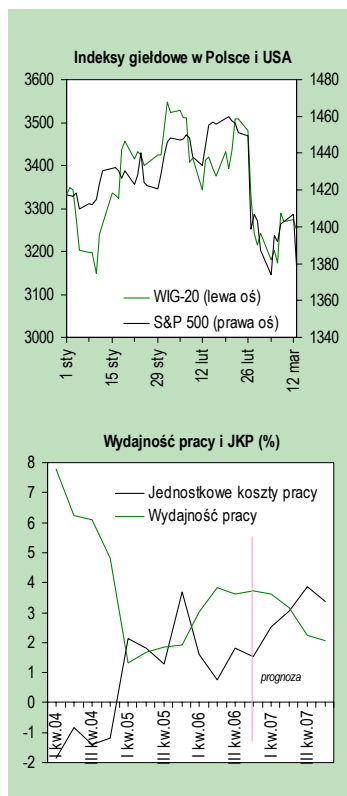


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Marzec 2007



W tym miesiącu:

Temat miesiąca

Podaż papierów skarbowych w 2007 na rynku krajowym	2
Gospodarka Polski	6
Pod lupą: Bank centralny	9
Pod lupą: Rząd i polityka	11
Monitor rynku	13
Przegląd międzynarodowy	15
Kalendarz makroekonomiczny	16
Dane i prognozy ekonomiczne	17

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

Wiosenna korekta

▪ **Na światowych rynkach finansowych trwa okres wzmożonej niepewności, wywołanej obawami o perspektywy gospodarki amerykańskiej.** Polska waluta okazała się stosunkowo odporna na przecenę, jaka dotknęła większość rynków wschodzących na fali rosnącej awersji do ryzyka i odpływu kapitału do bezpiecznych aktywów. Niemniej jednak obecnie sytuacja (szczególnie na giełdzie) nadal pozostaje nerwowa i nie jest wykluczona dalsza korekta złotego w przypadku, gdyby kolejne dane z gospodarki amerykańskiej potwierdziły ryzyko wystąpienia recesji w USA. Mimo to, w bazowym scenariuszu przewidujemy, że po okresie wzmożonych wahań i pewnym osłabieniu złotego w I kwartale (jednak kurs EURPLN nie powinien przekroczyć poziomu 3,95), kolejne miesiące przyniosą stabilizację sytuacji (prognoza na koniec roku 3,75).

▪ **Zgodnie z oczekiwaniami, Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła w lutym stopy procentowe bez zmian, już dwunasty raz z rzędu.** Komunikat prasowy po posiedzeniu Rady uległ zaledwie niewielkim korektom w porównaniu z poprzednim miesiącem, ale były to zmiany dość znaczące, ponieważ naszym zdaniem wystrzyły jastrzębi ton przekazu RPP. Co ciekawe, rynek finansowy odebrał to zupełnie inaczej, skupiając się na dość łagodnie brzmiących wypowiedziach nowego prezesa NBP, a oczekiwania podwyżek stóp odsunęły się na dalszy termin. Tymczasem w naszej opinii w ostatnim czasie ryzyko podwyżki stóp wzrosło. Kluczowe dla kolejnych decyzji Rady będą nowe dane ekonomiczne, w szczególności dotyczące inflacji i rynku pracy.

▪ **Dane za pierwsze miesiące 2007 roku pokazały, że ekspansja gospodarcza przybiera na sile i towarzyszy jest stopniowy wzrost presji inflacyjnej.** W rezultacie dokonaliśmy rewizji naszych prognoz wzrostu PKB na ten rok. Obecnie przewidujemy, że wzrost gospodarczy w I kw. br. przyspieszy do 6,7% zamiast oczekiwanego wcześniej spowolnienia do 6% z 6,4% w IV kw. 2006 r. W kolejnych kwartałach dynamika PKB powinna spowolnić i w całym roku wzrost gospodarczy wyniesie naszym zdaniem 5,7%.

▪ **W Temacie miesiąca staraliśmy się oszacować podaż papierów skarbowych na aukcjach zwykłych w poszczególnych kwartałach tego roku.** Założyliśmy, że deficyt budżetowy zostanie zrealizowany na poziomie 28,5 mld zł, wydatki pozabudżetowe mogą wynieść ok. 17,7 mld zł (realizacja przychodów z prywatyzacji na poziomie 50%), kwota zapadalnych w tym roku obligacji będzie znacznie mniejsza niż w roku ubiegłym (39 mld zł), emisja bonów skarbowych będzie ograniczana (28,5 mld zł) podobnie jak finansowanie zagraniczne (9,03 mld zł). Potrzeby pożyczkowe brutto na rynku krajowym mogą wynieść ok. 101,8 mld zł. Przy uwzględnieniu aukcji zamiany prognozujemy, że Ministerstwo Finansów może zdecydować się na emisję ok. 58 mld zł obligacji na aukcjach zwykłych i 26 mld zł na przetargach zamiany (z tego 18 mld zł obligacji zapadających w tym roku).

Na rynku finansowym 28 lutego 2007 r.:					
Stopa depozytowa NBP	2,50	WIBOR 3M	4,22	USDPLN	2,9699
Stopa referencyjna NBP	4,00	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	4,07	EURPLN	3,9175
Stopa lombardowa NBP	5,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,02	EURUSD	1,3220

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 12.03.2007 r.

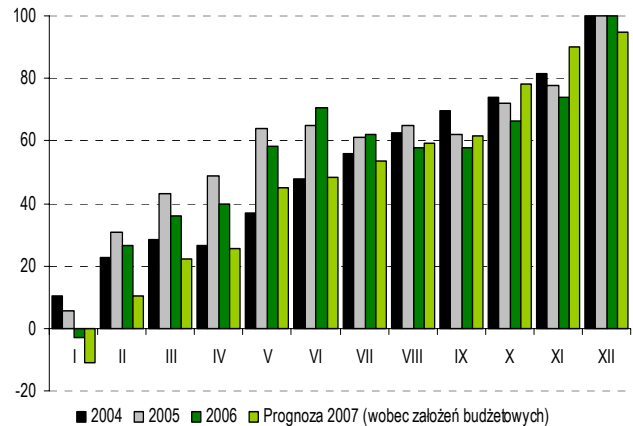
Temat miesiąca

Podaż papierów skarbowych w 2007 r. na rynku krajowym

W niniejszym tekście staramy się oszacować kwartalną podaż papierów skarbowych emitowanych na rynku krajowym na podstawie potrzeb pożyczkowych Ministerstwa Finansów. Potrzeb pożyczkowe wynikają przede wszystkim z wielkości deficytu budżetowego, wydatków pozabudżetowych, czyli tzw. „wydatków pod kreską” (co w sumie daje potrzeby pożyczkowe netto) oraz wielkości zapadalnych w tym roku krajowych papierów skarbowych (co daje potrzeby pożyczkowe brutto). Tak uzyskana kwota skorygowana o środki uzyskane z finansowania zagranicznego tworzy krajowe potrzeby pożyczkowe brutto. Struktura terminowa emisji papierów skarbowych może nieco różnić się od struktury terminowej potrzeb pożyczkowych, a różnice wynikają z odpowiednio dobranej taktyki Ministerstwa Finansów zgodnej z celem minimalizacji kosztów obsługi długu publicznego.

Zgodnie z ustawą budżetową zatwierdzoną na rok obecny deficyt budżetowy został zaplanowany na 30 mld zł, tj. nieco poniżej planu na rok 2006, choć sporo powyżej realizacji za poprzedni rok na poziomie 25,08 mld zł. Dużo niższy od oczekiwań deficyt w ubiegłym roku wynikał po części z wyższej realizacji dochodów oraz niższej wydatków. Wydaje się, że deficyt za rok ubiegły mógłby być jeszcze niższy jednak część dochodów z poprzedniego roku została przeniesiona na rok obecny, m.in. aby zmniejszyć ryzyko przekroczenia planu na rok 2007, szczególnie w kontekście zwiększonych wydatków budżetowych oraz zapowiadanej na lipiec obniżki klina podatkowego, tj. obniżki składki rentowej o 3%. Deficyt budżetowy w tym roku nie wydaje się zagrożony w obliczu bardzo dobrej sytuacji makroekonomicznej, szybkiego wzrostu gospodarczego, spodziewanego wzrostu dochodów, utrzymania w ryzach wydatków budżetowych oraz wspomnianego przeniesienia części ubiegłorocznych dochodów. Sądzymy, że mimo obniżki składki rentowej, która wg informacji z Ministerstwa Finansów może kosztować budżet państwa ok. 9 mld zł rocznie (szacujemy, że na drugie półrocze tego roku może przypaść ok. 3 mld zł) deficyt budżetowy może być ponownie niższy od przyjętego planu. Zakładamy jego realizację na poziomie **28,5 mld zł**, m.in. dzięki kontynuacji silnego trendu wzrostowego w polskiej gospodarce.

