskiego i prezesa NBP Sławomira Skrzypka. Glapiński powiedział PAP 2 marca, że nie jest już tak przekonany jak wcześniej, czy z podwyżkami można czekać do końca roku i dodał, że podwyżka stóp może nastąpić bez zmiany nastawienia. Dopiero jednak wypowiedzi prezesa Skrzypka, że RPP powinna zacząć myśleć o zacieśnianiu polityki pieniężnej patrząc na koniec horyzontu projekcji wywołały efekt rynkowy w postaci wyraźnego umocnienia złotego. W naszej ocenie wypowiedzi gołębi były próbą budowania „antyinflacyjnej” reputacji na początku kadencji nowej Rady oraz próbą przesunięcia się w kierunku środka osi restrykcyjności bankierów centralnych. Niemniej, po wyraźnej aprecjacji złotego w reakcji na jastrzębie wypowiedzi gołębi, Prezes NBP skorygował ton swoich wypowiedzi. W wypowiedzi dla Bloomberg 9 marca stwierdził, że silniejszy złoty obniżyłby przyszłą inflację, a siła złotego jest istotnym czynnikiem brany pod uwagę przez Radę. Dzień później w rozmowie z agencją Reuters stwierdził, że obecne umocnienie złotego odbiega od fundamentów, które wskazują na stabilność polskiej waluty. Co ciekawe, w reakcji na aprecjację złotego do gry włączyli się jastrzębi członkowie Rady: Andrzej Bratkowski i Andrzej Rzońca. Obaj zwracali na ryzyka związane z nadmierną aprecjacją złotego i fakt, ogranicza to potrzebę podwyżek stóp. Szczególnie wyraźnie czynił to Bratkowski, mówiąc, że jest za wcześnie, by mówić o zaostrzeniu polityki pieniężnej, a w najbardziej prawdopodobnym scenariuszu stopy w ogóle się nie zmieniają w tym roku ze względu na skalę niepewności co do światowej gospodarki. Prawdopodobieństwo podwyżek stóp w tym roku wg Bratkowskiego to tylko ok. 30%. Co więcej, w jego opinii „jest 25% prawdopodobieństwa, że sytuacja w strefie euro i UE nie będzie się rozwijała pozytywnie, a jednocześnie złoty będzie się umacniał, a wtedy celowe byłoby obniżenie stóp”. Bratkowski uważa, że szanse na zmianę nastawienia w ciągu 2-3 miesięcy są minimalne. Jego zdaniem Rada powinna brać pod uwagę kursu złotego w większym stopniu niż dotychczas i kierować się stabilizacją kursu, a nie tylko tradycyjnie rozumianym bezpośrednim celem inflacyjnym. NBP powinien być wg niego bardziej aktywny na rynku walutowym, przez co rozumie on „nie wyznaczenie celu kursowego, ale wygładzanie dużych wahań”. Naszym zdaniem bardziej aktywne podejście do kursu złotego i próby umiejętnego przeciwdziałania nadmiernej aprecjacji krajowej waluty są słuszne.

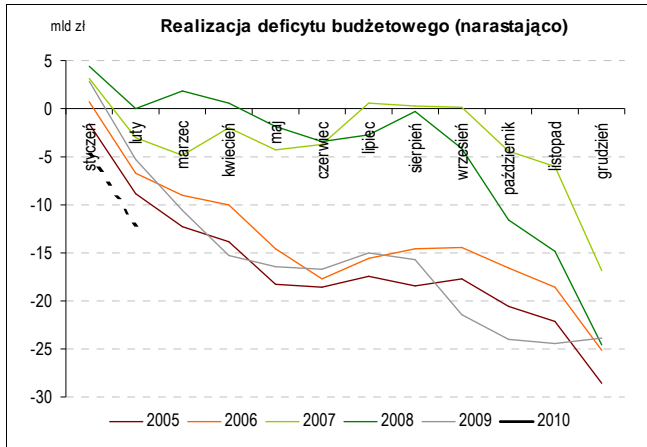
Indeks przyjmuje wartości od 0 do 2. Za głosowanie zgodne z poglądem większości przyznawany jest 1 punkt. Za głosowanie za bardziej jastrzębią decyzją niż pogląd większości przyznawane są 2 punkty. Natomiast za głosowanie za mniej jastrzębią decyzją niż pogląd większości przyznawane jest 0 punktów. Średnia 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 miesięcy – do końca kadencji RPP. Wartość w procentach na osi odzwierciedla **nasze subiektywne** przekonanie o tym, jaki jest preferowany przez poszczególnych członków obecnej Rady poziom stopy referencyjnej za 12 miesięcy.

Źródło: Eurostat, GUS, NBP, obliczenia własne

## Pod lupą: Rząd i polityka



### Wypowiedzi przedstawicieli rządu nt. perspektyw budżetu

#### Jacek Rostowski, minister finansów, Reuters, 11 III

Uważam, że powinien być on (zysk NBP w 2009 r.) znaczący i chcę zapewnić, że każda złotówka z tego zysku będzie użyta do obniżenia deficytu budżetowego i długu publicznego Polski. (...) Nie widzę teraz żadnej groźby, aby dług publiczny w tym roku mógł przekroczyć 55 procent Produktu Krajowego Brutto.

#### Michał Boni, szef doradców premiera, PAP, 10 III

Deficyt budżetu (w 2010 r.) może być o te kilkanaście mld zł niższy. Przede wszystkim założyliśmy w ustawie budżetowej konserwatywny wzrost PKB. Teraz wszystkie ośrodki analityczne podają, że może być on znacznie wyższy. Zatem będą też wyższe dochody budżetowe, a wydatki zostaną tak czy inaczej utrzymane w ryzach. (...) W całym 2010 roku wzrost (PKB) powinien ukształtować się w przedziale 2,5-3%.

#### Dominik Radziwiłł, wiceminister finansów, Reuters, 4 III

W tym roku planujemy jeszcze emisje obligacji na rynkach zagranicznych o równoważności 3 miliardów euro. Planujemy powrót na rynek jena i franka szwajcarskiego i przede wszystkim dolara. (...) Jestem przekonany, że tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto będą znacznie niższe niż planowane. Przy założonym wzroście PKB na poziomie około 3 procent, który uznajemy za całkowicie realistyczny, potrzeby pożyczkowe będą na pewno o kilkanaście miliardów mniejsze wobec planu na poziomie 196,8 miliarda złotych.

