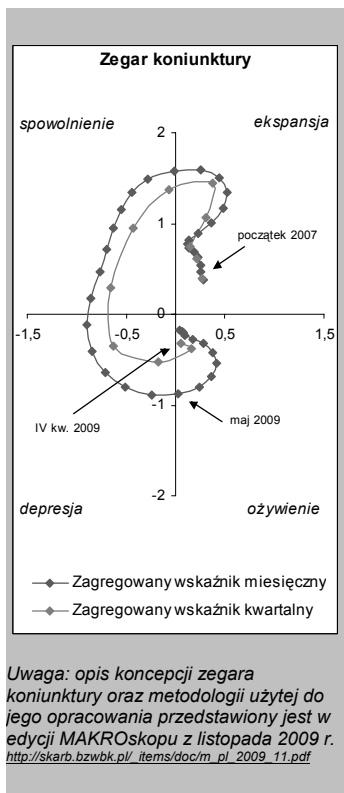


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Kwiecień 2010



W tym miesiącu:

Gospodarka Polski	2
Pod lupą: Bank centralny	4
Rynek nieruchomości	6
Pod lupą: Rząd i polityka	6
Monitor rynku	7
Przegląd międzynarodowy	9
Kalendarz makroekonomiczny	10
Dane i prognozy ekonomiczne	11

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

▪ **Po sobotniej tragedii polski rynek finansowy nie wykazał żadnych gwałtownych ruchów.** Obowiązki Prezesa NBP Sławomira Skrzypka na stanowisku szefa banku centralnego wykonuje Pierwszy Zastępca Prezesa Piotr Wiesiołek. Co istotne, uznano, że przejmuje on również uprawnienia przewodniczącego Rady Polityki Pieniężnej z prawem głosu podczas posiedzeń. Kandydata na prezesa NBP może wskazać Marszałek Sejmu Bronisław Komorowski, który po śmierci Prezydenta Lecha Kaczyńskiego pełni obowiązki głowy państwa. Jednak wydaje się, że w obliczu takiej interpretacji przepisów prawa jak powyżej, rynki finansowe nie będą zaniepokojone nawet jeśli Bronisław Komorowski poczeka ze wskazaniem kandydata na nowego Prezesa NBP do wyboru nowego Prezydenta kraju, po wcześniejszych wyborach. Decyzje w tej sprawie zapadną zapewne w najbliższych tygodniach. Narodowy Bank Polski funkcjonuje w sposób niezakłócony i realizuje wszystkie ustawowe zadania banku centralnego.

▪ **W ubiegłym miesiącu pisaliśmy o braku niespodzianek po pierwszym posiedzeniu Rady i o interesujących wypowiedziach jej członków odnośnie kursu walutowego. Kolejny miesiąc przyniósł zmianę tematu zainteresowań członków RPP, a w konsekwencji bardzo wyraźną różnicę poglądów i konflikt pomiędzy Zarządem NBP a RPP.** Naszym zdaniem, debata merytoryczna na temat optymalnej wysokości rezerwy na ryzyko kursowe (nawet po uwzględnieniu przychodów niezrealizowanych z tytułu różnic kursowych) mogłaby być przydatna i interesująca. Trudno dziś ocenić, czy i kiedy dojdzie do kompromisu pomiędzy Zarządem NBP, a Radą Polityki Pieniężnej.

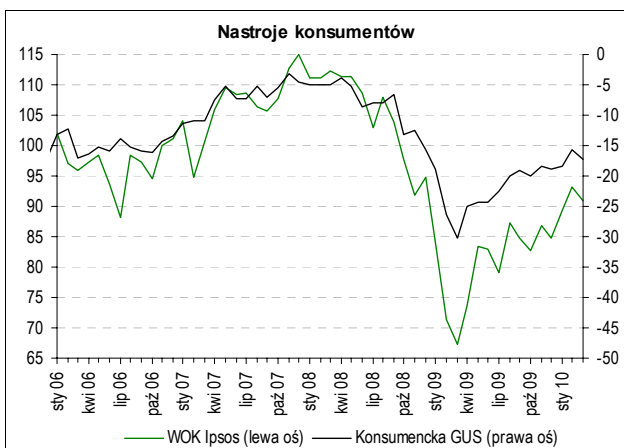
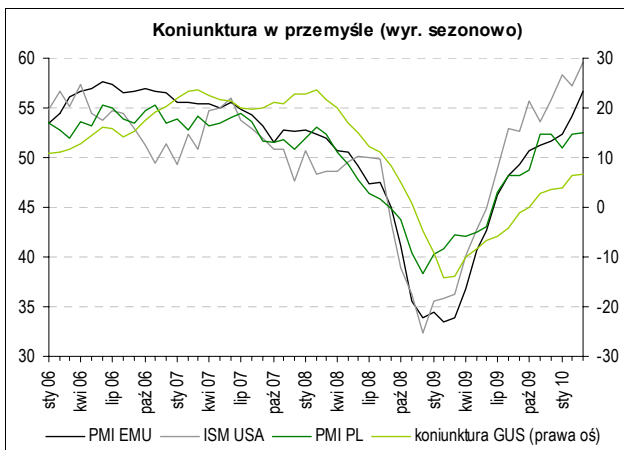
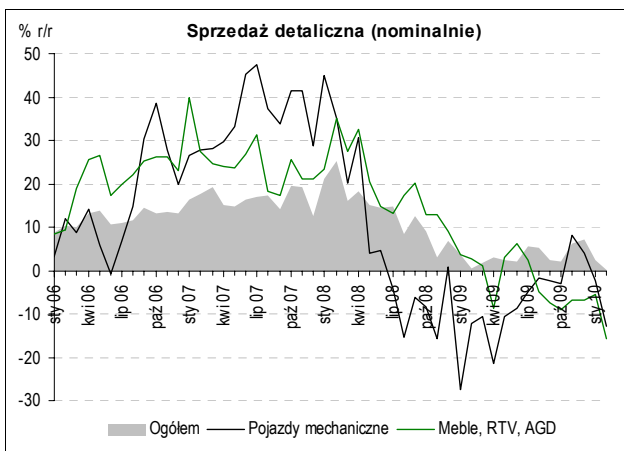
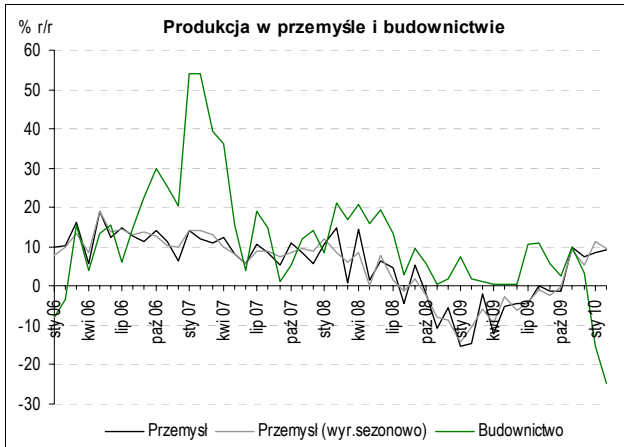
▪ **Co prawda, na rynek walutowy nadciągnęła spodziewana przez nas korekta, ale okazała się ona dość płytka (EURPLN ok. 3,92) i krótkotrwała.** Nastąpiło po niej dalsze umocnienie w kierunku poziomu 3,80, który nie został jednak osiągnięty. Nie zmieniamy prognoz na dalszą część roku. Gdyby miało jednak nastąpić dalsze gwałtowne umocnienie, to mogłoby się spotkać się z kolejną reakcją banku centralnego w postaci interwencji. Nie uważamy, aby polityka okazjonalnych interwencji na rynku walutowym zmieniała znacząco oczekiwaną ścieżkę stóp procentowych NBP. O skuteczności interwencji walutowych napiszemy w jednym z najbliższych MAKROskopów.

▪ **Dane ekonomiczne za luty rozczarowały w sektorze budowlanym i detalicznym, ale w przemyśle nastąpiło przyspieszenie aktywności gospodarczej.** W sumie, obniżyliśmy prognozę wzrostu PKB na I kw. poniżej 3%, ale na cały rok pozostawiamy bez zmian (2,8%), ponieważ zaległości z początku roku powinny być odrabiane w kolejnych miesiącach, szczególnie jeśli chodzi o sektor budowlany. Wskaźnik aktywności PMI za marzec był poniżej oczekiwań, ale wzrósł delikatnie i utrzymuje się powyżej poziomu 50, co oznacza ekspansję w sektorze przemysłowym. Podnosimy prognozę produkcji przemysłowej oraz eksportu na kolejne kwartały, choć skala ożywienia gospodarczego w strefie euro wciąż pozostaje dużą niewiadomą.

Na rynku finansowym 31 marca 2010 r.:					
Stopa depozytowa NBP	2,00	WIBOR 3M	4,10	USDPLN	2,8720
Stopa referencyjna NBP	3,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	4,52	EURPLN	3,8622
Stopa lombardowa NBP	5,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,11	EURUSD	1,3448

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 11.04.2010 r.

Gospodarka Polski

**Dobre wiadomości z sektora przetwórczego**

Wzrost produkcji przemysłowej w lutym był lepszy od prognoz i wyniósł 9,2% r/r (a po wyeliminowaniu wahań o charakterze sezonowym 9,5% r/r). W przetwórstwie przemysłowym produkcja wzrosła o 10,7% r/r. Najwyższy wzrost zanotowano w działach przemysłu w dużym stopniu zorientowanych na eksport. Utrzymał się wyjątkowo wysoki wzrost w produkcji komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych (ok. 58% r/r wobec prawie 67% r/r w styczniu), ale nadal nie mamy pewności, czy jest to zjawisko trwałe.

Wg GUS wzrost nowych zamówień w przemyśle przyspieszył w lutym do 11,4% r/r (najwięcej od ponad 2 lat), co – wraz z utrzymującymi się sygnałami ożywienia za granicą – sugeruje, że wzrost produkcji przemysłu może utrzymać się na wysokim poziomie w kolejnych miesiącach.