Realizacja deficytu budżetowego (w %).



Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK.

Poza sfinansowaniem deficytu Ministerstwo Finansów musi znaleźć środki m.in. na wpłaty do Otwartych Funduszy Emerytalnych w związku z przeprowadzoną reformą emerytalną, prefinansowaniem zadań z udziałem środków z Unii Europejskiej oraz udzielanie pożyczek. Planowane spłata zobowiązań wobec OFE w tym roku będzie minimalnie niższa niż zrealizowana w ubiegłym, choć wyższa od ubiegłorocznego planu i szacowana jest na poziomie ok. 14,5 mld zł. Spłata zobowiązań wobec OFE następuje z dość dużą regularnością, zatem przyjęliśmy rozkład wypłat zgodny ze średnią za ostatnie 3 lata. Pozostałe kwoty, które zwiększają potrzeby pożyczkowe to przede wszystkim wydatki z tytułu pożyczek udzielonych (1,1 mld zł), głównie dla Korporacji Ubezpieczeń Kredytów Eksportowych S.A. (1,0 mld zł) i dla Funduszu Rekompensacyjnego (300 mln zł) oraz prefinansowania zadań realizowanych z udziałem środków pochodzących z budżetu Unii Europejskiej (ujemne saldo na poziomie: 2,78 mld zł; wydatki - 13,97 mld zł; przychody: 11,20 mld zł).

Jednym z krajowych źródeł finansowania dodatkowych pozabudżetowych wydatków są wpływy z prywatyzacji (finansują środki dla OFE) zaplanowane na ten rok w wysokości 3,0 mld zł. Ta kwota jest sporo mniejsza od zeszłorocznego planu na poziomie 5,5 mld zł, jednak i tak zdecydowanie przewyższa jego realizację na poziomie 0,6 mld zł. Sądzymy, że w tym roku procesy prywatyzacyjne mogą przyspieszyć w porównaniu do ubiegłego roku i choć przewidywane wpływy mogą wg nas nie zostać w pełni zrealizowane to znacząco przewyższą realizację ubiegłoroczną. Szacujemy wpływy z prywatyzacji w tym roku na poziomie 1,5 mld zł. Saldo przychodów z prywatyzacji i ich rozdysponowania zostało ustalone w ustawie budżetowej na poziomie - 12,28 mld zł. Prognozowane przez nas saldo jest na poziomie -13,8 mld zł.

Nasze szacunki wskazują, że w tym roku dodatkowa kwota wpływająca na zwiększenie potrzeb

pożyczkowych wynikających z deficytu budżetowego, czyli tzw. „wydatki pod kreską” wyniesie ok. **17,7 mld zł**. To znaczy, że zakładając realizację deficytu na poziomie 28,5 mld zł potrzeby pożyczkowe netto wyniosą **46,2 mld zł**.

W celu obliczenia potrzeb pożyczkowych tak otrzymaną kwotę należy powiększyć o rozchody z tytułu zapadalnych krajowych papierów skarbowych, ok. 25,8 mld zł bonów skarbowych oraz ok. 39 mld zł obligacji skarbowych, co w sumie daje kwotę ok. **64,8 mld zł**. Nieco wyższa kwota zapisana w ostatniej wersji ustawy budżetowej na poziomie ok. 68,7 mld zł wynika z niebrania pod uwagę obligacji skarbowych odkupionych na przetargach zamiany w listopadzie i grudniu zeszłego roku. Stąd potrzeby pożyczkowe brutto w optymistycznym wariantcie realizacji budżetu wynoszą **110,9 mld zł**.

Zapadalność rynkowych SPW w 2007 r. (w mld zł)

	bony	obligacje rynkowe	SPW rynkowe	
			miesięcznie	kwartalnie
styczeń	4,3	0,20	4,49	
luty	2,0	0,00	2,00	13,35
marzec	2,3	4,56	6,86	
kwiecień	2,0	7,39	9,39	
maj	2,0	10,22	12,22	23,61
czerwiec	2,0	0,00	2,00	
lipiec	2,0	0,08	2,08	
sierpień	2,0	11,07	13,07	17,15
wrzesień	2,0	0,00	2,00	
październik	1,6	0,00	1,60	
listopad	1,6	0,00	1,60	10,66
grudzień	2,0	5,46	7,46	
suma	25,8	38,96	64,76	64,76

Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

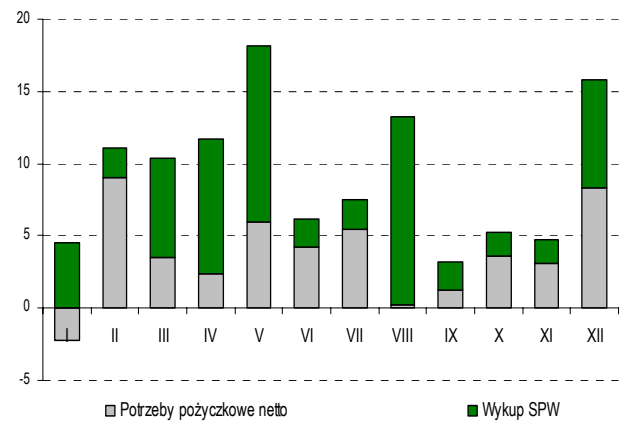
Krajowe potrzeby pożyczkowe brutto finansowane są przy pomocy emisji krajowych i zagranicznych papierów skarbowych.

Jednymi z zagranicznych źródeł finansowania są przychody z tytułu emisji zagranicznych obligacji skarbowych szacowane na 13,53 mld zł oraz z tytułu części kredytów zagranicznych uzyskanych z Europejskiego Banku Inwestycyjnego w kwocie 3,45 mld zł. Główną pozycją wydatkową w na rachunkach zagranicznych są rozchody z tytułu kredytów zagranicznych wobec Klubu Paryskiego. Wartość zobowiązań Polski wobec Klubu Paryskiego, które zapadają w tym roku jest na poziomie ok. 6,67 mld zł, jednak póki co nie jest znany zakładany przez MF harmonogram spłat. Finansowanie zagraniczne netto zostało zaplanowane na poziomie **9,03 mld zł**. Zakładamy równomierną realizację finansowania

zagranicznego w trakcie kolejnych miesięcy. W trakcie minionego roku Ministerstwo Finansów ograniczyło finansowanie deficytu emisją obligacji na rynkach międzynarodowych, a rzeczywiste finansowanie deficytu w roku 2006 było na poziomie ok. 6,9 mld zł wobec planu na poziomie 20,5 mld zł.

Reszta potrzeb pożyczkowych finansowana jest przy pomocy krajowych papierów skarbowych oraz obligacji oszczędnościowych. Saldo tych ostatnich zmniejsza potrzeby pożyczkowe jedynie o 0,16 mld zł. Po uwzględnieniu finansowania zagranicznego oraz obligacji oszczędnościowych krajowe potrzeby pożyczkowe brutto planowane do uzyskania z tytułu emisji papierów skarbowych są na poziomie **101,8 mld zł**.

Potrzeby pożyczkowe brutto na rynku krajowym w 2007 r (w mld zł)



Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK.

Ministerstwo Finansów zgodnie z przyjętą strategią planuje wydłużyć średni okres zapadalności emitowanych papierów. W związku z tym wielkość emisji bonów skarbowych, jako instrumentów krótkoterminowych powinna być ograniczana. Wartość zapadalnych w tym roku bonów skarbowych wynosi **25,8 mld zł**. Sądzymy, że zgodnie z planem i przyjętą strategią Ministerstwo Finansów zdecyduje się na emisję bonów skarbowych jedynie w wysokości pokrywającej tą kwotę. Nieco wyższa w porównaniu z ustawą budżetową (23,4 mld zł) kwota wynika z emisji krótkoterminowych bonów w grudniu zeszłego roku. Emisja bonów skarbowych powinna odbywać się raczej w miarę równomiernie w całym roku. Nieco mniejsze emisje mogą być obserwowane w sytuacji względnie niskich rentowności obligacji, natomiast nieco większe emisje mogą nastąpić pod koniec roku oraz w momentach wzrostu rentowności obligacji przy narastaniu oczekiwań na podwyżki stóp procentowych.

Harmonogram emisji obligacji skarbowych w 2007r.