#### Ludwik Kotecki, wiceminister finansów, PAP, 24 II

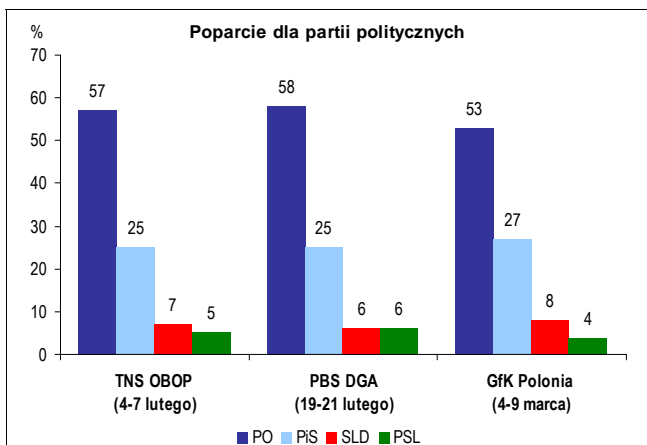
Nie oczekiwałem na to, że w 2010 roku zmniejszą się potrzeby pożyczkowe względem 2009 roku, ale mogą być mniejsze niż planowane. Myślę, że możliwe jest niezrealizowanie deficytu na 2010 rok i oczekuję tu na bardzo miłą niespodziankę rządu kilkunastu miliardów złotych.

### Spory deficyt budżetu w styczniu

- Wg wstępnych danych Ministerstwa Finansów deficyt krajowy budżetu państwa wyniósł w styczniu 4,8 mld zł, tj. 9,3% rocznego planu na poziomie 52,2 mld zł. Wykonanie dochodów i wydatków było na poziomie 8,9% planu.
- Deficyt budżetu środków europejskich wyniósł w styczniu ok. 2,5 mld zł, co stanowi ok. 17% rocznego planu 14,4 mld zł.
- Dane te trudno porównywać z ubiegłymi latami, ponieważ w tym roku po raz pierwszy wydzielono jako osobne budżet środków krajowych oraz budżet środków z UE.
- Zwraca jednak uwagę znaczny spadek dynamiki niemal wszystkich rodzajów dochodów podatkowych. Równocześnie, szybko rosną dotacje do FUS (w styczniu zrealizowano 15% rocznego planu), co pozwoliło jednak funduszowi na spłatę części zadłużenia wobec banków (z 3,8 do 1,6 mld zł).

### ... ale w całym roku będzie znacznie poniżej planu

- Wg przedstawicieli rządu deficyt budżetowy w całym roku może być niższy od zapisanego w ustawie o kilkanaście miliardów złotych. Potwierdza to nasze szacunki, o których pisaliśmy miesiąc temu. Wpływy podatkowe były założone w budżecie na dość ambitnym poziomie, więc trudno będzie zrealizować je znacznie powyżej planu. Jednak do budżetu trafią wyższe niż planowano środki z dywidend oraz z zysku NBP za 2009 r.
- Znacznie niższe od planu będą też zapewne krajowe potrzeby pożyczkowe. Oprócz mniejszego deficytu będzie to efektem większych od pierwotnie zaplanowanych emisji długu zagranicznego oraz prawdopodobnie większych wpłat do budżetu z tytułu prywatyzacji.
- W marcu Polska wyemitowała obligacje 4-letnie za 475 mln CHF. MF zapowiedziało też kolejne emisje za granicą w II kwartale, w tym emisję dolarową o wartości 1-1,5 mld USD.
- W wyniku zmniejszenia odpisów z prywatyzacji na fundusze celowe, do budżetu trafi większa niż pierwotnie zakładano część tych środków. Nawet jeśli suma przychodów skarbu państwa z prywatyzacji będzie mniejsza niż zakładane 25 mld zł, kwota przekazana do budżetu może być większa od planu. Wg założeń Planu Rozwoju i Konsolidacji Finansów z tego tytułu możliwe będzie ograniczenie emisji SPW w br. o prawie 4 mld zł.
- Wg informacji MF po lutym sfinansowano 27% potrzeb pożyczkowych brutto na ten rok, a stan środków na rachunkach budżetowych wyniósł na koniec lutego ok. 32 mld zł. Wskazuje to, że resort finansów dysponuje na początku roku rekordowo dużą poduszką płynności, dającą mu sporą elastyczność w emitowaniu papierów skarbowych w kolejnych miesiącach.

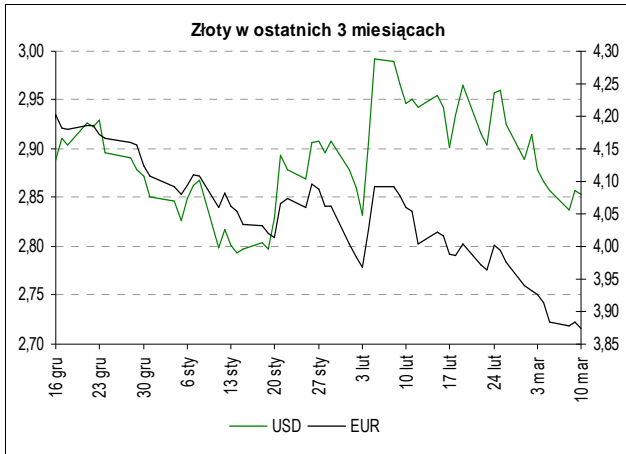


### Platforma wciąż na prowadzeniu

- Poparcie dla Platformy Obywatelskiej w badaniach opinii publicznej wzrosło w ostatnich miesiącach, zwiększając i tak już znaczną przewagę PO nad pozostałymi ugrupowaniami. Wyniki sugerują, że PO mogłaby liczyć na bezwzględną większość w parlamencie gdyby wybory odbyły się w najbliższym czasie.
- Z kolei wyniki sondaży dotyczące wyborów prezydenckich wskazują, że kandydat PiS Lech Kaczyński przegrałby z kandydatem PO, niezależnie czy byłby nim Radosław Sikorski, czy Bronisław Komorowski. Ostatecznie kandydata PO wyłonią prawyborcy, które powinny rozstrzygnąć się niebawem.
- Naszym zdaniem wynik wyborów prezydenckich nie będzie miał dużego wpływu na politykę gospodarczą rządu, m.in. ze względu na wybory parlamentarne w 2011 r. Część inwestorów może jednak uważać, że brak weta prezydenta przyspieszy reformy.