Rozczarowanie w budownictwie i handlu

Dane o produkcji budowlano-montażowej rozczarowały, pokazując spadek o 24,6% r/r, najgłębszy od 2003 roku. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych spadek wyniósł 13,7% r/r. Najwyraźniej poprawa pogody w II połowie miesiąca nie była wystarczająca, aby zaczęto odrabiać zaległości na budowach.

Niższa od prognoz była też sprzedaż detaliczna w lutym, która wzrosła nominalnie zaledwie o 0,1% r/r, a realnie spadła o 2,8% r/r. Pogorszenie dynamiki nastąpiło w większości kategorii, co niezbyt dobrze świadczy o skłonności Polaków do konsumpcji.

W sumie, negatywna niespodzianka w przypadku sprzedaży i budownictwa była większa niż pozytywne zaskoczenie w przemyśle, w związku z czym obniżyliśmy prognozę wzrostu PKB na I kw. do 2,7%, chociaż prognoza na cały rok pozostaje bez zmian (2,8%), ponieważ zaległości z początku roku powinny być odrabiane w kolejnych miesiącach, szczególnie jeśli chodzi o sektor budowlany.

Niejednoznaczne wskaźniki koniunktury na marzec

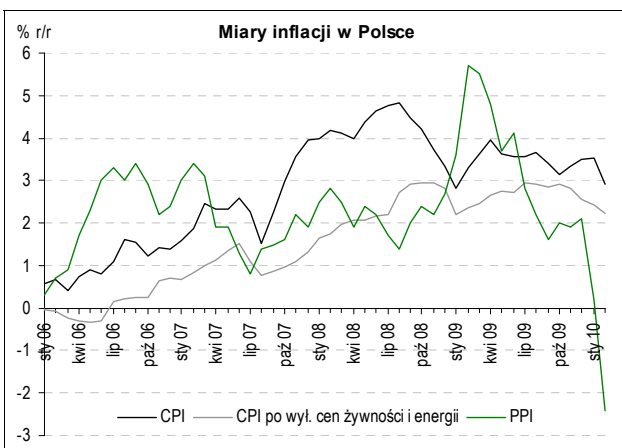
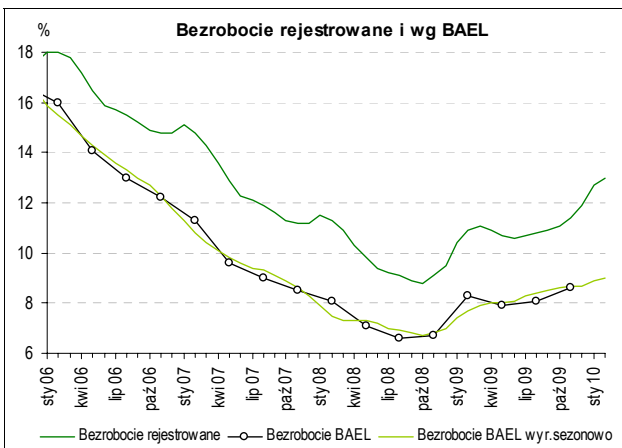
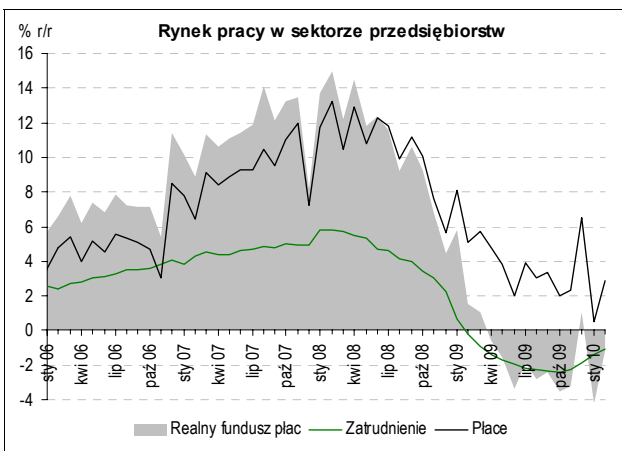
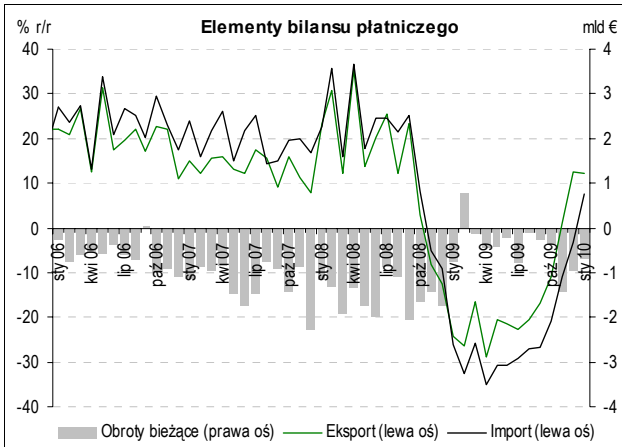
Indeks PMI dla Polski wyniósł w marcu 52,5 wobec 52,4 w lutym i był znacznie niższy od prognoz, chociaż powyżej poziomu 50 pkt, który rozgranicza pomiędzy fazą rozwoju aktywności w przemyśle, a spowolnieniem. Równocześnie, indeksy PMI w większości głównych gospodarek na świecie zanotowały w marcu silne wzrosty, potwierdzając kontynuację globalnego ożywienia w sektorze przetwórczym.

Według badania PMI dla Polski, w marcu kontynuowany był wzrost zamówień krajowych i zagranicznych w sektorze przetwórczym oraz „wyraźny” wzrost produkcji, przy słabnącym spadku zatrudnienia. Jednocześnie, zanotowano wyraźny spadek zapasów wyrobów gotowych, głównie w wyniku rosnącej sprzedaży.

Z kolei badanie koniunktury wg GUS pokazało wyraźny wzrost wskaźników w marcu praktycznie we wszystkich analizowanych sektorach. Wartość indeksów w przemyśle, budownictwie i handlu zwiększyła się zarówno wobec poprzedniego miesiąca, jak i rok do roku. Wzrosły również wskaźniki w ujęciu sezonowo wyrównanym. W sumie, wyniki badania GUS wydają się potwierdzać, że w marcu kontynuowany był wzrost aktywności ekonomicznej w polskich przedsiębiorstwach.

Mniej optymistyczne okazały się wyniki badania nastrojów konsumentów. Zarówno wskaźnik optymizmu konsumentów Ipsos (WOK), jak i wskaźnik bieżący koniunktury konsumenckiej GUS obniżyły się w marcu, co jednak częściowo mogło wynikać z efektu sezonowego. Roczna dynamika indeksów utrzymała się w silnej tendencji wzrostowej (wspieranej częściowo przez efekt wyjątkowo niskiej bazy).

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

Handel zagraniczny odbija się od dna

▪ Dane nt. bilansu płatniczego potwierdzają, że ożywienie aktywności ekonomicznej za granicą sprzyja odbiciu od dna polskiego handlu zagranicznego. Deficyt obrotów bieżących w styczniu wyniósł 710 mln €, przy prawie zrównoważonym bilansie obrotów towarowych (-171 mln €) i wzroście eksportu o 12,3% r/r oraz importu o 7,6% r/r.

▪ Sygnały o rosnących zamówieniach zagranicznych sugerują, że dynamika eksportu powinna przyspieszać w kolejnych miesiącach, w czym dodatkowo pomoże bardzo niska baza z ub. roku. Jednak poprawa dynamiki importu może być jeszcze większa, szczególnie w II półroczu, za sprawą umocnienia złotego i przyspieszenia wzrostu popytu krajowego (wzrost zapasów i inwestycji). W efekcie, kontrybucja eksportu netto do PKB najprawdopodobniej będzie w tym roku ujemna.

Bezrobocie rośnie umiarkowanie

▪ Dane z rynku pracy w sektorze przedsiębiorstw za luty były mieszane – płace wzrosły szybciej niż oczekiwano, a dane o zatrudnieniu były gorsze od prognoz; po raz kolejny wzrosło bezrobocie.

▪ Liczba zatrudnionych w sektorze przedsiębiorstw obniżyła się w lutym o 8 tysięcy osób (0,2% w skali miesiąca), co oznacza poprawę dynamiki rocznej z -1,4% w styczniu do -1,1% r/r.

▪ Zgodnie z oczekiwaniami, po jednorazowym styczniowym gwałtownym załamaniu dynamiki wynagrodzeń, w lutym nastąpiło wyraźne odbicie (z 0,5% do 2,9% r/r). Był to wynik nieco lepszy od naszej prognozy i konsensusu rynkowego.

▪ Fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw wzrósł w ujęciu nominalnym o 1,8% r/r, co przy wciąż podwyższonym poziomie inflacji oznacza spadek realny o ponad 1% r/r.

▪ Stopa bezrobocia rejestrowanego na koniec lutego wyniosła 13,0%, zgodnie z naszą prognozą i wstępnymi szacunkami Ministerstwa Pracy. Oznacza to wzrost z 12,7% na koniec stycznia, który wynika głównie z czynników sezonowych. W ujęciu rocznym przyrost stopy bezrobocia zmniejszył się do 2,1 pp z 2,3 pp w styczniu, co sugeruje, że negatywne tendencje na rynku pracy stopniowo wyhamowują. Wskazuje na to również wyraźna poprawa dynamiki liczby ofert pracy w urzędach (pierwszy roczny wzrost od lipca 2008) oraz dynamiki liczby deklarowanych zwolnień (miesięczny spadek oraz osłabienie rocznego wzrostu).

▪ Według szacunków Ministerstwa Pracy, w marcu stopa bezrobocia rejestrowanego nieznacznie się obniżyła, do 12,9%, w czym pomogły wyraźnie mniejszy niż w poprzednich miesiącach napływ nowych bezrobotnych i wzrost liczby wyłączeń z ewidencji z tytułu podjęcia pracy.

Trend spadkowy inflacji rozpoczął się

▪ Inflacja CPI w lutym spadła do 2,9% r/r z poziomu 3,5% r/r w styczniu, który został zrewidowany w dół z 3,6% po zmianie wag koszyka konsumpcyjnego. Szczegółowe dane o strukturze zmian cen nie zmieniają obrazu perspektywy inflacji w tym roku oraz w średnim terminie. Nadal spodziewamy się spadku inflacji poniżej 2% w lecie, po czym lekkiego odbicia w II półroczu.