Emisja (w mld zł)	Typ obligacji						Zamiany
	miesiąc	2L	5L	10L	20L	10L zm.	
styczeń			2,9	1,8			1,3
luty	1,0	1,5				2,4	3,7
marzec	1,0	✓			✓		
kwiecień	✓	✓	✓				
maj			✓			✓	✓
czerwiec	✓	✓					
lipiec	✓			✓			
sierpień	✓					✓	✓
wrzesień	✓	✓			✓		
październik	✓	✓	✓				
listopad	✓	✓				✓	✓
grudzień	✓						

Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK.

Zatem szacowana przez nas wielkość emisji obligacji skarbowych wynosi **76,0 mld zł**. Jednak powyższą kwotę należałoby skorygować o ewentualny wcześniejszy wykup papierów skarbowych z przyszłego roku, który może nastąpić na aukcjach zamiany pod koniec tego roku. W zeszłym roku Ministerstwo Finansów odkupiło ok. 20,3 mld zł obligacji zapadalnych w roku 2006 oraz ok. 7,1 mld zł obligacji zapadalnych w roku 2007. Sądzymy, że z uwagi na mniejszą niż w roku ubiegłym i przyszłym wartość zapadalnych obligacji w roku obecnym, odsetek odkupionych obligacji z tego roku na aukcjach zamiany w całkowitej wartości odkupionych w tym roku obligacji może być na poziomie nieco poniżej 70% wobec 74% w roku ubiegłym. Szacujemy, że Ministerstwo Finansów zdecyduje się odkupić ok. **8,0 mld zł** obligacji zapadalnych w roku 2008, co stanowi nieco ponad 30% ogółu odkupowanych obligacji na przetargach zamiany. W związku z tym całkowita wartość emitowanych w tym roku obligacji skarbowych może wynieść nawet **84,0 mld zł**. (Całkowite potrzeby pożyczkowe zwiększyłyby się ze 101,8 mld zł do **109,8 mld zł**). Pozostała część obligacji emitowana na aukcjach zamiany w związku z odkupem obligacji zapadalnych w roku obecnym służy wygładzaniu podaży obligacji na aukcjach zwykłych i szacowana jest na poziomie 17% ogółu emitowanych obligacji, tj. **18,0 mld zł**. Zatem wartość obligacji emitowanych na aukcjach zwykłych może wynieść ok. **58,0 mld zł**, a całkowita wartość emisji krajowych papierów na aukcjach zwykłych będzie na poziomie ok. **83,8 mld zł** (wobec odpowiednio 75,3 i 97,8 mld zł w roku ubiegłym).

W obecnym roku Ministerstwo Finansów może zdecydować się na nieco mniejszą emisję skarbowych papierów wartościowych niż to miało miejsce w zeszłym roku, a będzie to wynikało m.in. z mniejszej wartości

zapadających w tym roku krajowych obligacji skarbowych. Ryzykiem w górę dla wielkości emisji jest niska realizacja przychodów z prywatyzacji.

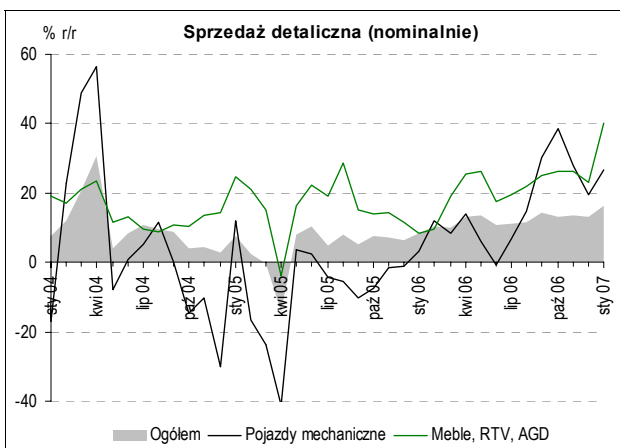
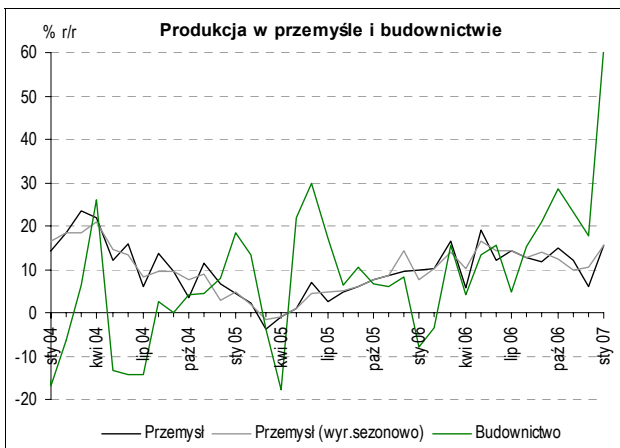
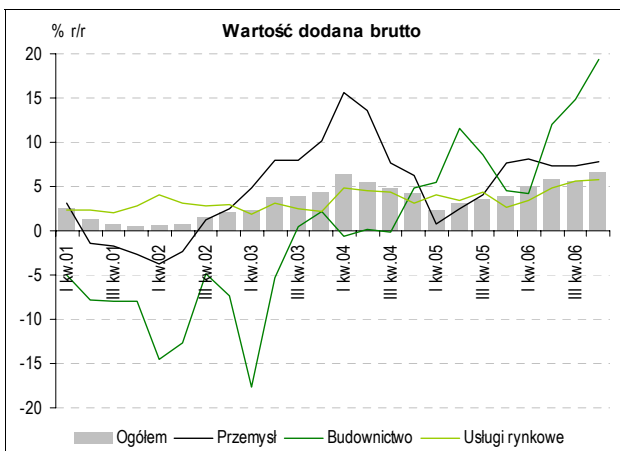
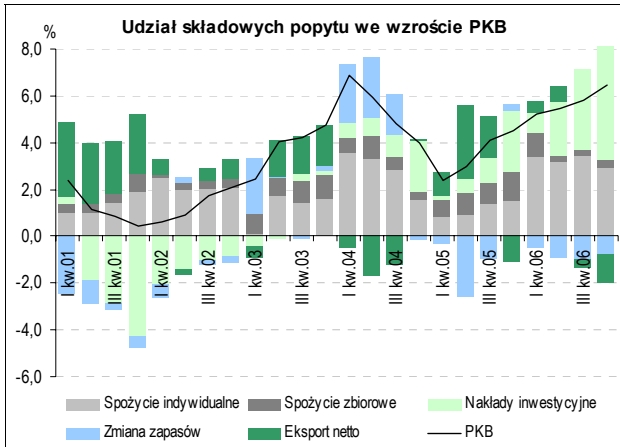
Biorąc pod uwagę kalendarz przetargów obligacji skarbowych zamieszczony na stronie Ministerstwa Finansów przyjęliśmy pewną prognozę emisji w poszczególnych kwartałach. Wydaje się, że w tym roku Ministerstwo Finansów może bardziej niż do tej pory wygładzić podaż papierów skarbowych na aukcjach zwykłych na przestrzeni całego roku, m.in. ze względu na niższą wartość oferowanych obligacji skarbowych przy sporej emisji na aukcjach zamiany.

Prognoza emisji skarbowych papierów wartościowych w 2007 r. (w mld zł).

	Oferta papierów skarbowych MF na aukcjach zwykłych		Aukcje zwykłe		Aukcje zamiany		Suma
			bony skarb.	Oblig. skarb.	odkup oblig. z 2007 r.	odkup oblig. z 2008 r.	
	min	max					
I kw.	18,3	21,7	5,6	15,0	7,5	0,0	28,1
II kw.	20,0	30,0	6,0	15,7	5,6	0,0	27,3
III kw.	15,0	24,0	6,4	12,4	3,8	0,0	22,6
IV kw.	19,0	24,0	7,8	13,4	1,1	8,0	30,3
Suma	72,3	99,7	25,8	56,5	18,02	8,0	108,3
Skumulowana suma			25,8	82,3	100,3	108,3	

Źródło: BZ WBK.

Gospodarka Polski

**Potwierdzenie świetnej końcówki 2006 roku...**

- Wzrost PKB w IV kw. ub.r. wyniósł 6,4% r/r, czyli okazał się nieznacznie niższy niż szacunki na poziomie 6,5% r/r oparte o wstępne dane GUS za cały 2006 r. Jednocześnie wzrost PKB w całym 2006 r. potwierdzono na poziomie 5,8%. Nie dokonano również rewizji wielkości wzrostu PKB w pierwszych trzech kwartałach 2006 roku.