Źródło: Ministerstwo Finansów, ośrodki badawcze, obliczenia własne

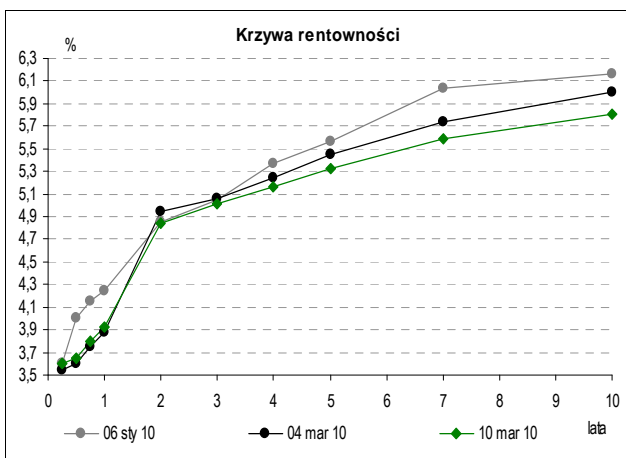
## Monitor rynku



### Złoty najmocniejszy od 15 miesięcy

W minionym miesiącu doszło do silnego umocnienia złotego. Aprecjacja krajowej waluty była tymczasowo wstrzymywana przez nasilające się okresowo obawy o sytuację fiskalną peryferyjnych krajów strefy euro (głównie Grecji). W okresach wzrostu apetytu na ryzyko złoty pokonywał kolejne wsparcia: 4,00, 3,95-3,96 a po jastrzębich komentarzach prezesa NBP także 3,90. Dalszy spadek kursu EURPLN mógł być związany z realizacją zleceń stop-loss.

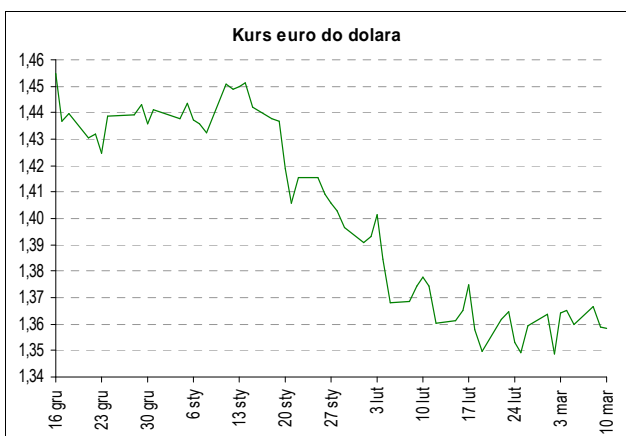
Obecnie złoty jest blisko wykupionych poziomów i po silnym umocnieniu oczekujemy na realizację zysków przez inwestorów korektą kursu EURPLN w stronę 3,95-3,97. Może temu sprzyjać gołębi ton ostatnich wypowiedzi członków RPP. Jednak korzystna sytuacja fundamentalna, pozytywne rekomendacje dla złotego, przepływy prywatyzacyjne i rosnący apetyt na ryzyko będzie sprzyjały umocnieniu złotego w średnim terminie. Krótkoterminowym wsparciem dla kursu EURPLN jest pasmo 3,85-3,87.



### Umocnienie na dłuższym końcu i wyłuszczenie krzywej

W ostatnich tygodniach na krajowym rynku doszło do silnego umocnienia obligacji, głównie na dłuższym końcu krzywej co doprowadziło do jej silnego wyłuszczenia (spread 2-10 poniżej 100 pb). Doszło też do spadku spreadu asset swap oraz spreadu między 10-letnimi obligacjami krajowymi a Bundami i Treasuries. Dobre nastroje potwierdziły udane emisje obligacji na rynku krajowym i zagranicznym. Rynek był wsparty przez wypowiedzi z MinFin o niższej podaży długu. Długi koniec był wsparty przez relatywnie dobrą ocenę fundamentalnej sytuacji Polski na tle innych krajów UE.

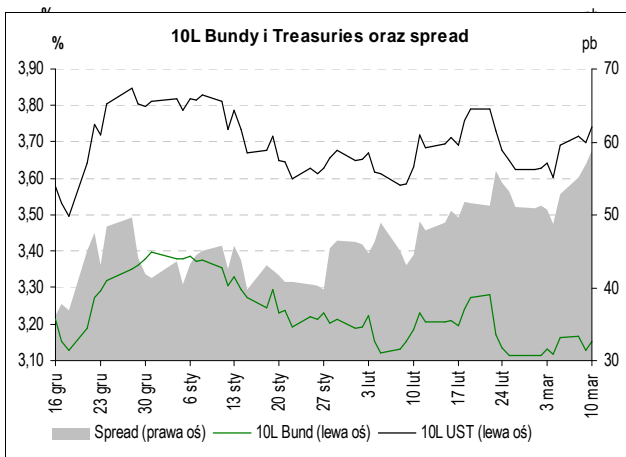
Wraz z możliwą korektą złotego i zagranicznych akcji może dojść do realizacji zysków i wzrostu rentowności na krajowym rynku obligacji. Krótki koniec mogą jednak wspierać gołębie komentarze RPP.



### EURUSD pod wpływem Grecji i perspektyw stóp Fed i EBC

Kurs EURUSD poruszał się w ostatnich tygodniach w dość wąskim przedziale i był pod dużym wpływem tonu napływających informacji dot. Grecji. Do aprecjacji dolara przyczyniły się m.in. dobre dane z USA, decyzja Fed o podwyżce stopy dyskontowej. Euro wsparły zapewnienia szefa Fed przed Kongresem, że stopy pozostaną na dłużej bez zmian, jednak w drugą stronę działały sugestie szefa EBC, że nie należy spodziewać się szybkich podwyżek stóp. Euro zyskiwało po uchwaleniu przez rząd Grecji dodatkowego pakietu oszczędnościowego.

Oczekujemy, że dolar pozostanie dość mocny w relacji do euro, a kurs EURUSD pozostanie w przedziale 1,344-1,374. Po uspokojeniu obaw o sytuację fiskalną Grecji euro może nieznacznie odreagować, jednak na korzyść dolara będą przemawiały korzystniejsze dane makro sygnalizujące szybsze ożywienie gospodarcze.