▪ Ceny w przemyśle w lutym spadły bardziej od prognoz, o 2,4% r/r, i zapewne dynamika PPI pozostanie ujemna do końca roku.

▪ Wszystkie miary inflacji bazowej zanotowały spadek w lutym po tym jak w styczniu obniżyły się wszystkie oprócz jednej. Najważniejszą obserwowaną inflacją bazową bez cen żywności i energii wyniosła w lutym o 2,2% r/r, co było najniższym poziomem od ponad roku. W kolejnych miesiącach oczekujemy dalszego spadku inflacji bazowej.

Pod lupą: Bank centralny

Fragmety marcowego komunikatu RPP na tle lutowego komunikatu

Silnie ekspansywna polityka makroekonomiczna, oparta zarówno na konwencjonalnych, jak i niestandardowych narzędziach, nadal przyczynia się **przyczyniała się dotychczas** do poprawy koniunktury na świecie. **Coraz mocniej** ujawniają się jednak negatywne skutki tej polityki, związane głównie z narastaniem długu publicznego.

W ostatnim okresie nastąpiła aprecjacja walut wielu gospodarek wschodzących, w tym złotego. 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 **utrzymuje się jednak podwyższony poziom niepewności, spowodowany głównie kryzysem fiskalnym w Grecji.** Towarzyszące temu działania instytucji międzynarodowych wydają się ograniczać tę niepewność tylko w umiarkowanym stopniu. Wzrostowi inflacji w gospodarkach rozwijających się towarzyszył niewielki wzrost inflacji w części gospodarek rozwiniętych.

Wstępne dane GUS o PKB w 2009 r. pozwalają ocenić **Dane GUS o PKB potwierdziły wcześniejsze oceny**, że w IV kw. 2009 r. miało miejsce ożywienie aktywności gospodarczej. Informacje miesięczne dotyczące sytuacji polskiej gospodarki na początku 2010 r. wskazują na kontynuację poprawy koniunktury w części sektorów, w tym przede wszystkim w przetwórstwie przemysłowym. **Jednocześnie jednak ostatnie dane o sprzedaży detalicznej oraz produkcji budowlano-montażowej mogą sygnalizować nieco niższy niż wcześniej oczekiwano poziom aktywności gospodarczej w Polsce w I kw. 2010 r. Nie można jednak wykluczyć, że jest to zjawisko przejściowe, związane z niekorzystnymi warunkami pogodowymi.** Pewna stabilizacja **Nieznaczna skala spadku zatrudnienia** w sektorze przedsiębiorstw może sygnalizować stopniowe wyhamowanie niekorzystnych tendencji na rynku pracy, mimo dalszego wzrostu stopy bezrobocia, do którego przyczynia się wzrost aktywności zawodowej. Utrzymuje się niska dynamika kredytów dla sektora niefinansowego, choć banki przewidują wzrost akcji kredytowej dla tego sektora w nadchodzącym okresie. **Jednocześnie w 2009 r. poprawiły się wyniki finansowe przedsiębiorstw, co może ograniczać popyt przedsiębiorstw na kredyty bankowe.**

Rada ocenia prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej lub powyżej celu inflacyjnego za zbliżone. W ocenie Rady, poprawa globalnej koniunktury i dokonane złagodzenie polityki pieniężnej sprzyjają powrotowi gospodarki na ścieżkę potencjalnego tempa wzrostu. **Jednak zdaniem Rady istotnym czynnikiem niepewności dla przyszłego wzrostu gospodarczego i inflacji na świecie, a w konsekwencji również dla krajowej polityki pieniężnej mogący wpłynąć na tę ocenę są efekty dotychczasowego prowadzenia, a także przewidywanych zmian ekspansywnej polityki makroekonomicznej za granicą.**

Fragmety ustawy o NBP

ART. 12 2. Kierując się założeniami polityki pieniężnej Rada w szczególności: (...) zatwierdza plan finansowy NBP oraz sprawozdanie z działalności NBP; przyjmuje roczne sprawozdanie finansowe NBP.

ART. 65 NBP tworzy rezerwę na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych. Zasady tworzenia i rozwiązywania tej rezerwy określa Rada.

ART. 68 3. Zasady rachunkowości NBP, wzór bilansu, rachunku zysków i strat oraz zawartość informacji dodatkowej określa Rada.

ART. 69 1. Roczne sprawozdanie finansowe NBP podlega badaniu przez biegłego rewidenta wybranego przez Radę.

3. W terminie do dnia 30 kwietnia roku następnego po roku obrotowym Prezes NBP przedstawia roczne sprawozdanie finansowe NBP Radzie Ministrów, która podejmuje decyzję w sprawie jego zatwierdzenia.

4. W terminie 14 dni od dnia zatwierdzenia rocznego sprawozdania finansowego NBP część rocznego zysku NBP (wplata z zysku NBP) podlega odprowadzeniu do budżetu państwa.

Fragmety uchwały RPP z 30/03/2010 (zmiany w porównaniu z poprzednią uchwałą RPP z grudnia 2006 roku)

PARAGRAF 1

1. Rezerwa jest równa oszacowanej kwocie, jaka pokryłaby zidentyfikowane ryzyko zmian kursu złotego do walut obcych.

2. Przy oszacowaniu kwoty rezerwy uwzględnia się w szczególności: a) wielkość zasobów walut obcych obciążonych ryzykiem zmian kursu złotego do walut obcych; b) ocenę ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych, opartą na ogólnie akceptowanych i stosowanych konsekwentnie metodach szacowania ryzyka finansowego, c) dotychczasowy i przewidywany stan rachunku rewaluacyjnego oraz przychody i koszty niezrealizowane, powstałe w wyniku zmian kursu złotego do walut obcych.

3. Kwotę rezerwy obliczoną w sposób, o którym mowa w ust. 2, **pomniejsza się o wysokość przychodów niezrealizowanych z wyceny kursowej aktywów w walutach obcych, z wyłączeniem przychodów niezrealizowanych dla złota na dzień 31 grudnia roku obrachunkowego.**

Nic nowego o stopach procentowych

Na marcowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych (referencyjna na poziomie 3,5%) ani nastawienia w polityce pieniężnej. Komunikat po posiedzeniu Rady nie przyniósł istotnych zmian, a te które nastąpiły były niejednoznaczne (tabela obok).

Rada widzi zagrożenie, że wzrost gospodarczy w Polsce w pierwszym kwartale może być niższy na skutek gorszych danych, ale dodaje, że może to być zjawisko przejściowe. Rada zwraca uwagę na stopniowe wyhamowanie niekorzystnych tendencji na rynku pracy, ale pisze również o rosnącym bezrobociu. Odnośnie sytuacji za granicą, Rada wskazuje na wyraźne ożywienie aktywności gospodarczej, czemu towarzyszy wzrost inflacji, ale jednocześnie zmienia sformułowanie odnośnie wpływu silnie ekspansywnej polityki makroekonomicznej na poprawę koniunktury.

Trudno nie odnieść wrażenia, że w ocenie Rady skala niepewności zarówno w światowej jak i polskiej gospodarce jest na tyle duża, że trudno dziś o jakiegokolwiek bardziej stanowcze deklaracje pokazujące możliwy kierunek polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach. Jeśli jednak mielibyśmy określić, w którą stronę zmienił się komunikat, wydaje się, że jest on w marcu nieco bardziej gołębi.

Dla przykładu, Rada wykreśliła z komunikatu zdanie mówiąc o tym, że w jej ocenie „poprawa globalnej koniunktury i dokonane złagodzenie polityki pieniężnej sprzyjają powrotowi gospodarki na ścieżkę potencjalnego tempa wzrostu”. Oczekujemy podobnych decyzji w najbliższych miesiącach z pierwszą podwyżką stóp w IV kwartale i zmianą nastawienia na restrykcyjne najwcześniej w czerwcu, po nowej projekcji inflacji.

Innym tematem dyskusji w Radzie jest ustalenie wielkości zysku NBP za rok 2009.

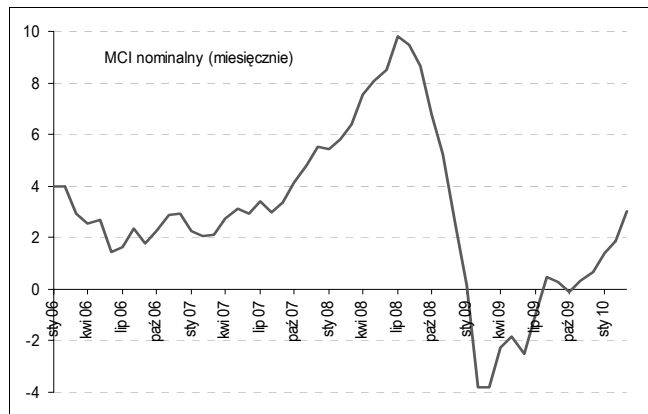
Ale w sprawie zysku NBP otwarty konflikt

RPP przyjęła uchwałę zmieniającą poprzednią uchwałę Rady w sprawie sposobu tworzenia rezerwy na ryzyko kursowe. Zarząd NBP uznał tę zmianę za obciążoną wadami prawnymi. Z punktu widzenia ekonomicznego do poprawek w uchwale trudno mieć zastrzeżenia. Jednak nie rozumiemy dlaczego Rada przyjęła tę uchwałę, gdyż zgodnie z zapisami ustawy to właśnie Rada określa zasady tworzenia rezerwy, tak więc tą samą większością mogła zlecić Zarządowi NBP przygotowanie sprawozdania za 2009 w określony sposób.

Trwa spór prawny, a Zarząd NBP przyjął sprawozdanie za 2009 rok, według którego zysk NBP wyniósł 4,166 mln złotych. Według Rady mógłby on wynieść ok. 8 mld gdyby przy tworzeniu rezerwy na ryzyko kursowe uwzględnić niezrealizowane przychody z tytułu różnic kursowych.