- Wzrost konsumpcji prywatnej w IV kw. wyniósł 5,2% r/r, a wzrost inwestycji sięgnął 19,3% r/r. Popyt krajowy ogółem zwiększył się aż o 7,7% r/r. Wkład eksportu netto był ujemny i odbierał ze wzrostu gospodarczego 1,2 pp.

- Sezonowo dostosowany wzrost PKB wyniósł 1,9% kw/kw, co jest najwyższym tempem wzrostu od wielu lat, przekraczającym nawet wysokie tempo wzrostu notowane w okresie przedakcesyjnego ożywienia gospodarki w I poł. 2004.

- Patrząc na rachunki narodowe od strony podażowej, najwyższy wzrost został nastąpił w budownictwie (19,3% r/r), ale w pozostałych sektorach również widoczna jest silna ekspansja. W przemyśle wzrost wyniósł 7,8% r/r, w usługach rynkowych 5,8% r/r, a w usługach nierynkowych 3,9% r/r. Jedynie w rolnictwie nastąpił roczny spadek wartości dodanej.

- W sumie, dane nie odbiegają znacząco od wcześniejszych szacunków. Potwierdzają znany dotychczas obraz sytuacji gospodarczej. Mamy do czynienia z przyspieszeniem wzrostu gospodarczego, ale jego struktura cały czas pozostaje korzystna, sugerując brak istotnych zagrożeń dla ogólnej równowagi makroekonomicznej. Same dane o PKB za IV kw. nie zmieniły naszych prognoz dotyczących dalszego przebiegu procesów gospodarczych, ale styczniowe wskaźniki aktywności ekonomicznej (patrz niżej) spowodowały, że zrewidowaliśmy naszą prognozę wzrostu PKB w I kw. do 6,7% z 6%, a prognozę wzrostu w całym 2007 roku podnieśliśmy do 5,7% z 5,4%.

...i mocne uderzenie na początku 2007 roku

- Produkcja przemysłowa wzrosła w styczniu o 15,6% r/r (sezonowo dostosowana o 15,5% r/r wobec średniego wzrostu o 12,1% r/r w 2006 r.), wyraźnie silniej od prognoz (ok. 12%).

- W przetwórstwie przemysłowym wzrost produkcji wyniósł aż 19,2% r/r, Sugeruje to kontynuację szybkiego wzrostu eksportu, potwierdzając jednocześnie, że spowolnienie eksportu obserwowane w grudniowych danych bilansu płatniczego było zjawiskiem jednorazowym.

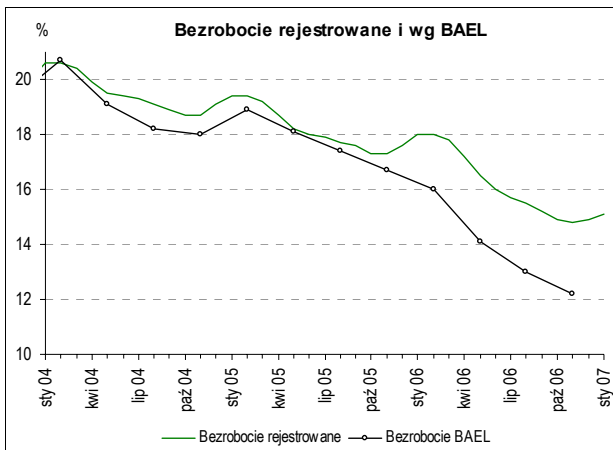
- Ponadto, wzrost produkcji budowlano-montażowej wyniósł 60,8% r/r. Po części związane było to z bardzo korzystnymi warunkami atmosferycznymi, pozwalającymi na kontynuację prac budowlanych. Niemniej jednak, sugeruje to, że struktura wzrostu PKB w I kw. br. pozostanie korzystna, z dużym wkładem inwestycji w środki trwałe.

- Sprzedaż detaliczna w styczniu wzrosła nominalnie o 16,5% r/r (przy sezonowym spadku o 24,3% m/m). W ujęciu realnym sprzedaż detaliczna zwiększyła się o 16,2% r/r (przy sezonowym spadku o 24,4% m/m).

- Solidny wzrost zanotowano w przypadku wszystkich komponentów sprzedaży detalicznej, ale najbardziej dynamiczny przyrost widoczny był w odniesieniu do różnego rodzaju dóbr trwałego użytku (o 40% r/r wzrosła sprzedaż mebli oraz sprzętu RTV i AGD, o 26,5% r/r zwiększyła się sprzedaż pojazdów mechanicznych). Oznacza to, że zgodnie ze wskazaniami badań ankietowych konsumenci są w bardzo optymistycznych nastrojach, co przekłada się na wzrost popytu konsumpcyjnego.

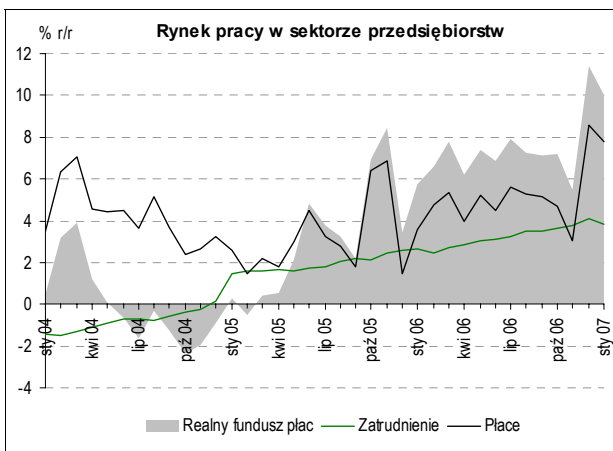
- Po publikacji danych za styczeń Ministerstwo Finansów podało, że przewiduje tempo wzrostu PKB w I kw. w przedziale 6,5-7%, co jest spójne z naszą prognozą.

Gospodarka Polski

**Bezrobocie sezonowo wyższe, ale trend spadkowy trwa**

Stopa bezrobocia rejestrowanego w styczniu wyniosła 15,1% (poniżej wstępnego szacunku Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej na poziomie 15,2%). Jest to wzrost z 14,9% w grudniu, ale wiąże się to z sezonowością. W ujęciu rocznym spadek stopy bezrobocia przyspieszył do 2,9 pkt proc., a więc był najszybszy od grudnia 1997 r. Liczba bezrobotnych zmniejszyła się aż o 17,5% r/r i wyniosła 2,366 mln osób.

Wyniki BAEL za IV kwartał są jeszcze bardziej optymistyczne. Pokazały one, że stopa bezrobocia w ostatnim kwartale minionego roku wyniosła tylko 12,2%, spadając w ujęciu rocznym o 4,5 pkt. proc., czyli najszybciej w historii badań. Fakt, że coraz większa liczba Polaków znajduje zatrudnienie i uzyskuje dochód, wspiera szacunki, zakładające utrzymanie się wzrostu konsumpcji prywatnej powyżej 5%.

**Nieźle dane o płacach i zatrudnieniu**

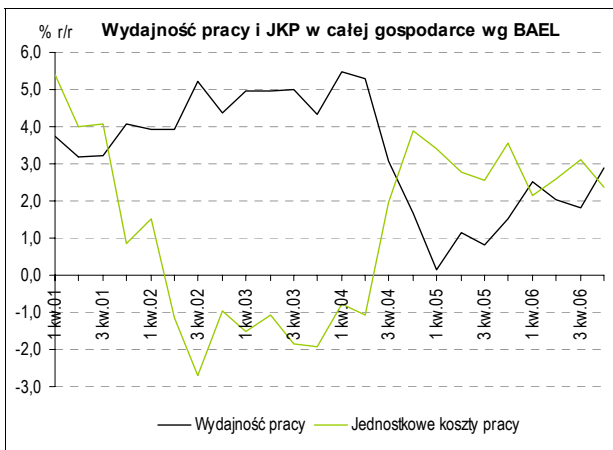
Pomimo silnego spadku bezrobocia, wyniki BAEL za IV kw. nie były złe z punktu widzenia perspektyw inflacji. Pokazały mianowicie, że wzrost liczby pracujących spowolnił do 3,6% r/r z 3,8% r/r w III kw., co wg naszych szacunków oznacza wzrost dynamiki wydajności pracy w IV kw. do 2,9% r/r z 1,8% r/r w III kw. oraz spowolnienie dynamiki jednostkowych kosztów pracy do 2,3% r/r z 3,1% r/r w III kw. (2,4% w I poł. 2006 r.).

Na przyspieszenie wzrostu wydajności pracy i spadek dynamiki jednostkowych kosztów pracy wskazały również szczegółowe dane za styczeń z sektora przedsiębiorstw na temat zatrudnienia (3,8% r/r w górę) i płac (wzrost o 7,8% r/r).