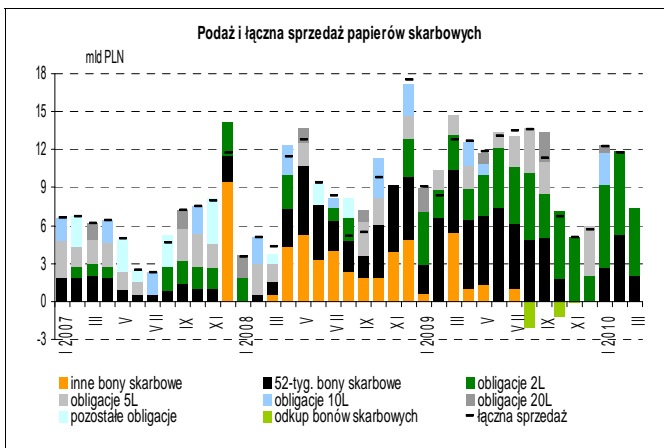
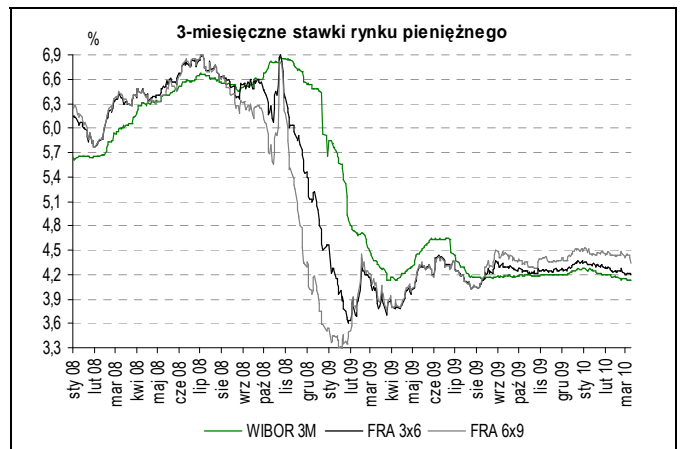
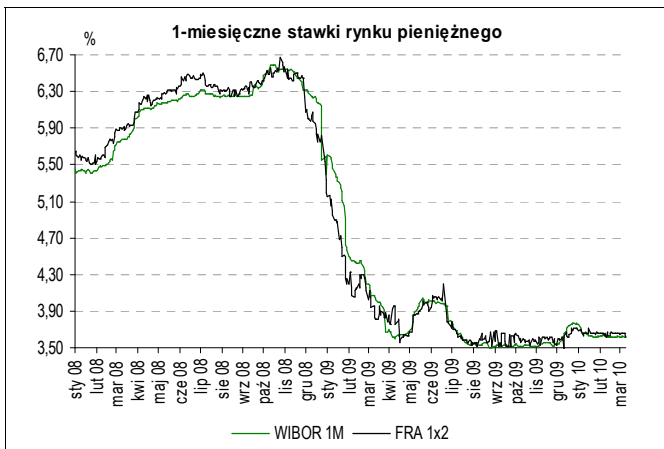
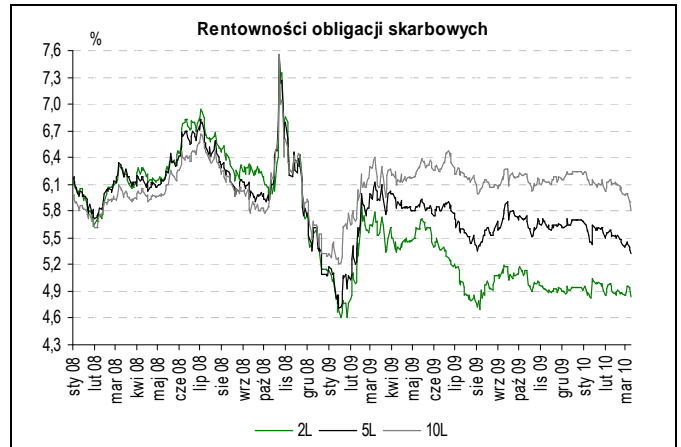
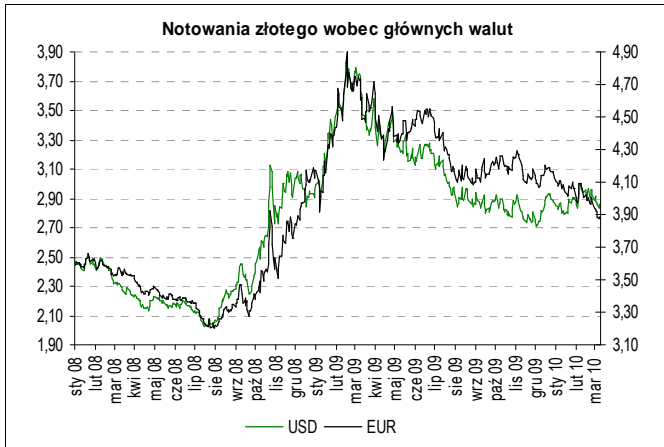
### Dalszy wzrost spreadu Treasuries vs. Bundy

W minionym miesiącu doszło do umocnienia 10-letnich Bundów i osłabienia długiego końca krzywej w USA. Choć II poł. lutego przebiegała pod znakiem wzrostu rentowności przy wzrostach na rynkach akcji i podwyżce stopy dyskontowej Fed to koniec ub. miesiąca przyniósł spore odreagowanie cen, zwłaszcza Bundów które zyskiwały względem obligacji innych krajów strefy euro w obliczu obaw o sytuację Grecji. Wsparciem były też zapewnienia prezesów EBC i Fed o utrzymaniu niskich stóp. Po dobrych danych z rynku pracy w USA i globalnych nastrojów doszło do spadków cen.

Po uspokojeniu obaw o kraje PIGS Bundy mogą się nieco osłabić. Wraz z wycofaniem programu zakupu obligacji przez Fed amerykański rynek również może znaleźć się pod presją. Jednak wzrost rentowności powinien być ograniczany przez spadek apetytu na ryzyko i oddalenie momentu podwyżek stóp w strefie euro i USA.