Kluczowe w sporze powinno być ustalenie odpowiedniego poziomu rezerwy na ryzyko kursowe, nawet przy uwzględnieniu przychodów niezrealizowanych. Zauważmy, że wyższy zysk za 2009 możliwy jest dzięki przychodom zrealizowanym głównie za pomocą transakcji FX swap. Te transakcje doprowadziły również do podwyższenia średniego kursu pozyskania waluty, co oznacza potencjalnie większe ryzyko kursowe i konieczność znacznie większej rezerwy na to ryzyko. NBP wykaże najprawdopodobniej stratę w tym roku bez dodatkowej rezerwy. Nie jest to niedopuszczalne ani bardzo ryzykowne (według nas, nie musi obniżyć wiarygodności NBP ani podwyższyć kosztów prowadzenia polityki pieniężnej), jednak zasadne jest pytanie czy decydować się na niższą rezerwę (jak chce RPP) wiedząc, że przychody niezrealizowane będą niedługo zniwelowane umocnieniem złotego (dla euro nastąpiło to już w I kwartale).

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



MCI w górę przy aprecjacji złotego i spadku rynkowych stóp

- Marzec wpisał się w obserwowaną od przełomu I i II kw. 2009 tendencję wzrostu nominalnego wskaźnika MCI.
- Podobnie jak przed miesiącem wzrost MCI nastąpił za sprawą wyraźnej aprecjacji złotego (wzrostu odchylenia nominalnego kursu EURPLN w dół od długoterminowego trendu), a pomimo spadku rynkowych stóp procentowych do najniższego poziomu od wielu miesięcy (wzrostu odchylenia WIBOR 3M w dół od długoterminowego trendu).
- Wpływ aprecjacji złotego na zaostrzenie warunków monetarnych będzie w świetle naszych prognoz kursowych kontynuowany przez resztę br. Związany z tym wzrost MCI może ograniczyć skłonność niektórych członków RPP do szybkiego podwyższania stóp procentowych.

Filar 1,63 (1,61)

Wasilewska-Trenkner 1,59 (1,48)

Noga 1,53 (1,52)

Wojtyna 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

Nic nowego w poglądach na inflację i stopy

Oprócz tego, że komunikat nie wniósł nic nowego do oceny perspektywy stóp procentowych, to również wypowiedzi po posiedzeniu koncentrowały się na sporze dotyczącym sposobu wyliczenia rezerwy na ryzyko kursowe (szczegółowy poniżej). Po marcowym posiedzeniu właściwie tylko Andrzej Każmierczak wypowiedział się na temat stóp procentowych, potwierdzając raczej „gołębie” poglądy. Jego zdaniem będzie trudno zejść w tym roku z inflacją poniżej 2% z 2,5% zanotowanych w marcu, w związku ze spodziewanym wzrostem inwestycji oraz wydatków publicznych. Dodał jednak, że jeśli inflacja będzie znajdować się w celu inflacyjnym wówczas podwyżki stóp nie będą potrzebne w tym roku. W chwili obecnej, nie dokonujemy zmian na naszej osi restrykcyjności po zagęszczeniu stawki, które nastąpiło miesiąc temu.

Wojna o kilka miliardów

Wydawać się mogło, że główne linie podziału wśród członków Rady będą dotyczyły polityki stóp procentowych lub wejścia do strefy euro (ewentualnie współdziałania z nadzorem bankowym). Główną linią podziału na początku kadencji jest jednak sposób obliczania rezerwy na ryzyko kursowe (i zysku NBP za 2009 r.). Różnice poglądów przebiegają po linii źródła nominacji na członków Rady, co sprawia, że trudno nie odnieść wrażenia, że spór jest polityczny, a nie ekonomiczny.

Według Zdzisława Sokala z zarządu NBP, sprawozdanie przyjęte przez zarząd zostało pozytywnie zaopiniowane przez biegłego rewidenta i zarząd wywiąże się z ustawowych terminów i przekaze sprawozdanie finansowe Radzie Ministrów (do 30/04). Nie jesteśmy prawnikami i trudno określić co dzieje się w przypadku gdy Rada odrzuca sprawozdanie. Wydaje się, że ustawa nie jest w tym względzie precyzyjna. Być może o to chodziło właśnie członkowi Rady Andrzejowi Bratkowskiemu, który stwierdził, że jeśli rząd zaakceptuje sposób wyliczenia rezerwy na ryzyko kursowe proponowany przez zarząd NBP, to wówczas zrezygnuje ze stanowiska w Radzie. Inny członek RPP Andrzej Rzońca powiedział, że nie zdziwiłby się, gdyby w takim wypadku faktycznie członkowie Rady podawali się do dymisji, ale on nie wierzy aby ten scenariusz miał się zrealizować i nie wiadomo mu, aby Zarząd NBP nie zamierzał realizować uchwały RPP. Zarząd NBP natomiast czeka na opinie EBC i być może spór prawny będzie rozstrzygał Trybunał Konstytucyjny. Według Andrzeja Bratkowskiego uchwała ustanowiona przez Radę obowiązuje tak długo, jak długo Trybunał Konstytucyjny nie orzekłby, że jest sprzeczna z aktami prawa wyższego rzędu. Z kolei według Andrzeja Każmierczaka do czasu werdyktu TK realizacja uchwały byłaby wstrzymana.

Przy okazji licznych wypowiedzi członków Rady w trakcie konfliktu z Zarządem NBP zaobserwować można było jeszcze jedno ciekawe zjawisko. Mianowicie zignorowane zostały wprowadzane w Radzie zasady komunikacji, w szczególności wprowadzoną miesiąc wcześniej regułę nie udzielania wywiadów przez dwa dni po posiedzeniu. Anna Zielińska-Głębocka już na konferencji prasowej chciała relacjonować przebieg posiedzenia. Elżbieta Chojna-Duch dzień po posiedzeniu udzieliła wywiadów. Co więcej, ujawniła, że za uchwałą RPP w sprawie zasad tworzenia rezerwy na ryzyko kursowe głosowało sześciu członków Rady, czym naraziła się na zarzut ujawnienia przebiegu posiedzenia i wyniku głosowania przed oficjalną publikacją. Najwyraźniej nowi członkowie RPP nie do końca opanowali jeszcze wszystkie obowiązujące ich reguły.

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.

Pod lupą: Rząd i polityka

Piotr Winczorek, prawnik konstytucjonalista, PAP, 11 IV

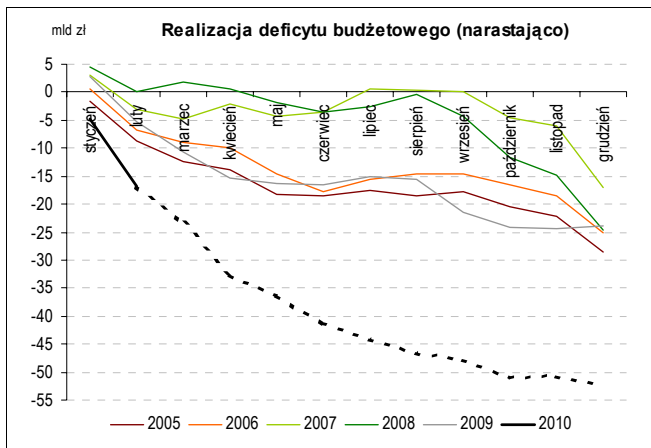
Prawnie, zgodnie z konstytucją nie ma żadnych przeciwwskazań, aby marszałek Sejmu ogłosił kandydata na prezesa NBP. Sam fakt śmierci prezesa NBP nie powinien być powodem niepokoju dla rynków finansowych, gdyż prawo pokazuje, że konstytucja i ustawy są na takie tragedie, jak miała miejsce dzisiaj, przygotowane. Jednak powstają pewne pytania, jak postąpić powinien marszałek Sejmu: czy złożyć wniosek o powołanie nowego prezesa NBP już teraz, przeczekać, aż zostanie obsadzony pełen skład Sejmu, bo w katastrofie zginęli także posłowie, czy może też odłożyć sprawę wyboru nowego prezesa NBP do czasu wyboru nowego prezydenta. Jeśli chodzi o marszałka Komorowskiego to mogą się pojawić wobec niego zarzuty polityczne, iż odsadzając fotel prezesa teraz, próbuje zmienić układ sił w zarządzie NBP w związku z ostatnimi różnicami zdań odnośnie zysku NBP. Te pytania i wątpliwości pozostają w tej chwili otwarte i nierozstrzygnięte. Jednak w świetle prawa marszałek może ogłosić kandydata na prezesa NBP już teraz, mimo że ciągłość władzy w NBP w osobie pierwszego wiceprezesa została utrzymana.

Co dalej po tragicznej katastrofie?

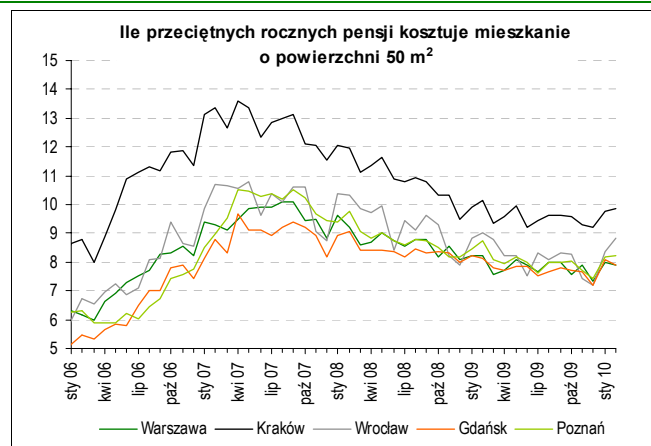
- Mimo ogromu tragedii, która wydarzyła się wraz z katastrofą samolotu prezydenckiego, funkcjonowanie państwa i gospodarki pozostają niezakłócone. Po tragicznej śmierci Prezydenta Lecha Kaczyńskiego obowiązki głowy państwa przejął Marszałek Sejmu Bronisław Komorowski. W ciągu 14 dni od stwierdzenia śmierci Prezydenta zarządzi on wybory prezydenckie, które muszą odbyć się w ciągu 60 dni od ogłoszenia.
- W miejsce 15 posłów, którzy zginęli w katastrofie, do Sejmu wejdą kolejni politycy z list wyborczych poszczególnych partii. W trzech okręgach odbędą się wybory uzupełniające do Senatu.
- Marszałek Sejmu ma prawo wskazać kandydata na Prezesa NBP, ale możliwe, że pozostawi tę decyzję nowemu Prezydentowi, co nie powinno być powodem do niepokoju.