W sumie, fundusz wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw zwiększył się w styczniu o 11,9% r/r (10% realnie).

Ryzyko dla perspektyw inflacji ze strony rynku pracy cały czas jednak istnieje. Relacja pomiędzy dynamiką płac a tempem wzrostu wydajności pracy będzie się prawdopodobnie stopniowo pogarszać. Wskazuje na to pokazane przez styczniowe dane przyspieszenie wzrostu płac w przetwórstwie przemysłowym (do 8,5% r/r z 5,6% r/r w grudniu i 5,9% r/r średnio w całym 2006 roku), co w obliczu spodziewanego przez nas spowolnienia dynamiki produkcji może doprowadzić do pogorszenia relacji pomiędzy dynamiką płac a tempem wzrostu wydajności pracy.

Oczekujemy, że w skali całej gospodarki tempo wzrostu wydajności pracy utrzyma się na wysokim poziomie, ale na skutek przyspieszenia wzrostu płac dojdzie do zwiększenia dynamiki jednostkowych kosztów pracy. To będzie powodować wzrost inflacji, ale stopniowy i umiarkowany, ponieważ inne czynniki (antyinflacyjne efekty globalizacji, silna konkurencja, silny kurs złotego) będą działać w przeciwnym kierunku.

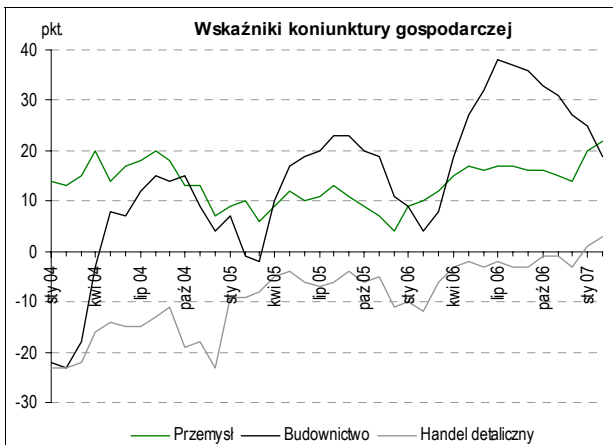
**Utrzymuje się optymizm przedsiębiorstw**

Podane przez GUS wskaźniki koniunktury za luty wskazały na kontynuację pozytywnych tendencji obserwowanych we wcześniejszych miesiącach.

Co prawda indeks dla budownictwa zanotował kolejny sezonowy spadek, ale w ujęciu rocznym ocena nastrojów przedsiębiorstw w tym sektorze poprawiła się o 15 pkt, a więc w podobnej skali jak w poprzednich miesiącach.

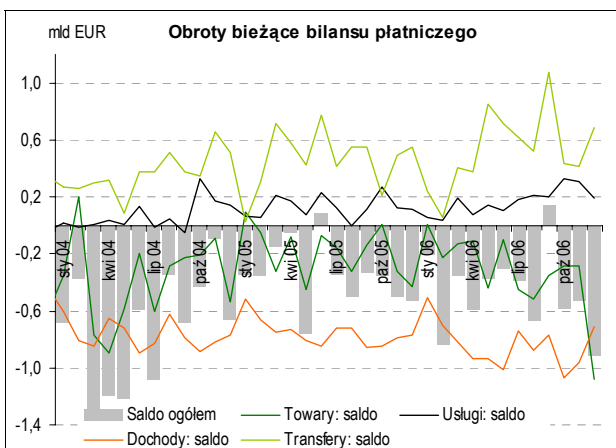
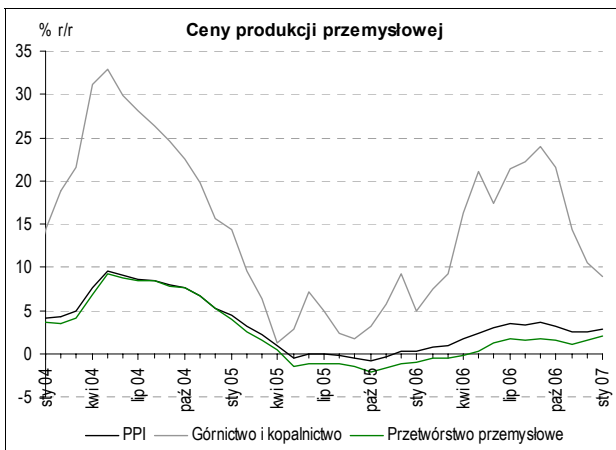
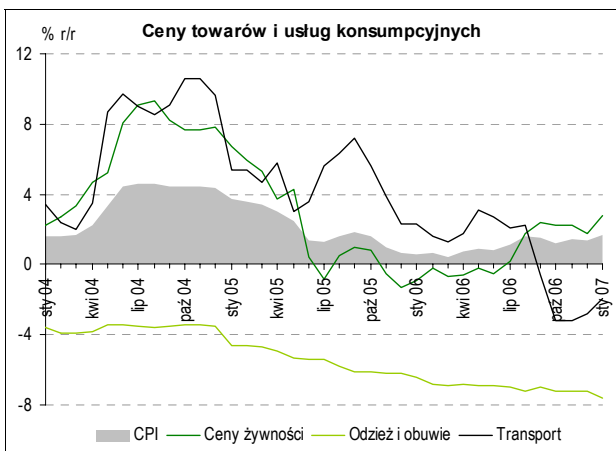
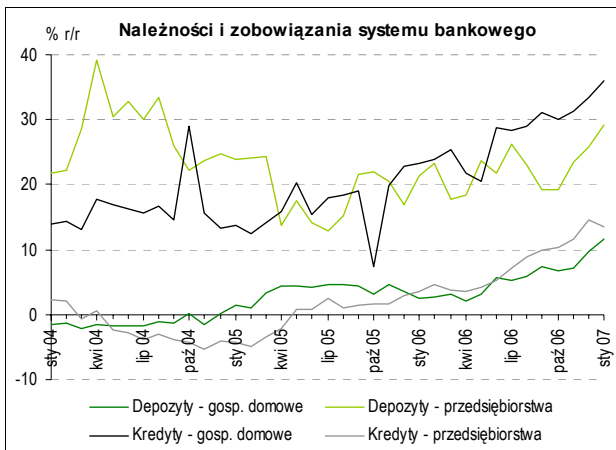
Wskaźniki dla przemysłu i handlu detalicznego poprawiły się w ciągu miesiąca i przyspieszył ich wzrost w ujęciu rocznym.

Zmiany indeksów, a także generalnie pozytywne opinie firm na temat bieżącego i przewidywanego popytu, sytuacji finansowej, zmian w zatrudnieniu, itp., wskazują na utrzymywanie się pozytywnych tendencji w polskiej gospodarce w I kwartale br.



Źródło: GUS, NBP, Ipsos, obliczenia własne

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

Statystyki pieniężne pokazują wyraźne ożywienie

- Podaż pieniądza w styczniu wzrosła o 19,4% r/r wobec wzrostu o 15,6% r/r w grudniu, osiągając najwyższe tempo wzrostu od połowy 2000 r.
- Dynamika depozytów ogółem wzrosła z 15% r/r do 18,4% r/r, również osiągając najwyższy poziom od połowy 2000 r. Przyrost dynamiki depozytów nastąpił zarówno w przypadku gospodarstw domowych (do 11,6%), jak i firm (do 29,2%).
- Kredyty ogółem wzrosły w styczniu o 25% r/r. Utrzymała się dwucyfrowa dynamika kredytów dla firm (13,4%), a wzrost kredytów dla gospodarstw domowych przyspieszył do 36%, najwyższego poziomu od 2000 r.
- W sumie, dane potwierdziły, że polska gospodarka znajduje się w fazie silnej ekspansji gospodarczej. Dalszy silny wzrost kredytów będzie zapewne uważnie obserwowany przez RPP.