# Monitor rynku



**Przetargi bonów skarbowych (mln zł)**

Data przetargu	OFERTA	POPYT / SPRZEDAŻ
18.01.2010	500-700	3934/638
25.01.2010	1000-1300	4550/1300
1.02.2010	900-1200	3848/1200
8.02.2010	700-1200	3134/1090
15.02.2010	700-1000	2862/952
22.02.2010	1300-1800	3920/1800
1.03.2010	700-1000	2933/1000
8.03.2010	700-1000	1949/1000
15.03.2010	-	-
22.03.2010	-	-
29.03.2010	-	-
1.04.2010	-	-
12.04.2010	-	-

\* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

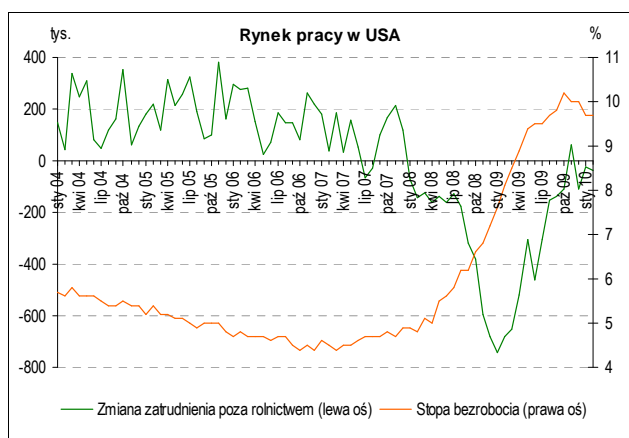
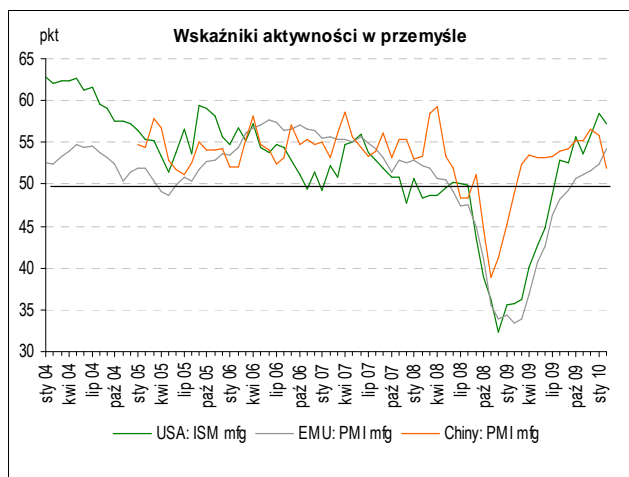
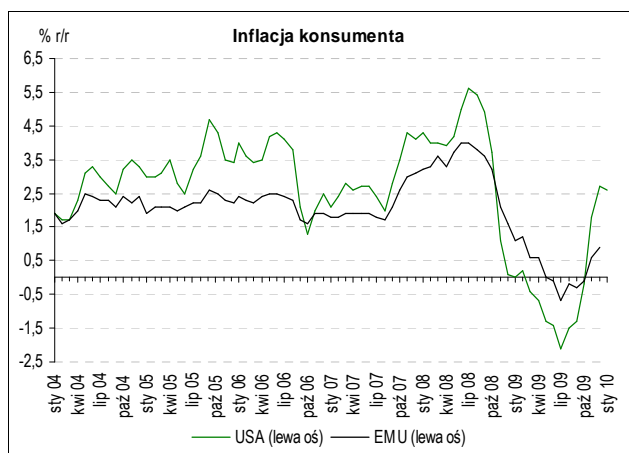
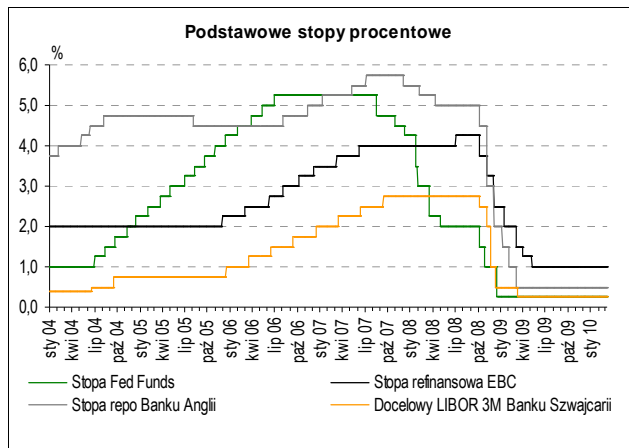
**Przetargi obligacji skarbowych w 2009/2010 r. (mln zł)**

miesiąc	I przetarg				II przetarg				Przetarg zamian		
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	sprzedaż
lipiec	1.07	OK0112	3000-4500	4006	15.07*	PS0414	1000-2000	-	8.07	PS0414/ DS1019	0/1982
sierpień	5.08*	OK0112	3900-5400	5402	12.08	PS0414	2000-3500	3500	-	-	-
wrzesień	2.09	OK0112	2500-3500	3500	9.09	PS0414	1000-2500	1109	23.09*	WS0922	1000-2400/2400
październik	7.10*	OK0112	3000-5400	5400	-	-	-	-	29.10	PS0413/PS0414/DS1019	1573/1753/1290
listopad	10.11	OK0712	3500-5000	5000	-	-	-	-	26.11	OK0712/P0414	1121/2243
grudzień	2.12	OK0712/PS041	3000-6000	5651	-	-	-	-	16.12	-	-
styczeń	13.01*	OK0712	6600	6600	20.01*	DS1019/WS0429	2400/600	2409/591	6.01	PS0415/WZ0118	2494/2383
lut	10.02*	OK/PS	6600	6600	17.02	DS/WS/WZ/IZ	-	-	3.02	-	-
marzec	10.03	OK0712	3500-5400	5448	17.03	WZ0121	-	-	3.03	PS0415/DS1019/WS0429	1784/2662/315
kwiecień	7.04	OK	-	-	14.04	PS	-	-	24.04**	DS/WS/WZ/IZ	-
maj	5.05	OK	-	-	12.05	PS	-	-	19.05	DS/WS/WZ/IZ	-
czerwiec	2.06	OK	-	-	9.06	PS	-	-	16.06	DS/WS/WZ/IZ	-

\* razem z przetargiem uzupełniającym, \*\* - aukcja zwykła

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

## Przegląd międzynarodowy



## Stopy nisko przez dłuższy czas

▪ Z protokołu ze styczniowego posiedzenia FOMC wynika, że Fed oczekuje, że ożywienie w amerykańskiej gospodarce będzie stopniowo kontynuowane. Wzrost zatrudnienia będzie następował powoli, a inflacja powinna pozostawać ograniczona jeszcze „przez jakiś czas”. Członkowie Fed zasygnalizowali też, że chcą relatywnie szybkiego wycofania nadzwyczajnej ilości gotówki w systemie bankowym. W drugiej połowie lutego Fed podwyższył stopę dyskontową, stanowiącą koszt pożyczek dla banków. Jednak w wystąpieniu w Kongresie pod koniec lutego Ben Bernanke powiedział, że gospodarka amerykańska wciąż potrzebuje niskich stóp procentowych.