Spory wzrost deficytu w lutym, mniejszy w marcu

- Deficyt budżetu państwa po lutym wyniósł 16,7 mld zł (32% rocznego planu) i był zgodny z harmonogramem. Znaczny wzrost deficytu w porównaniu ze styczniem (o prawie 12 mld zł) wynikał m.in. z dużej dotacji dla FUS. Pozytywną zmianą po stronie dochodów była wyraźna poprawa wpływów podatkowych.
- Wg sygnałów z Ministerstwa Finansów deficyt budżetu po marcu był niższy o ok. 2-3 mld zł od poziomu planowanego w harmonogramie (25,5 mld zł), co oznaczałoby równowartość ok. 44-45% deficytu planowanego na cały rok. W analogicznym okresie ub. roku deficyt wyniósł 10,6 mld zł, czyli 44,6% całorocznego deficytu. Lepszy od harmonogramu wynik budżetu to wg wypowiedzi wiceminister finansów efekt niższych od planowanych wydatków.

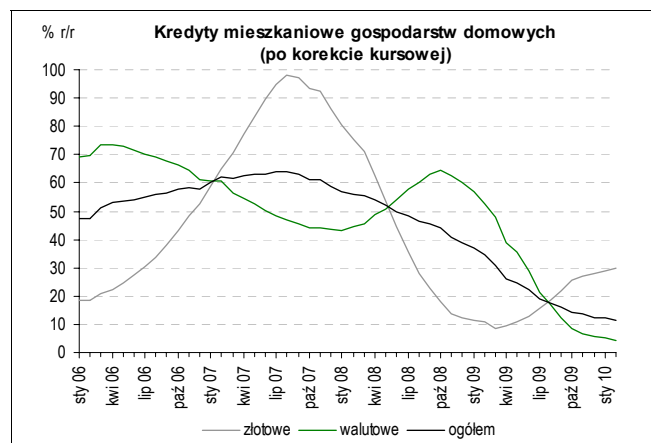


Rynek nieruchomości



Lekkie ożywienie popytu, ale ceny bez większych zmian

- Od kilku miesięcy pośrednicy z rynku nieruchomości oraz deweloperzy informują o wzrastającym zainteresowaniu klientów i rosnących obrotach na rynku mieszkaniowym. Dotyczy to zarówno nowych inwestycji, jak i rynku wtórnego.
- Średnie ceny ofertowe nieruchomości utrzymują się jednak nadal mniej więcej na stabilnym poziomie i wg danych szybko.pl są w większości dużych polskich miast niższe o ok. 2-3% niż przed rokiem i o kilkanaście procent niższe niż w szczycie boomu (w połowie 2007 r.). Wg danych Home Broker, ceny transakcyjne nieruchomości zaczęły lekko rosnąć, choć na razie trudno powiedzieć czy to trwała tendencja.
- Podaż nowych mieszkań pozostaje stłumiona – liczba mieszkań w budowie spadła w lutym do najniższego poziomu od 2,5 roku, liczba pozwoleń na budowę kontynuuje spadek.

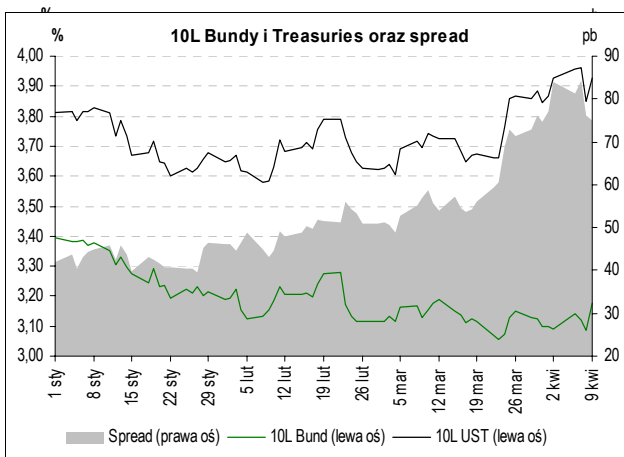
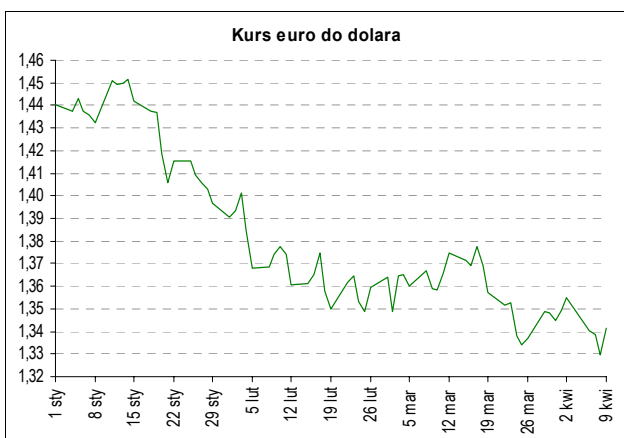
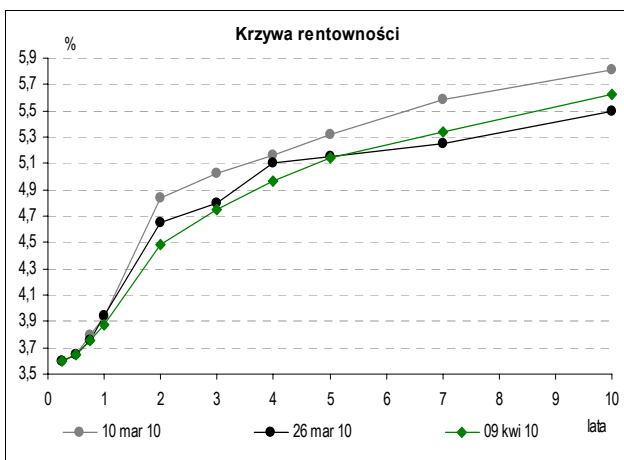
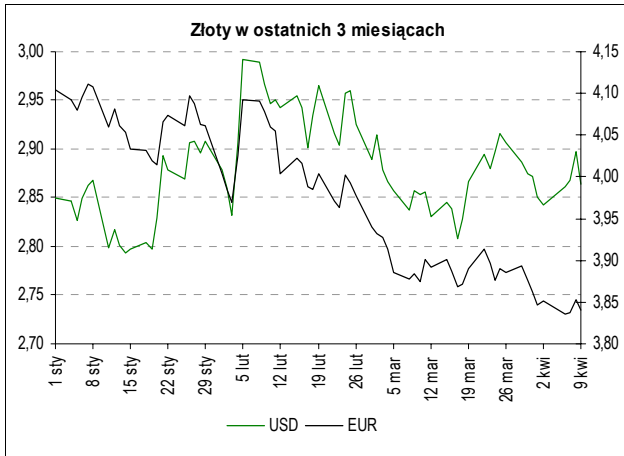


Kredyty mieszkaniowe rosną coraz wolniej

- Po złagodzeniu polityki kredytowej przez banki na początku roku, tendencja ta nieco wyhamowała. Oprocentowanie kredytów mieszkaniowych kontynuuje lekki spadek, ale głównie dzięki obniżaniu się stawek rynku pieniężnego, przy stabilizacji poziomu marż bankowych. Banki nadal jednak stopniowo łagodzą kryteria i zasady obliczania zdolności kredytowej.
- Po lekkim ożywieniu zainteresowania klientów pod koniec ub. r., przyrost kredytów mieszkaniowych ponownie wyhamował – w lutym ich wartość (po wyeliminowaniu wahań kursowych) wzrosła zaledwie o 0,6 mld zł, najmniej od kwietnia 2009.
- Dane NBP nie potwierdzają również informacji o rosnącym popycie na kredyty mieszkaniowe w euro, mimo że raty kredytu w euro są znacznie niższe w porównaniu z kredytem złotowym.

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

Monitor rynku



Pierwsze interwencje NBP korygują aprecjację złotego

- W marcu kurs EURPLN pokonał pasmo 3,88-3,90, m.in. za sprawą jastrzębich komentarzy RPP, a przy pozytywnej ocenie polskiej gospodarki przez zagranicznych inwestorów i napływowi kapitału na rynek obligacji EURPLN pokonał także poziom 3,86 i spadł do 3,83. Złoty umacniał się także wobec euro, za sprawą informacji z Grecji, które osłabiały euro. Aprecjacja złotego zaniepokoiła NBP, który zainterweniował na rynku.
- Skala i tempo aprecjacji w trakcie roku może się zmniejszyć, gdyż inwestorzy mogą być zniechęceni możliwością kolejnej interwencji NBP. Jednocześnie, trzeba zaznaczyć, że gracze rynkowi mogą chcieć sprawdzić, przy jakim poziomie NBP ponownie zainterweniuje. Zachowanie złotego będzie w dużej mierze uzależnione od optymizmu odnośnie ożywienia w światowej gospodarce, który póki co utrzymuje się.

Zdecydowany spadek stóp rynkowych kontynuowany

- W ostatnich tygodniach spadek stóp procentowych zapoczątkowany w lutym był kontynuowany, choć głównie na krótkim końcu krzywej. Przyczyniły się do tego umacniający się złoty, zmiana tonu komentarzy członków RPP, duży popyt na polskie obligacje inwestorów zagranicznych, udane aukcje i poprawa globalnych nastrojów. Polski rynek okazał się odporny na fiskalne problemy krajów strefy euro. Dodatkowo słabsze dane osłabiły oczekiwania na szybkie podwyżki stóp. Poprawiająca się na rynkach płynność sprzyjała też spadkom WIBORów.
- Po tak znaczącym ruchu trudno oczekiwać dalszego spadku rentowności obligacji. Stabilizacji cen długu będzie sprzyjała perspektywa mniejszego zakresu wahań złotego. Poprawiająca się płynność i dalszy spadek stóp WIBOR może też hamować korektę stóp FRA i IRS w górę.