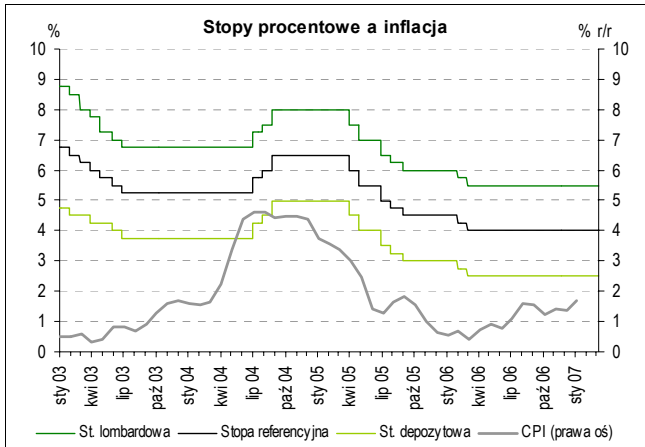
Inflacja CPI bez zaskoczenia, PPI trochę niepokoi

- Wstępne dane GUS dotyczące inflacji CPI w styczniu pokazały wzrost do 1,7% r/r z 1,4% w grudniu, co było zgodne z naszą prognozą i z konsensusem rynkowym. Co ciekawe, niewielki wpływ na ceny miały podwyżki akcyzy dokonane na początku roku – ceny napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych wzrosły w styczniu zaledwie o 0,1% m/m, a ceny paliw wyraźnie potaniały (GUS nie podał dokładnie o ile, ale spadek był znaczący, skoro ceny transportu spadły o 0,7% m/m). Efekt podwyżek podatków może ujawnić się jeszcze w kolejnych miesiącach.
- Styczeniowe dane zostaną zrewidowane w kolejnym miesiącu po przeliczeniu wg nowego koszyka wag CPI (aktualizowanego corocznie), jednak nie sądzimy, aby zmiany te były znaczące.
- Ogólnie, styczniowe dane inflacyjne potwierdzają nasze przewidywania na kolejne miesiące – stopa inflacji będzie się jeszcze zwiększać w lutym i marcu jednak wzrost ten będzie prawdopodobnie dość umiarkowany (w marcu do ok. 2,2%, czyli wciąż poniżej celu). W II i III kwartale inflacja powinna się ustabilizować lub nawet lekko obniżyć. Co więcej, inflacja netto powinna pozostać na niskim poziomie (wg naszych szacunków w styczniu bez zmian na poziomie 1,6%, do końca roku poniżej 2,5%).
- Dwunastomiesięczny wskaźnik PPI wzrósł w styczniu do 2,9% z 2,6% w grudniu. W ujęciu miesięcznym, po pięciu miesiącach spadku cen (średnio o 0,4%) odnotowano wzrost o 0,5%, co jak zwykle na początku roku w znacznej mierze było spowodowane wzrostem cen energii. Niemniej, wzrosły również ceny w sektorze przetwórczym, o 0,2% m/m. Roczna dynamika cen w tym sektorze przyspieszyła z 1,5% w grudniu do 2,1%, czyli najwyższego poziomu od początku 2005 r. Kontynuacja takiej tendencji może być istotnym „jastrzębim” argumentem dla Rady Polityki Pieniężnej.

Wypadek przy pracy w eksporcie

- Deficyt obrotów bieżących wyniósł w grudniu aż 915 mln €, głównie za sprawą deficytu handlowego (-1,08 mld €).
- Wyższy od oczekiwań deficyt handlowy nie był efektem spodziewanego przyspieszenia importu (wzrost importu o 17% r/r był niższy niż prognozowano), ale znacznego spadku dynamiki eksportu (do 8,3% wobec wzrostu o średnio ponad 21% w poprzednich miesiącach minionego roku). W tej chwili trudno jednoznacznie stwierdzić, czy jest to załamanie wzrostowego trendu w eksporcie. Wysoka dynamika produkcji przemysłowej w styczniu sugeruje jednak, że grudniowe osłabienie w eksporcie było jedynie „wypadkiem przy pracy”.
- Skumulowany deficyt obr. bież. za ostatnie 12 miesięcy wyniósł 2,1% PKB, czyli jest nadal dość niski. Finansują go bezp. inwestycje zagraniczne (czwarty miesiąc ponad 1 mld €).

Pod lupą: Bank centralny

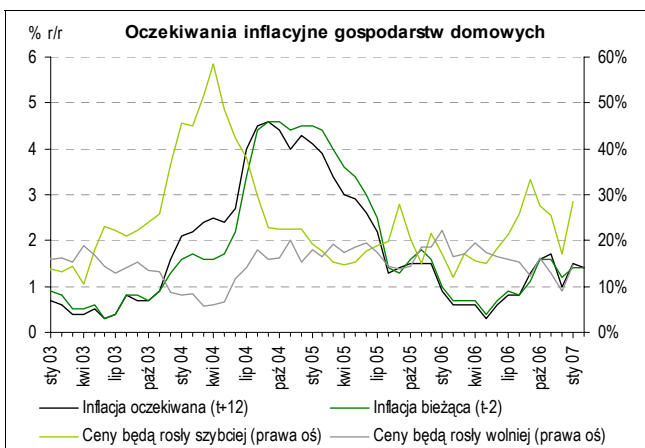
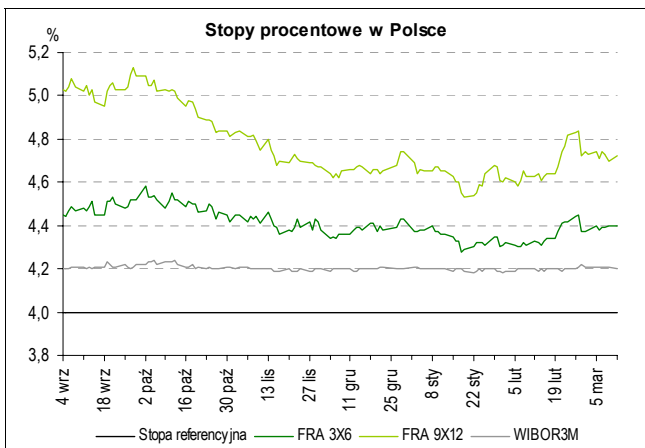


Fragmety komunikatu RPP z 28 lutego 2007

W ocenie Rady, w krótkim okresie inflacja CPI będzie wyraźnie niższa niż wskazuje projekcja styczniowa. Również inflacja bazowa netto może ukształtować się na poziomie wyraźnie niższym niż przewiduje projekcja.

W średnim okresie może wystąpić stopniowe zwiększenie dynamiki płac prowadzące do wzrostu inflacji. Rada ocenia, że wzrost inflacji będzie prawdopodobnie umiarkowany, o ile utrzyma się wysokie tempo wzrostu wydajności oraz niska dynamika cen zewnętrznych, związana z procesem globalizacji i towarzyszącym jej wzrostem konkurencji na rynku dóbr i usług podlegających wymianie międzynarodowej.

Rada uznala, że obecny poziom stóp procentowych NBP umożliwia utrzymanie inflacji w średnim okresie w pobliżu celu 2,5%. Ustabilizowanie inflacji na poziomie celu i stworzenie w ten sposób warunków dla stabilnego długofalowego wzrostu gospodarczego może jednak wymagać zacieśnienia polityki pieniężnej. Przyszłe decyzje Rady będą zależały w dużej mierze od tego, czy rosnąca aktywność gospodarcza będzie mieć bardziej trwały charakter, a także od kształtowania się innych elementów procesów gospodarczych w Polsce i na świecie oraz ich wpływu na perspektywę inflacji w Polsce.



Źródło: NBP, Reuters

Stopy procentowe i nastawienie bez zmian

- W lutym Rada Polityki Pieniężnej ponownie nie zaskoczyła, pozostawiając stopę referencyjną na poziomie 4,0%.
- Oficjalny komunikat zawierał jedynie niewielkie zmiany w porównaniu z tekstem styczniowym, ale te różnice były naszym zdaniem dość istotne, ponieważ oznaczały dalsze zaostrzenie retoryki RPP, zwiększając ryzyko podwyżki stóp.
- Perspektywa stóp procentowych zarysowana przez Radę w komunikacie pozostała w znacznej mierze bez zmian – obecny poziom stóp umożliwia utrzymanie inflacji w pobliżu celu w średnim okresie, ale ustabilizowanie inflacji na poziomie celu może wymagać zaostrzenia polityki pieniężnej w przyszłości.
- Naszym zdaniem, powinno być to interpretowane jako utrzymanie restrykcyjnego nastawienia w polityce pieniężnej.
- O ile miesiąc wcześniej RPP napisała, że jej przyszłe decyzje będą zależały od nowych danych, tym razem dodała, że istotnym czynnikiem będzie również to, czy „rosnąca aktywność gospodarcza będzie miała charakter trwały”. Wydaje się więc, że następuje pewne przesunięcie akcentów w komunikacie w kierunku bardziej „jastrzębim”, co związane jest z możliwością szybszego domknięcia się luki popytowej.
- Z drugiej strony, w założonym przez nas scenariuszu ekonomicznym negatywny wpływ na inflację rosnących jednostkowych kosztów pracy będzie neutralizowany przez inne czynniki i nie będzie powodował znaczącego ryzyka dla celu inflacyjnego. Dlatego też w naszym podstawowym scenariuszu zakładamy, że do podwyżki stóp dojdzie dopiero na początku 2008 roku. Jednak, jeśli kolejne dane z rynku pracy po raz kolejny zaskoczą, to warto pamiętać, że już od trzech miesięcy Rada Polityki Pieniężnej wysłała sygnał „gotowości do startu” z podwyżkami stóp, czego część analityków nie wydaje się brać pod uwagę w chwili obecnej.