▪ W lutym zgodnie z oczekiwaniami, EBC pozostawił stopy procentowe bez zmian. Prezes banku, J.C. Trichet, na konferencji prasowej powtórzył po raz kolejny, że obecny poziom stóp jest odpowiedni, stwierdzając, że inflacja powinna pozostawać ograniczona, a ożywienie w gospodarce przebiega nierównomiernie. Te wypowiedzi, jak i prognozy ekonomiczne EBC (wzrost PKB w strefie euro o zaledwie 0,8% w 2010 i 1,5% w 2011, inflacja odpowiednio 1,2% i 1,5%) wskazują naszym zdaniem, że bank nie będzie się spieszyć z podwyżkami i mogą one nastąpić dopiero w 2011 roku. Trichet podkreślił, że EBC jest zadowolony z podjętych przez grecki rząd dodatkowych działań oszczędnościowych.

▪ Inflacja w USA w styczniu spadła do 2,6% z 2,7%, wobec oczekiwanych 2,8%. PPI ogółem w USA wzrósł w styczniu o 1,4% m/m, a PPI bez cen żywności i energii wzrósł o 0,3% m/m, podczas gdy rynek oczekiwał odpowiednio wzrostu o 0,8% m/m i 0,1% m/m.

▪ Dane inflacyjne ze strefy euro były bliskie oczekiwaniam. Według wstępnych wyliczeń, inflacja HICP w strefie euro wyniosła w lutym 0,9%, nieco poniżej oczekiwań (1,0%). Z kolei dynamika PPI w styczniu wyniosła -1,0% r/r wobec prognoz na poziomie -1,1% r/r i spadku w grudniu o 2,9% r/r.

## Dosyć dobre dane z USA, spadek PMI w Chinach

▪ Indeks PMI dla przemysłu w Chinach zanotował w lutym drugi z rzędu spadek do 52 pkt z 55,8 pkt w styczniu, co pokazało, że w chińskiej gospodarce wciąż istnieje niepewność, co do trwałości ożywienia gospodarczego.

▪ PMI w strefie euro wzrósł w lutym do 54,2 z 52,4. Silny wzrost indeksu w lutym zanotowano w Niemczech do 57,2 z 53,7 w styczniu. Indeks PMI dla usług strefy euro był w lutym nieco niższy od wstępnego szacunku (52) i wyniósł 51,8 wobec 52,5 w styczniu. Lepszy od oczekiwań był indeks PMI w usługach dla Niemiec (51,9). Dane o PKB w strefie euro potwierdziły wstępne szacunki Eurostatu (0,1% kw/kw i -2,1% r/r).

▪ Indeks ISM dla przemysłu w USA spadł w lutym z 58,4 pkt do 56,5 pkt nieco silniej niż przewidywano (57,9 pkt), ale pozostał wyraźnie powyżej 50 pkt, wskazując na utrzymującą się fazę ożywienia w sektorze wytwórczym. Mocniejszy od prognoz był za to indeks ISM dla usług, rosnąc w lutym do 53,0 z 50,5.

▪ Dynamika PKB za IV kw. w USA została zrewidowana w górę (5,9% z 5,7%). Beżowa Księga Fed miała neutralną wymowę. Informacje, że w lutym aktywność gospodarcza umiarkowanie wzrosła w większości regionów USA zostały zrównoważone przez stwierdzenie, że sytuacja na rynku pracy wciąż jest słaba, a w większości regionów nie ma też znacznej poprawy na rynku nieruchomości komercyjnych.