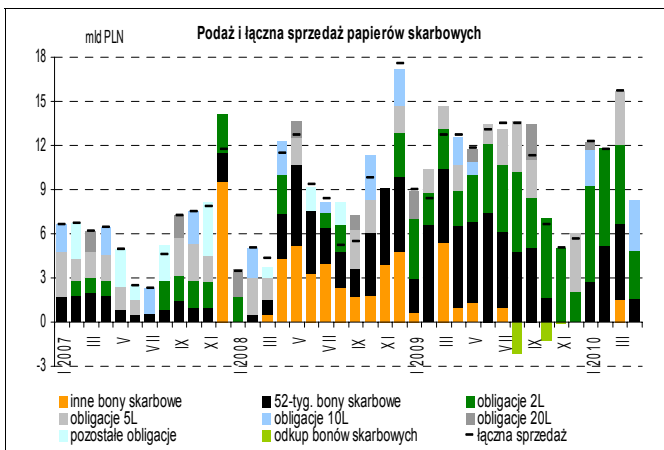
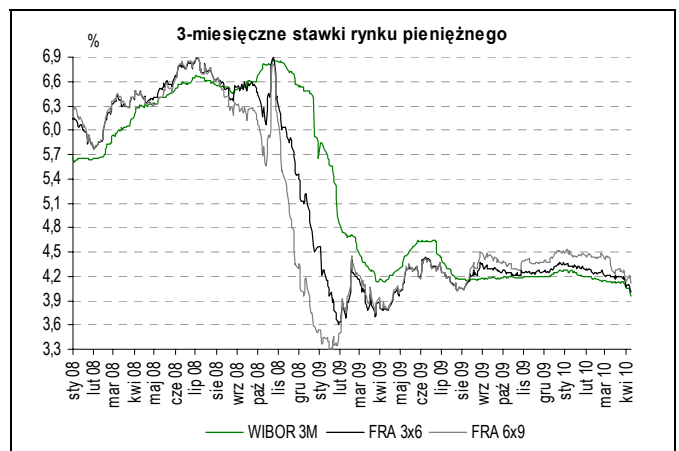
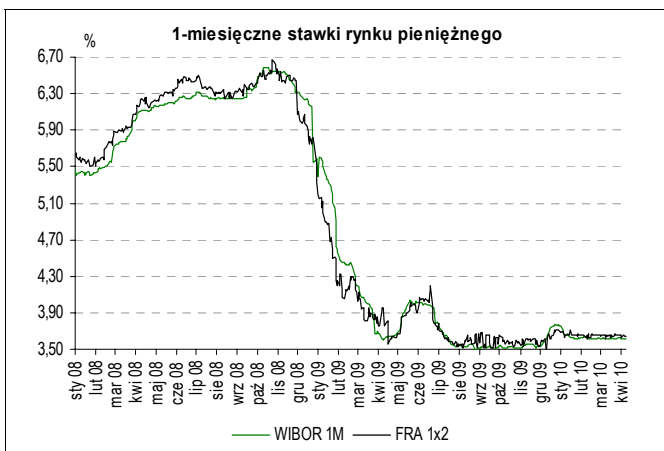
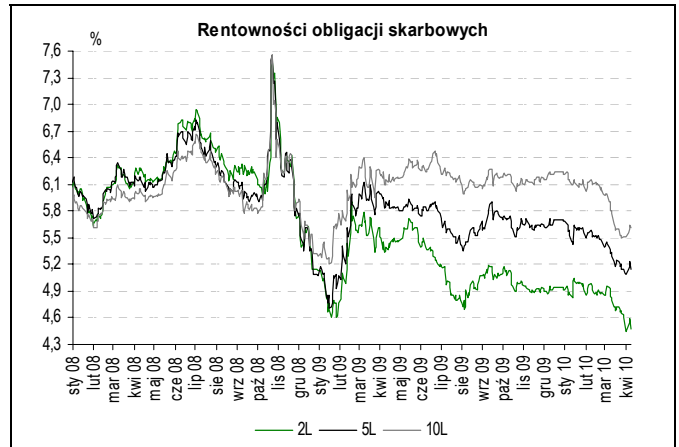
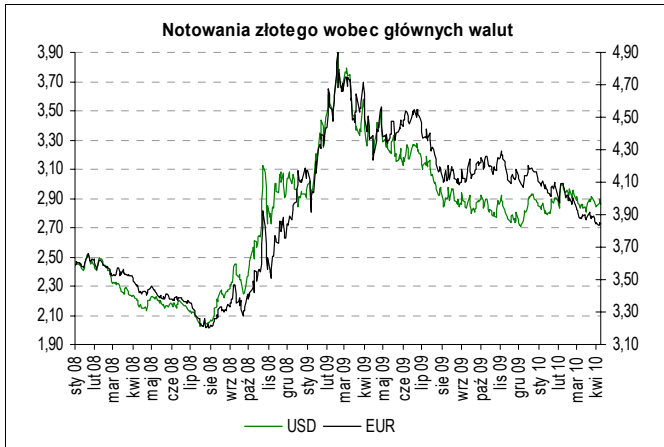
EURUSD wciąż pod wpływem Grecji

- W ostatnich tygodniach wciąż głównym czynnikiem wpływającym na kurs EURUSD (waha się w przedziale 1,32-1,37) były problemy Grecji. Negatywnie na euro wpływało obawy, że Grecja może nie otrzymać pomocy ze strony UE i będzie musiała zwrócić się do MFV. Zamykanie krótkich pozycji w euro z końcem kwartału i później przyjęty pakiet pomocowy ze strony UE z udziałem MFV na krótko wsparły euro. Dopiero podanie przez Eurogrupę szczegółów pomocy (ok. 45 mld € wsparcia) dla Grecji uspokoiło inwestorów.
- Naszym zdaniem, do czasu, gdy Grecja nie sfinansuje zapadającego w najbliższych kilku tygodniach zadłużenia, kurs EURUSD raczej pozostanie w wąskim przedziale wahań. Nawet mimo uporania się ze zrolowaniem długu problemy Grecji będą utrudniać stopniowe odreagowanie euro, które przewidujemy na II połowę roku.

Znaczące osłabienie obligacji USA

- W ostatnim miesiącu doszło do sporego wzrostu rentowności 10-letnich Treasuries (o ok. 20 pb do 3,92%) za sprawą dosyć dobrych danych makroekonomicznych, które umocniły wiarę w ożywienie gospodarcze. Spadkom cen obligacji towarzyszyły wzrosty na rynkach akcji. Dodatkowym czynnikiem była duża podaż obligacji na aukcjach. Z kolei w strefie euro ceny obligacji niemieckie były dosyć stabilne kosztem obligacji krajów peryferyjnych strefy euro (Grecji, Portugalii). Spread między rentownością 10-letnich greckich i niemieckich obligacji wzrósł rekordowych poziomów (ok. 420 pb).
- Po przyjęciu szczegółowego planu pomocy dla Grecji przez Eurogrupę rentowności 10-letnich Bundów mogą nieco się osłabić. Po silnej przecenie obligacji w USA korzystne poziomy mogą zachęcić inwestorów do zakupu, choć spadek rentowności mogą powstrzymać dobre dane makro.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	OFERTA	POPYT / SPRZEDAŻ
1.03.2010	52 tyg.: 700-1000	2933/1000
8.03.2010	52 tyg.: 700-1000	1949/1000
15.03.2010	52 tyg.: 700-1000	2610/1023
22.03.2010	52-tyg.: 700-1200; 39 tyg.: 1000-1500	2653/1150; 2862/1498
29.03.2010	52 tyg.: 700-1000	2637/1000
1.04.2010	52 tyg.: 700-1000	4409/760
12.04.2010	52 tyg.: 700-1000	4429/855
19.04.2010	-	-
26.04.2010	-	-
30.04.2010	-	-
10.05.2010	-	-
17.05.2010	-	-
24.05.2010	-	-

* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

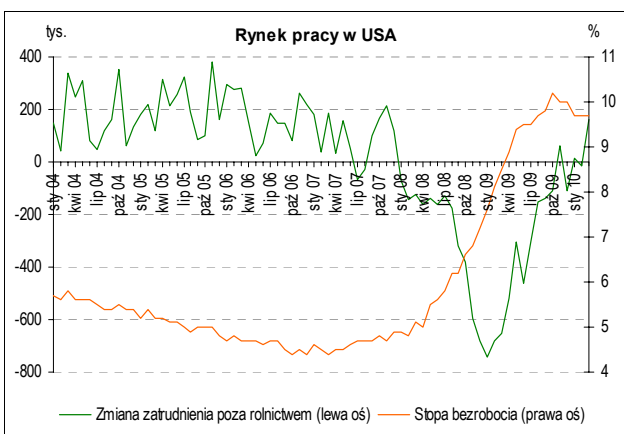
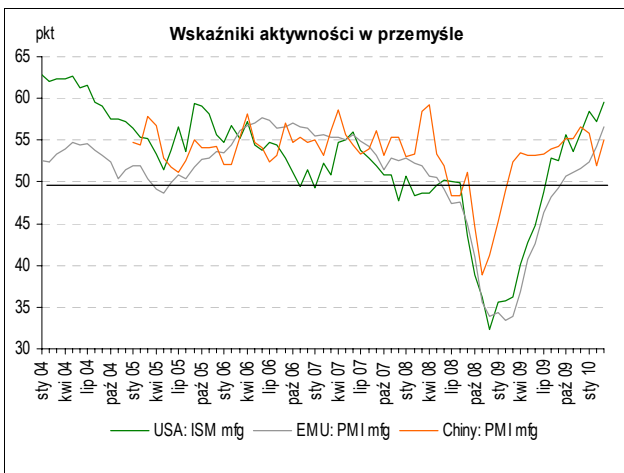
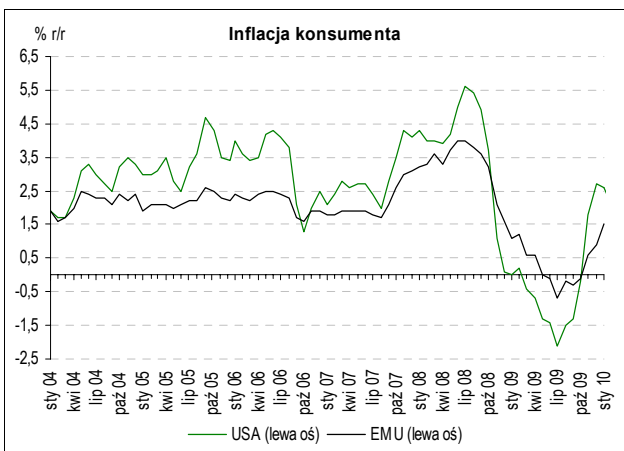
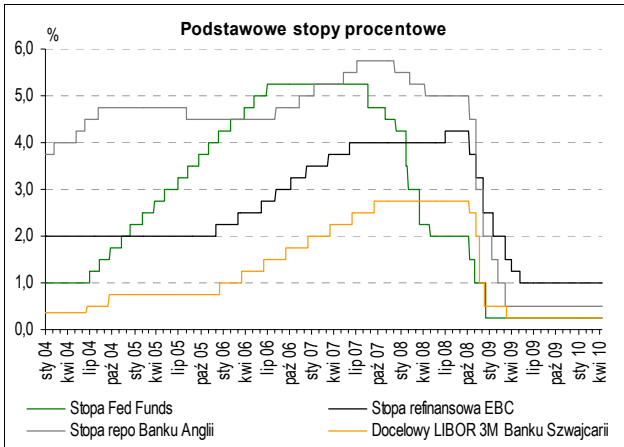
Przetargi obligacji skarbowych w 2009/2010 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg				Przetarg zamiany		
	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
luty	10.02*	OK/PS	6600	6600	17.02	DS/WS/WZ/IZ	-	-	3.02	-	-
marzec	10.03	OK0712	3500-5400	5448	17.03	WZ0121	2000-3600	3600	3.03	PS0415/DS1019/WS0429	1784/2662/315
kwiecień	7.04	OK0712	2500-3600	3219	14.04	DS1020	2000-3500	-	21.04**	PS0415	-
maj	5.05	OK0712	-	-	12.05	PS0415	-	-	27.05	-	-
czerwiec	2.06	OK0712	-	-	16.06	DS/WS/WZ/IZ	-	-	23.06	-	-