Rynek nie odczytał komunikatu zgodnie z intencją RPP

- Rynek terminowy stóp procentowych zareagował na ostatnią decyzję RPP i jej uzasadnienie mocną obniżką stawek (o prawie 10 pb w przypadku FRA 6x9), co sugeruje wyraźny spadek wycenianego przez rynek prawdopodobieństwa szybkich podwyżek stóp procentowych.
- Wydaje nam się, że kierunek zmian w oczekiwaniach rynku jest raczej w sprzeczności z intencjami RPP, która zaostrzyła ostatnio retorykę, sygnalizując wzrost (a nie spadek) ryzyka konieczności podwyżek stóp w niedługim czasie.
- Z drugiej strony, korekta dokonała się po wcześniejszym dość wyraźnym wzroście stawek, przywracając je do poziomów nie oderwanych od rzeczywistości – podwyżka stóp o 25 pb w horyzoncie 3 miesięcy wyceniana jest z prawdopodobieństwem ok. 50%.

Oczekiwania inflacyjne nadal niskie

- W lutym oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych obniżyły się nieznacznie do poziomu 1,4% z 1,5% w styczniu. Nastąpiło to w sytuacji stabilizacji wskaźnika bieżącej obserwowanej inflacji na poziomie 1,4% (od którego miara oczekiwań jest mocno uzależniona), co sugeruje poprawę w strukturze odpowiedzi ankietowych.
- Wraz ze wzrostem inflacji bieżącej na początku 2007 r. można się liczyć ze wzrostem wskaźnika oczekiwań gospodarstw domowych. Jednak jeżeli nie będzie temu towarzyszyło wyraźne pogorszenie struktury oczekiwań, to nie musi to być przedmiotem poważnych obaw RPP, ponieważ w dalszej części roku przewidywana jest stabilizacja CPI, co powinno również powstrzymać nadmierny wzrost oczekiwań.

Pod lupą: Bank centralny

Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

Andrzej Sławiński, członek RPP

Radio PiN, 20 lutego

Jednym z naszych sojuszników jest globalizacja, która zmniejsza możliwości przedsiębiorstw przenoszenia kosztów pracy na ceny. Druga to zaskakująco wysoka stopa wzrostu wydajności pracy. Ale jeszcze jest bank emisyjny, który powinien powoli myśleć o zacieśnieniu polityki pieniężnej, żeby inflacja zachowała się tak, jak powinna. Moim zdaniem inflacja będzie rosła stopniowo i powoli, więc nie widziałbym potrzeby dużych zmian stóp.

Bloomberg, 20 lutego

Stycziowy wzrost płac [silniejszy niż oczekiwano] zwiększa prawdopodobieństwo zapobiegawczej podwyżki stóp, która zabezpieczyłaby nas przed wzrostem cen w przyszłości.

Jan Czekaj, członek RPP

Reuters, 15 lutego

Nie wykluczam, że pojawią się w tym roku okoliczności, które skłonią Radę do podwyżki stóp.

Stanisław Nieckarz, członek RPP

Reuters, 15 lutego

Gdyby w średnim okresie bilans ryzyk zaczął się przesuwac w stronę większej niż dotychczas presji inflacyjnej z powodu wyższego wzrostu kosztów pracy i osłabienia złotego, to może być konieczna podwyżka stóp procentowych w początkach 2008 r.

Andrzej Wojtyna, członek RPP

Rzeczpospolita, 10 lutego

Dla mnie kluczowa jest relacja między tempem wzrostu płac i wydajności pracy. (...) Może to [podwyżki] nastąpić w pierwszej połowie roku.

Jan Czekaj, członek RPP

Interfax, 28 lutego

Nie czytacie tego właściwie [komunikatu RPP]. Jest tam zdanie o aktywności gospodarczej. [...] Jeśli mamy wzrost 6,5-7,0% to prawdopodobnie oznacza, że luka [popytowa] się domyka. [...] Jeśli PKB przyspieszy bardziej, to będziemy działać.

Marian Noga, członek RPP

Reuters, 7 marca

W moim przekonaniu rynki finansowe nie do końca dobrze odczytały przesłanie komunikatu. Oprócz stwierdzenia, że inflacja w krótkim terminie będzie niższa niż wcześniej zakładano, znalazło się zdanie, że może być konieczne zacieśnienie polityki pieniężnej.

Marian Noga, członek RPP

Reuters, 7 marca

W moim przekonaniu powinna zacieśnić politykę monetarną już teraz, żeby nie dopuścić do wzrostu inflacji, do przebicia celu 2,5 procent, a co dopiero 3,5 procent. [...] Istnieje ryzyko, że spóźnimy się z zacieśnieniem polityki pieniężnej. [...] Podjęcie dwóch niewielkich ruchów teraz byłoby mniej kosztowne dla gospodarki i przyniosłoby lepszy efekt, niż zbijanie cen później, kiedy wymkną się one spod kontroli.

Halina Wasilewska-Trenkner, członek RPP

PAP, 6 marca

Powinniśmy działać z wyprzedzeniem, dostrzec symptomy wzrostu inflacji i reagować w porę. Bo jeśli działa się z dłuższym wyprzedzeniem, to można pozwolić sobie na łagodne zacieśnianie polityki pieniężnej. [...] W kolejnych miesiącach musimy uważać, żeby nie okazało się, że się spóźniliśmy. Gdyby Rada czekała z decyzją do drugiej połowy roku to mogłoby być już za późno i wtedy musielibyśmy gwałtowniej podwyższyć stopy.

Komentarz

Wypowiedzi większości członków Rady Polityki Pieniężnej wskazują, że spodziewają się oni wzrostu inflacji, ale stopniowego i powolnego. Jest to zgodne z przewidywanym przez nas scenariuszem inflacyjnym. Czynniki, które będą przeciwdziałać pojawieniu się silnej presji inflacyjnej są m.in. efekty postępującej globalizacji oraz ciągle szybko rosnąca wydajność pracy.

Niemniej jednak, należy odnotować, że w wypowiedziach przedstawicieli banku centralnego coraz częściej pojawiają się również sygnały ostrzegawcze, mówiące o możliwości zaostrzenia polityki monetarnej w przypadku utrwalenia się układu czynników niekorzystnego dla perspektyw inflacji. O ile nie jest to niespodzianką w przypadku tej grupy członków Rady o wyraźnie jastrzębim nastawieniu, którzy takie tezy stawiają już od dłuższego czasu, to jednak nie sposób zignorować faktu, że w ostatnim czasie nowym elementem jest pojawienie się tego typu stwierdzeń w wypowiedziach szerszej grupy bankierów centralnych, również tych, którzy opowiadali się do tej pory konsekwentnie za brakiem konieczności pilnych działań ze strony polityki pieniężnej.

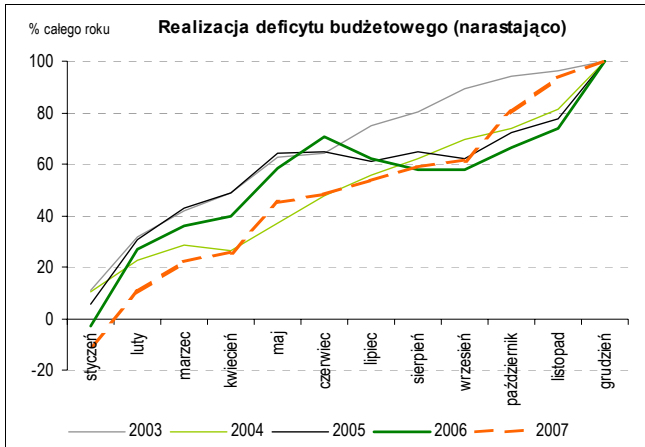
Wydaje nam się, że na razie wypowiedzi tego typu mają raczej charakter sygnalizacyjny i są bardziej formą ograniczania oczekiwań inflacyjnych poprzez „restrykcyjną” retorykę niż faktyczną zapowiedzią rychłych podwyżek stóp procentowych.