▪ W lutym liczba miejsc pracy w sektorach pozarolniczych w USA spadła o 36 tys., po spadku o 26 tys. po korekcie w styczniu wobec oczekiwanych -50 tys. Stopa bezrobocia wyniosła 9,7%, tyle samo, co miesiąc wcześniej, mimo ostrej zimy, która utrudniała działalność wielu firm i powodowała obawy o to, że statystyki z rynku pracy mogą się pogorszyć. Według niektórych ocen, gdyby nie złe warunki pogodowe, w lutym widoczny byłby wzrost zatrudnienia w amerykańskich firmach.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>8 marca</b> <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i>	<b>9</b>	<b>10</b> <i>PL: Przetarg obligacji 2-letnich</i> US: Zapasy hurtowe (I)	<b>11</b> CH: Decyzja SNB (I kw.) US: Bilans handlowy (I)	<b>12</b> <i>PL: Podaż pieniądza (II)</i> <i>PL: Bilans płatniczy (I)</i> EZ: Produkcja przemysłu (I) US: Sprzedaż detaliczna (II) US: Wstępny Michigan (III)
<b>15</b> <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> <i>PL: CPI (I i II)</i> US: Indeks NY Fed (III) US: Przepływy kapitałowe (I) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (II) US: Produkcja przemysłu (II)	<b>16</b> <i>PL: Płace i zatrudnienie (II)</i> DE: Indeks ZEW (III) EZ: Finalny HICP (II) US: Liczba nowych budów domów (II) US: Liczba pozwoleń na budowę (II) US: Ceny w imporcie (I) US: Decyzja Fed	<b>17</b> <i>PL: Przetarg obligacji</i> <i>PL: Produkcja przemysłowa (II)</i> <i>PL: PPI (II)</i> US: PPI (II) JP: Decyzja BoJ	<b>18</b> <i>PL: Minutes RPP (II)</i> US: CPI (II) US: Wskaźniki wyprzedzające (II) US: Philadelphia Fed (III)	<b>19</b> EZ: Wstępny PKB (IV kw.) EZ: Produkcja przemysłu (XII) US: Wstępny Michigan (II)
<b>22</b> <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> <i>PL: Wskaźniki koniunktury (III)</i> <i>PL: Inflacja bazowa (I i II)</i> JP: Dzień wolny	<b>23</b> US: Sprzedaż domów (II) US: Indeks cen domów (II)	<b>24</b> <i>PL: Przetarg obligacji</i> <i>PL: Sprzedaż detaliczna (II)</i> <i>PL: Bezrobocie (II)</i> EZ: Wstępny PMI - sektor przetwórczy (III) EZ: Wstępny PMI - sektor usług (III) DE: Indeks Ifo (III) US: Zamówienia na dobra trwałe (II) US: Sprzedaż nowych domów (II)	<b>25</b> DE: Indeks GfK (IV) EZ: Podaż pieniądza M3 (II)	<b>26</b> US: Finalny PKB (IV kw.) US: Finalny Michigan (III)
<b>29</b> <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> EZ: Indeks nastrojów gospodarczych (III) US: Bazowy PCE (II) US: Dochody i wydatki gospodarstw domowych	<b>30</b> <i>PL: Spotkanie RPP – decyzja</i> US: Raport Case/Shiller (I) US: Zaufanie konsumentów (III)	<b>31</b> <i>PL: Spotkanie RPP – decyzja</i> <i>PL: Bilans płatniczy (IV kw.)</i> EZ: Wstępny HICP (III) US: Chicago PMI (III) US: Zamówienia w przemyśle (II) US: Raport ADP (III)	<b>1 kwietnia</b> <i>PL: PMI (III)</i> EZ: PMI - sektor przetwórczy (III) US: ISM - sektor przetwórczy (III)	<b>2</b> US, DE, GB, CH: Dzień wolny US: Zatrudnienie poza rolnictwem (III) US: Stopa bezrobocia (III)
<b>5</b> <i>PL: Wielkanoc</i> DE, CH, GB: Dzień wolny US: ISM - sektor usług (III) US: Niezakończone transakcje sprzedaży domów (II)	<b>6</b>	<b>7</b> <i>PL: Przetarg zamiany obligacji</i> EZ: PMI - sektor usług (III) EZ: Finalny PKB (IV kw.) EZ: PPI (II) JP: Decyzja BoJ	<b>8</b> EZ Sprzedaż detaliczna (II) EZ: Spotkanie EBC – decyzja GB: Spotkanie BoE – decyzja	<b>9</b> DE: Eksport (II) US: Zapasy hurtowe (II)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

## Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2010 roku

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

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

Źródło: GUS, NBP

## Dane i prognozy ekonomiczne

## Wskaźniki miesięczne

		lut 09	mar 09	kwi 09	maj 09	cze 09	lip 09	sie 09	wrz 09	paź 09	lis 09	gru 09	sty 10	lut 10	mar 10
PMI	pkt.	40,8	42,2	42,1	42,5	43,0	46,5	48,2	48,2	48,8	52,4	52,4	51,0	52,4	52,8
Produkcja przemysłowa	% r/r	-14,6	-1,9	-12,2	-5,2	-4,5	-4,4	0,1	-1,3	-1,3	9,9	7,4	8,5	7,0	10,1
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	1,9	1,2	0,5	0,3	0,5	10,7	11,0	5,7	2,7	9,9	3,2	-15,3	-11,1	5,1
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	0,6	1,8	2,9	2,4	2,1	5,7	5,2	2,5	2,1	6,3	7,2	2,5	2,5	3,2
Stopa bezrobocia	%	10,9	11,1	10,9	10,7	10,6	10,7	10,8	10,9	11,1	11,4	11,9	12,7	13,0	13,0
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw <sup>a</sup>	% r/r	5,1	5,7	4,8	3,8	2,0	3,9	3,0	3,3	2,0	2,3	6,5	0,5	2,1	1,7
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-0,2	-0,9	-1,4	-1,7	-1,9	-2,2	-2,2	-2,4	-2,4	-2,2	-1,8	-1,4	-1,0	-0,6
Eksport (w euro)	% r/r	-26,3	-16,6	-28,9	-20,6	-21,3	-23,5	-21,3	-18,4	-10,9	1,1	12,3	15,0	15,3	17,9
Import (w euro)	% r/r	-32,7	-25,9	-35,1	-30,7	-30,6	-29,1	-27,2	-27,4	-21,5	-10,7	-2,6	7,7	13,0	16,5
Bilans handlowy	mln EUR	-67	-214	-205	-26	-279	-539	-470	-25	-103	-305	-711	18	95	-135
Rachunek bieżący	mln EUR	790	-131	-451	-405	-232	-833	-107	-308	-266	-1 237	-1 034	-232	-155	-435
Rachunek bieżący	% PKB	-4,5	-4,0	-3,8	-3,5	-3,0	-3,1	-2,8	-2,3	-1,9	-1,8	-1,6	-1,4	-1,7	-1,8
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-5,3	-10,6	-15,3	-16,4	-16,7	-15,0	-15,6	-21,5	-24,0	-24,4	-23,8	-4,8	-12,0	-15,0
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	22,2	44,6	64,5	68,9	70,0	63,2	65,8	90,3	101,1	102,6	100,0	9,3	23,0	28,7
Inflacja (CPI)	% r/r	3,3	3,6	4,0	3,6	3,5	3,6	3,7	3,4	3,1	3,3	3,5	3,6	3,0	2,5
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,4	2,5	2,6	2,8	2,7	2,9	2,9	2,9	2,9	2,8	2,6	2,2	2,0	1,8
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	5,7	5,5	4,8	3,7	4,1	2,8	2,2	1,6	2,0	1,9	2,1	0,2	-2,0	-2,3
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	17,8	17,5	14,4	14,2	14,4	11,9	9,0	9,6	11,9	8,0	8,1	6,2	5,6	6,5
Zobowiązania	% r/r	19,2	19,4	16,1	15,7	15,9	13,0	10,7	10,9	13,5	10,3	9,8	7,5	6,9	6,6
Należności	% r/r	37,2	34,5	30,3	29,3	26,8	23,3	19,8	18,6	14,9	13,4	8,6	5,3	4,7	4,3
USD/PLN	PLN	3,63	3,55	3,36	3,23	3,22	3,05	2,90	2,86	2,85	2,79	2,83	2,85	2,93	2,89
EUR/PLN	PLN	4,65	4,62	4,43	4,41	4,51	4,30	4,13	4,16	4,21	4,17	4,14	4,07	4,01	3,92
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	4,00	3,75	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Stopa lombardowa <sup>b</sup>	%	5,50	5,25	5,25	5,25	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
WIBOR 3M	%	4,69	4,30	4,20	4,52	4,60	4,26	4,16	4,18	4,18	4,19	4,23	4,24	4,17	4,15
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,62	4,78	4,80	4,91	4,73	4,43	4,23	4,33	4,35	4,26	4,25	4,01	3,90	3,90
Rentowność obligacji 2L	%	5,37	5,60	5,44	5,60	5,34	4,93	4,92	5,10	5,03	4,92	4,92	4,95	4,90	4,88
Rentowność obligacji 5L	%	5,57	5,97	5,88	5,85	5,83	5,55	5,53	5,74	5,65	5,64	5,67	5,58	5,51	5,40
Rentowność obligacji 10L	%	5,94	6,21	6,17	6,30	6,34	6,19	6,08	6,18	6,15	6,14	6,21	6,12	6,09	5,92