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja zwykła

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Przegląd międzynarodowy



Pierwsze podwyżki stóp prawdopodobnie w 2011

▪ Zgodnie z oczekiwaniami amerykański bank centralny pozostawił w marcu główne stopy procentowe na niezmiennym poziomie (stopa Fed Funds w przedziale 0-0,25%) oraz utrzymał w komunikacie stwierdzenie, że stopy procentowe pozostaną rekordowo niskie „przez dłuższy czas”. Dodał też zdanie, że sytuacja na rynku nieruchomości jest w zapaści i zasugerował, że ożywienie gospodarcze nie jest silne. Z minutes wynika, że w opinii Fed sytuacja w gospodarce amerykańskiej poprawia się, jednak tempo ożywienia jest ograniczane przez wysokie bezrobocie. Zdaniem Fed, jeśli perspektywy gospodarki pogorszą się albo inflacja spowolni, amerykański bank centralny może utrzymać stopy procentowe na bardzo niskim poziomie nawet dłużej niż przewidywali inwestorzy.

▪ EBC pozostawił stopy procentowe bez zmian, (stopa refinansowa na poziomie 1%). Prezes EBC powtórzył po raz kolejny, że stopy są na odpowiednim poziomie, oczekiwania inflacyjne pozostają mocno zakotwiczone, a ożywienie w gospodarce strefy euro będzie umiarkowane w tym roku. Prezes EBC powiedział, że bank utrzyma luźne zasady dot. zabezpieczeń pod pożyczki z EBC. Bank kontynuuje wycofywanie nadzwyczajnych instrumentów zasilających rynki w płynność, choć zapewnił, że będzie wspierał krótkoterminowe finansowanie banków do połowy października. Naszym zdaniem obawy o trwałość ożywienia gospodarczego w strefie euro przyczynią się do odłożenia decyzji o podwyżkach stóp do 2011 r.

▪ W lutym CPI w USA pozostał bez zmian w ujęciu miesięcznym i wzrósł o 2,1% r/r (konsensus: 0,1% m/m, 2,3% r/r), a bazowy CPI wzrósł zgodnie z oczekiwaniami o 0,1% m/m i 1,3% r/r (konsensus: 1,4% r/r).

▪ Inflacja w strefie euro w lutym wyniosła 0,9% r/r a bazowa inflacja 0,8% r/r. Według wstępnych szacunków Eurostatu HICP przyspieszył w marcu do 1,5% r/r, głównie za sprawą odreagowania cen energii.

Wysokie indeksy aktywności i dobre dane z rynku pracy w USA

▪ Po dwóch miesiącach spadków PMI dla chińskiego przemysłu odreagował w marcu do 55,1 pkt, co zmniejszyło obawy o kondycję gospodarki. Wskaźniki aktywności PMI dla strefy euro pokazały dalsze wyższe od prognoz wzrosty do 56,6 w przemyśle (w tym w Niemczech 60,2, najwięcej od 14 lat) i 54,1 w usługach.

▪ Inne dane makro w strefie euro były mniej optymistyczne i nieco gorsze od prognoz. Po tym jak dynamika PKB w III kw. była pod pozytywnym wpływem odbudowy zapasów, w IV kw. nastąpiła stagnacja (PKB - 0% kw/kw), a I kw. jest pod negatywnym wpływem warunków pogodowych. Konsumpcja prywatna pozostaje słaba (niższa od prognoz sprzedaż w lutym) a ożywienie wynika z poprawy w przemyśle i eksporcie. Poza tym sytuacja na rynku pracy jest wciąż słaba (stopa bezrobocia 10%).

▪ Indeks ISM dla przemysłu w USA okazał się znacznie lepszy od oczekiwań i wzrósł do 59,6 pkt z 56,5 w lutym, wobec prognoz 57,0. Indeks ISM dla usług wzrósł w marcu do 55,4 pkt. z 53 pkt. Dane o PKB za IV kw. w USA zostały zrewidowane w dół do 5,6% r/r z 5,9%.

▪ Zatrudnienie poza rolnictwem w USA wzrosło w marcu o 162 tys., mniej niż oczekiwano (190 tys.), niemniej jednak był to najsilniejszy przyrost od trzech lat. Stopa bezrobocia pozostała na poziomie 9,7%. Dane za poprzednie miesiące skorygowano lekko w górę. W marcu zwerbowano ok. 48 tys. pracowników tymczasowych do przeprowadzenia spisu powszechnego w USA (czynnik bardzo istotny w kolejnych miesiącach). Jednak, nawet po uwzględnieniu tego czynnika, dane wskazywały na ożywienie popytu na pracę w amerykańskich firmach.

▪ Piąty miesiąc z rzędu wzrostu wydatków w lutym (+0,3% m/m), który był zgodny z oczekiwaniami analityków, potwierdził, że popyt konsumpcyjny zaczyna powoli odbijać się od dna.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
12 kwietnia <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i>	13 <i>PL: Bilans płatniczy (II)</i> US: Ceny w imporcie (III) US: Bilans handlowy (II)	14 <i>PL: Przetarg obligacji 10-letnich</i> <i>PL: Podaż pieniądza (III)</i> EZ: Produkcja przemysłu (II) US: CPI (III) US: Sprzedaż detaliczna (III)	15 <i>PL: CPI (III)</i> EZ: Bilans handlowy (II) US: Indeks NY Fed (IV) US: Przepływy kapitałowe (II) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (III) US: Produkcja przemysłu (III) US: Philadelphia Fed (IV)	16 EZ: Finalny HICP (III) US: Liczba nowych budów domów (III) US: Liczba pozwoleń na budowę (III) US: Wstępny Michigan (IV)
19 <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> <i>PL: Płace i zatrudnienie (III)</i> US: Wskaźniki wyprzedzające (III)	20 <i>PL: Produkcja przemysłowa (III)</i> <i>PL: PPI (III)</i> DE: Indeks ZEW (IV)	21 <i>PL: Przetarg obligacji 5-letnich</i> <i>PL: Inflacja bazowa (III)</i>	22 <i>PL: Minutes RPP (III)</i> <i>PL: Wskaźniki koniunktury (IV)</i> EZ: Wstępny PMI - sektor przetwórczy (IV) EZ: Wstępny PMI - sektor usług (IV) US: PPI (III) US: Sprzedaż domów (III) US: Indeks cen domów (II)	23 <i>PL: Sprzedaż detaliczna (III)</i> <i>PL: Bezrobocie (III)</i> DE: Indeks Ifo (IV) US: Zamówienia na dobra trwałe (III) US: Sprzedaż nowych domów (III)
26 <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i>	27 <i>PL: Spotkanie RPP</i> DE: Indeks GfK (V) US: Raport Case/Shiller (II) US: Zaufanie konsumentów (IV) JP: Decyzja Banku Japonii	28 <i>PL: Spotkanie RPP – decyzja</i> US: Decyzja Fed	29 <i>PL: Przetarg zamiany</i> JP: Dzień wolny EZ: Podaż pieniądza M3 (III) EZ: Indeks nastrojów gospodarczych (IV)	30 <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> EZ: Wstępny HICP (IV) US: Wstępny PKB (I kw.) US: Chicago PMI (IV) US: Finalny Michigan (IV)
3 maja <i>PL: Święto Konstytucji 3 Maja – dzień wolny</i> GB, JP: Dzień wolny EZ: PMI - sektor przetwórczy (IV) US: ISM - sektor przetwórczy (IV)	4 <i>PL: PMI (IV)</i> JP: Dzień wolny EZ: PPI (III) US: Zamówienia w przemyśle (III) US: Niezakończone transakcje sprzedaży domów (III)	5 <i>PL: Przetarg obligacji 2-letnich</i> EZ: PMI - sektor usług (IV) EZ: Sprzedaż detaliczna (III) US: Raport ADP (III) US: ISM - sektor usług (IV)	6 EZ: Spotkanie EBC – decyzja US: Wydajność & jednostkowe koszty pracy (I kw.)	7 US: Zatrudnienie poza rolnictwem (IV) US: Stopa bezrobocia (IV)
10 <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> GB: Spotkanie BoE – decyzja	11 US: Zapasy hurtowe (III)	12 <i>PL: Przetarg obligacji 5-letnich</i> EZ: Wstępny PKB (I kw.) EZ: Produkcja przemysłu (III) US: Bilans handlowy (III)	13 US: Ceny w imporcie (IV)	14 <i>PL: Podaż pieniądza (IV)</i> <i>PL: CPI (IV)</i> US: Sprzedaż detaliczna (IV) US: Produkcja przemysłu (IV) US: Wstępny Michigan (V)

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	27-28	24-25	29-30	-	-	-	-	-	-
Minutes RPP	21	19	18	22	20	24	-	-	-	-	-	-
PKB*	-	-	2	-	31	-	-	30	-	-	30	-
Inflacja	14	15 ^a	15 ^b	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	23	-	-	-	-	-	-	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	19	16	16	19	19	17	16	17	16	18	18	16
Bezrobocie	28	23	24	23	-	-	-	-	-	-	-	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31	-	-	30	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	15	12	12	13	17	14	14	-	-	-	-	-
Podaż pieniądza	14	12	12	14	14	14	14	-	-	-	-	-
Bilans NBP	7	5	5	7	7	7	7	-	-	-	-	-
Wskaźniki koniunktury	22	22	22	22	21	22	22	20	22	22	22	22

* dane kwartalne; ^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty.

Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		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	kwi 10
PMI	pkt.	42,2	42,1	42,5	43,0	46,5	48,2	48,2	48,8	52,4	52,4	51,0	52,4	52,5	53,5
Produkcja przemysłowa	% r/r	-1,9	-12,2	-5,2	-4,5	-4,4	0,1	-1,3	-1,3	9,9	7,4	8,5	9,2	11,9	10,5
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	1,2	0,5	0,3	0,5	10,7	11,0	5,7	2,7	9,9	3,2	-15,3	-24,6	-13,5	-3,4
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	1,8	2,9	2,4	2,1	5,7	5,2	2,5	2,1	6,3	7,2	2,5	0,1	3,9	3,1
Stopa bezrobocia	%	11,1	10,9	10,7	10,6	10,7	10,8	10,9	11,1	11,4	11,9	12,7	13,0	12,9	12,7
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	5,7	4,8	3,8	2,0	3,9	3,0	3,3	2,0	2,3	6,5	0,5	2,9	2,7	3,4
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-0,9	-1,4	-1,7	-1,9	-2,2	-2,2	-2,4	-2,4	-2,2	-1,8	-1,4	-1,1	-0,6	-0,3
Eksport (w euro)	% r/r	-16,6	-28,9	-20,6	-21,3	-22,8	-20,6	-17,0	-10,8	1,0	12,4	12,3	15,0	20,7	25,3
Import (w euro)	% r/r	-25,9	-35,1	-30,7	-30,6	-29,3	-27,0	-26,8	-20,9	-11,0	-3,3	7,6	15,3	20,7	24,3
Bilans handlowy	mld EUR	-214	-205	-26	-279	-445	-420	59	-185	-288	-645	-171	-100	-262	-175
Rachunek bieżący	mld EUR	-131	-451	-405	-232	-776	-116	-250	-342	-1 433	-959	-710	400	-462	-425
Rachunek bieżący	% PKB	-4,0	-3,8	-3,5	-3,0	-3,0	-2,8	-2,3	-1,9	-1,9	-1,6	-1,6	-1,7	-1,8	-1,8
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-10,6	-15,3	-16,4	-16,7	-15,0	-15,6	-21,5	-24,0	-24,4	-23,8	-4,8	-16,7	-23,5	-32,6
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	44,6	64,5	68,9	70,0	63,2	65,8	90,3	101,1	102,6	100,0	9,3	32,1	44,9	62,5
Inflacja (CPI)	% r/r	3,6	4,0	3,6	3,5	3,6	3,7	3,4	3,1	3,3	3,5	3,5	2,9	2,6	2,5
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,5	2,6	2,8	2,7	2,9	2,9	2,9	2,9	2,8	2,6	2,4	2,2	2,0	1,8
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	5,5	4,8	3,7	4,1	2,8	2,2	1,6	2,0	1,9	2,1	0,2	-2,4	-2,9	-2,1
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	17,5	14,4	14,2	14,4	11,9	9,0	9,6	11,9	8,0	8,1	6,3	5,1	5,0	6,3
Zobowiązania	% r/r	19,4	16,1	15,7	15,9	13,0	10,7	10,9	13,5	10,3	9,8	7,5	6,7	6,0	7,3
Należności	% r/r	34,5	30,3	29,3	26,8	23,3	19,8	18,6	14,9	13,4	8,6	5,4	3,1	3,7	6,3
USD/PLN	PLN	3,55	3,36	3,23	3,22	3,05	2,90	2,86	2,85	2,79	2,83	2,85	2,93	2,87	2,85
EUR/PLN	PLN	4,62	4,43	4,41	4,51	4,30	4,13	4,16	4,21	4,17	4,14	4,07	4,01	3,89	3,85
Stopa referencyjna ^b	%	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	3,50
Stopa lombardowa ^b	%	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	5,00
WIBOR 3M	%	4,30	4,20	4,52	4,60	4,26	4,16	4,18	4,18	4,19	4,23	4,24	4,17	4,13	3,95
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,78	4,80	4,91	4,73	4,43	4,23	4,33	4,35	4,26	4,25	4,01	3,90	3,92	3,85
Rentowność obligacji 2L	%	5,60	5,44	5,60	5,34	4,93	4,92	5,10	5,03	4,92	4,92	4,95	4,90	4,76	4,50
Rentowność obligacji 5L	%	5,97	5,88	5,85	5,83	5,55	5,53	5,74	5,65	5,64	5,67	5,58	5,51	5,27	5,20
Rentowność obligacji 10L	%	6,21	6,17	6,30	6,34	6,19	6,08	6,18	6,15	6,14	6,21	6,12	6,09	5,71	5,60

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK;

^a nominalnie; ^b 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	1 414,1	314,1	326,3	331,5	370,0	333,0	343,7	346,5	390,8
PKB	% r/r	6,8	5,0	1,7	2,8	0,8	1,1	1,7	3,1	2,7	2,8	2,8	3,0
Popyt krajowy	% r/r	8,7	5,5	-0,9	3,5	-1,5	-2,1	-1,2	0,9	2,6	3,4	3,4	4,3
Spożycie indywidualne	% r/r	4,9	5,9	2,3	1,9	3,3	1,7	2,2	2,0	1,5	2,0	2,0	2,2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	17,6	8,2	-0,3	4,1	1,0	-3,0	-1,5	1,6	-3,0	4,0	6,0	6,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	10,7	3,6	-3,2	7,8	-10,0	-6,7	-1,3	5,5	10,0	9,7	7,5	4,3
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	16,4	10,0	4,6	3,1	3,5	0,4	9,1	5,3	-17,7	3,0	7,1	10,3
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	7,6	5,0	2,7	2,7	1,0	1,0	3,6	4,7	-0,6	3,3	3,7	4,6
Stopa bezrobocia ^a	%	11,2	9,5	11,9	12,3	11,1	10,6	10,9	11,9	12,9	11,9	11,7	12,3
Place realne brutto w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	6,8	6,1	1,1	1,7	3,2	0,2	0,5	0,5	-1,0	1,9	2,6	3,5
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	4,6	4,8	-1,2	0,1	0,1	-1,0	-1,8	-2,0	-1,0	0,1	0,7	0,9
Eksport (w euro)	% r/r	13,4	14,2	-17,1	11,8	-22,2	-23,8	-20,1	0,1	15,9	15,0	10,0	7,0
Import (w euro)	% r/r	19,5	17,2	-25,4	14,1	-28,2	-32,2	-27,8	-12,1	14,5	15,0	14,0	13,0
Bilans handlowy	mln EUR	-12 369	-17 724	-3 183	-5 943	-744	-513	-812	-1 114	-533	-590	-1 946	-2 874
Rachunek bieżący	mln EUR	-14 696	-18 302	-5 005	-7 332	-30	-1 088	-1 159	-2 728	-772	-1 690	-2 246	-2 624
Rachunek bieżący	% PKB	-4,7	-5,1	-1,6	-2,0	-4,0	-3,0	-2,3	-1,6	-1,8	-1,9	-2,1	-2,0
Wynik general government	% PKB	-1,9	-3,6	-7,2	-6,8	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2,5	4,2	3,5	2,5	3,3	3,7	3,5	3,3	3,0	2,3	2,0	2,4
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	4,0	3,3	3,5	2,6	3,6	3,5	3,4	3,5	2,6	2,1	2,2	2,6
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,0	2,2	3,3	-2,0	4,9	4,2	2,2	2,0	-1,7	-2,4	-1,7	-2,1
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	13,4	18,6	8,1	6,2	17,5	14,4	9,6	8,1	5,0	5,7	6,6	6,2
Zobowiązania ^a	% r/r	14,5	20,6	9,8	6,1	19,4	15,9	10,9	9,8	6,0	6,3	6,8	6,1
Należności ^a	% r/r	29,9	36,0	8,6	9,4	34,5	26,8	18,6	8,6	3,7	5,3	7,2	9,4
USD/PLN	PLN	2,77	2,41	3,12	2,79	3,45	3,27	2,94	2,83	2,88	2,84	2,76	2,69
EUR/PLN	PLN	3,78	3,52	4,33	3,84	4,50	4,45	4,20	4,17	3,99	3,83	3,78	3,73
Stopa referencyjna ^a	%	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 ^a	%	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	4,04	4,83	4,44	4,20	4,20	4,18	3,92	3,90	4,17
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,69	6,26	4,54	4,07	4,75	4,81	4,33	4,29	3,94	3,90	4,05	4,40
Rentowność obligacji 2L	%	5,23	6,22	5,17	4,76	5,26	5,46	4,98	4,96	4,87	4,55	4,70	4,90
Rentowność obligacji 5L	%	5,52	6,15	5,65	5,36	5,50	5,85	5,61	5,66	5,46	5,22	5,35	5,40
Rentowność obligacji 10L	%	5,56	6,06	6,11	5,75	5,86	6,27	6,15	6,17	5,97	5,62	5,70	5,70

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK ; ^a wartość na koniec okresu;

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 11.04.2010 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

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.



Bank Zachodni WBK S.A. jest członkiem Allied Irish Banks Group