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK;

<sup>a</sup> nominalnie; <sup>b</sup> wartość na koniec okresu;

## Wskaźniki kwartalne i roczne

		2007	2008	2009	2010	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
PKB	mld PLN	1 176,7	1 272,8	1 341,9	1 408,0	314,1	326,3	331,5	370,0	335,3	340,2	342,1	390,4
PKB	% r/r	6,8	5,0	1,7	2,8	0,8	1,1	1,7	3,1	3,1	2,7	2,5	3,1
Popyt krajowy	% r/r	8,7	5,5	-0,9	3,5	-1,5	-2,1	-1,2	0,9	2,8	3,7	3,2	4,2
Spożycie indywidualne	% r/r	4,9	5,9	2,3	1,9	3,3	1,7	2,2	2,0	1,8	2,0	2,0	2,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	17,6	8,2	-0,3	4,1	1,0	-3,0	-1,5	1,6	-2,5	5,0	5,0	6,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	9,7	3,5	-3,1	5,8	-10,0	-6,7	-1,3	5,5	8,5	5,7	5,0	4,0
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	22,5	11,4	4,6	4,5	3,5	0,4	9,1	5,3	-7,1	7,4	6,6	11,2
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	14,0	9,6	2,6	3,6	1,0	1,0	3,6	4,7	0,4	3,9	4,6	5,5
Stopa bezrobocia <sup>a</sup>	%	11,2	9,5	11,9	12,3	11,1	10,6	10,9	11,9	13,0	11,9	11,7	12,3
Place realne brutto w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	6,7	5,9	0,9	1,6	3,2	0,2	0,5	0,5	-1,5	1,8	2,7	3,4
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	4,6	4,8	-1,2	0,2	0,1	-1,0	-1,8	-2,0	-1,0	0,2	0,7	1,0
Eksport (w euro)	% r/r	13,4	14,2	-17,4	9,0	-22,2	-23,8	-21,1	0,1	15,8	10,0	6,0	5,0
Import (w euro)	% r/r	19,5	17,2	-25,5	12,0	-28,2	-32,2	-28,0	-12,1	12,4	14,0	12,0	10,0
Bilans handlowy	mln EUR	-12 369	-17 724	-3 415	-6 829	-744	-513	-1 039	-1 119	-22	-1 555	-2 676	-2 576
Rachunek bieżący	mln EUR	-14 696	-18 302	-4 919	-8 779	-30	-1 088	-1 264	-2 537	-822	-2 655	-2 976	-2 326
Rachunek bieżący	% PKB	-4,7	-5,1	-1,6	-2,4	-4,0	-3,0	-2,3	-1,6	-1,8	-2,1	-2,6	-2,4
Wynik general government	% PKB	-1,9	-3,6	-7,2	-6,8	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2,5	4,2	3,5	2,3	3,3	3,7	3,5	3,3	3,0	2,1	1,8	2,4
Inflacja (CPI) <sup>a</sup>	% r/r	4,0	3,3	3,5	2,5	3,6	3,5	3,4	3,5	2,5	2,0	2,1	2,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,0	2,2	3,3	-1,2	4,9	4,2	2,2	2,0	-1,4	-1,7	-0,8	-0,9
Podaż pieniądza (M3) <sup>a</sup>	% r/r	13,4	18,6	8,1	6,2	17,5	14,4	9,6	8,1	6,5	6,3	6,9	6,2
Zobowiązania <sup>a</sup>	% r/r	14,5	20,6	9,8	6,1	19,4	15,9	10,9	9,8	6,6	6,3	6,8	6,1
Należności <sup>a</sup>	% r/r	29,9	36,0	8,6	9,4	34,5	26,8	18,6	8,6	4,3	5,3	7,2	9,4
USD/PLN	PLN	2,77	2,41	3,12	2,80	3,45	3,27	2,94	2,83	2,89	2,85	2,76	2,69
EUR/PLN	PLN	3,78	3,52	4,33	3,84	4,50	4,45	4,20	4,17	4,00	3,85	3,78	3,73
Stopa referencyjna <sup>a</sup>	%	5,00	5,00	3,50	4,00	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	4,00
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	6,50	6,50	5,00	5,50	5,25	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,50
WIBOR 3M	%	4,73	6,36	4,42	4,20	4,83	4,44	4,20	4,20	4,19	4,15	4,15	4,32
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,69	6,26	4,54	4,18	4,75	4,81	4,33	4,29	3,94	4,00	4,30	4,50
Rentowność obligacji 2L	%	5,23	6,22	5,17	5,02	5,26	5,46	4,98	4,96	4,91	4,95	5,05	5,15
Rentowność obligacji 5L	%	5,52	6,15	5,65	5,49	5,50	5,85	5,61	5,66	5,50	5,45	5,50	5,50
Rentowność obligacji 10L	%	5,56	6,06	6,11	5,95	5,86	6,27	6,15	6,17	6,04	5,95	5,90	5,90

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK ; <sup>a</sup> wartość na koniec okresu;

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 10.03.2010 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.