Nie sposób jednak ignorować tego, co mówi większość członków Rady. Zwracając uwagę na istotność danych z rynku pracy, podkreślają oni możliwość podwyżek, co jest zgodne z przyjętym przez RPP nieformalnie restrykcyjnym nastawieniem. My utrzymujemy nasz scenariusz stóp bez zmian w tym roku, jednak wydaje nam się, że ryzyko podwyżek w ostatnim czasie wzrosło. Stąd, z pewnym zdziwieniem przyjmujemy zmianę konsensusu rynkowego w kierunku późniejszego rozpoczęcia zacieśniania polityki pieniężnej.

W naszej opinii rynek finansowy błędnie interpretuje ostatnie komunikaty RPP, ignorując jastrzębie sygnały wysyłane od pewnego czasu, a skupiając się na łagodnie brzmiących wypowiedziach nowego prezesa NBP. Tymczasem Rada niemal wprost pisze w ostatnich miesiącach, że ryzyko podwyżki stóp wzrosło i jeśli relacje między wzrostem płac a wydajnością się pogorszą, a Rada utwierdzi się w przekonaniu, że szybki wzrost PKB jest trwały, to stopy mogą pójść w górę. Wypowiedzi Jana Czekaja i Mariana Nogi potwierdzają nasze przekonanie, że intencją ostatnich zmian w treści komunikatu RPP było wystanie rynkowi sygnału o wzmożonej ostrożności Rady i większym prawdopodobieństwie podwyżek. Skoro jednak w ten sposób nie udało się nakierować oczekiwań rynku, to być może RPP uzna, że kolejne komunikaty będą musiały być jeszcze bardziej dosadne.

Kilkoro członków RPP chciałoby podnieść stopy procentowe już teraz. Pamiętajmy jednak, że są to ci, którzy głosowali za podwyżkami (nieskutecznie) już w czwartym kwartale ub.r., używając tej samej, jak czas pokazuje niezbyt przekonującej, argumentacji. Póki co, przekonanie o tym, że zacieśnienie polityki pieniężnej należy dokonać jak najszybciej wciąż należy jednak do mniejszości wśród członków RPP. Wydaje się nam, że istotnym czynnikiem, który mógłby wpłynąć na poglądy przedstawicieli „głównego nurtu” w Radzie w tej kwestii będzie publikacja nowego *Raportu o inflacji* w kwietniu. Po publikacji ostatniego raportu członkowie RPP zaszykalizowali, że w kolejnych kwartałach będą większą uwagę zwracali na wyniki progностyczne alternatywnych modeli inflacji wobec modelu ECMOD, który do tej pory stanowił podstawę formułowania projekcji inflacji. Gdyby zatem po zaktualizowaniu i przeanalizowaniu wyników tych alternatywnych modeli lub/oraz po wprowadzeniu ewentualnych korekt do założeń modelu stosowanego do tej pory okazało się, że istnieje jednak duże prawdopodobieństwo przekroczenia celu inflacyjnego w średnim terminie, wówczas szala może przechylić się na korzyść zwolenników podwyżek stóp.

Pod lupą: Rząd i polityka

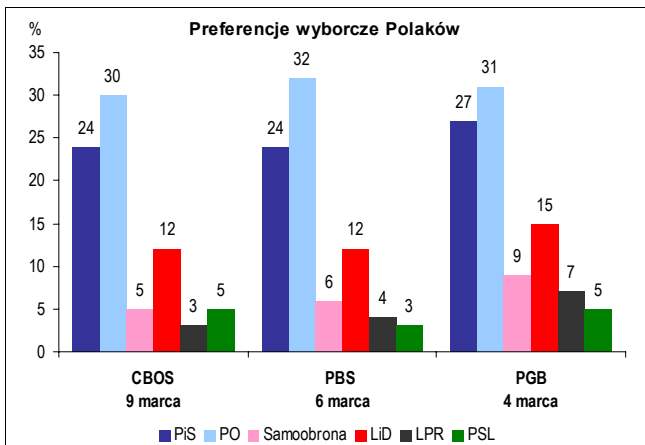


Harmonogram dochodów i wydatków budżetowych na 2007 r.

	dochody	wydatki	deficyt	deficyt (narastająco)
Styczeń	22,3	19,2	3,09	3,09
Luty	15,8	22,0	-6,23	-3,13
Marzec	17,1	20,6	-3,47	-6,61
Kwiecień	21,2	22,3	-1,12	-7,72
Maj	17,7	23,5	-5,82	-13,55
Czerwiec	18,5	19,4	-0,96	-14,50
Lipiec	18,3	19,8	-1,55	-16,06
Sierpień	20,2	21,9	-1,70	-17,76
Wrzesień	19,7	20,5	-0,79	-18,55
Październik	20,3	25,8	-5,46	-24,01
Listopad	19,5	23,6	-4,11	-28,12
Grudzień	18,4	20,3	-1,88	-30,00

Składka rentowa – plany Ministerstwa Finansów

	Plan obecny	Plan wcześniejszy
połowa 2007	redukcja o 3 pkt proc. do 10%	-
2008	redukcja o 4 pkt proc. do 6%	redukcja o 3 pkt proc. do 10%
2009	-	redukcja o 3 pkt proc. do 7%



Źródło: Ministerstwo Finansów, ośrodki badawcze, szacunki własne

Nadwyżka budżetowa w styczniu

- Ministerstwo Finansów poinformowało, że w styczniu budżet państwa zanotował nadwyżkę na poziomie ponad 3 mld zł (dochody 22,3 mld zł, wydatki 19,2 mld zł) wobec wcześniej oczekiwanych 1,4-1,5 mld zł.
- Tak dobry wynik był przede wszystkim pochodną bardzo dużego wzrostu dochodów podatkowych (o 14,6% r/r), z czego miesięczny wpływ podatków pośrednich wyniósł ponad 17,5 mld zł, co było najlepszym wynikiem w historii (wzrost o 77% r/r). W części wynikało to zapewne z technicznego przeniesienia części ubiegłorocznych dochodów na rok obecny.
- Wydaje się, że w obliczu szybkiego tempa wzrostu gospodarczego nie będzie problemów z wykonaniem tegorocznego budżetu. Przypomnijmy, że w budżecie założono ostrożnie wzrost PKB o 4,6%.

.. i nie powinno być bez problemów w całym roku

- Ministerstwo Finansów przedstawiło również całoroczny plan wykonania budżetu, z którego wynika, że nie tylko deficyt budżetowy, ale i dochody i wydatki będą zgodne z zapisami ustawy budżetowej.
- Wydaje nam się, że w przypadku deficytu budżetowego jest nawet szansa na nieco mniejszą realizację, co będzie związane z szybkim wzrostem dochodów (choć częściowo wydanych na obniżkę składki rentowej) oraz możliwością mniejszych niż w ustawie budżetowej wydatków, podobnie jak to miało miejsce w roku ubiegłym.
- Prognozowana ścieżka deficytu wpłynie oczywiście w jakimś stopniu na harmonogram ofert papierów skarbowych na rynku pierwotnym, o czym piszemy w *Temacie miesiąca*.

Klin podatkowy w dół – szybciej, mocniej

- W związku z oczekiwaniem lepszych wyników budżetu, planowana jest wcześniejsza obniżka składki rentowej.
- Obniżka w tym roku będzie jednak dotyczyła części składki, którą obecnie płacą pracownicy, a która wynosi 6,5 pkt proc. z kolei redukcja zaplanowana na początek 2008 roku będzie rozłożona równomiernie na pracowników i pracodawców.
- Według Ministerstwa, jeden punkt procentowy w podstawie wymiaru składek tworzących klin podatkowy kosztuje prawie 3 mld zł. W związku z tym, skutki finansowe redukcji klina w połowie 2007 r. to 3,4 mld zł w tym roku, a skutki dla budżetu w 2008 roku łącznie zarówno redukcji z 2007 roku plus następnej redukcji od początku 2008 r. wynoszą 19-20 mld zł.
- Niestety tym zmianom nie będą zapewne towarzyszyły ograniczenia (tempa wzrostu) wydatków.

W polityce bez zmian

- W sondażach pokazujących preferencje wyborcze Polaków mamy do czynienia z niewielkimi zmianami – na czele PO z poparciem ok. 30%, później PiS (25%) i LiD z niewielkim dwucyfrowym poparciem. Poparcie dla pozostałych partii różni się w zależności od autorów sondażu, ale można powiedzieć, że wejście do parlamentu nie jest w ich przypadku oczywiste.
- Choć nie ma to naszym zdaniem większego sensu, powstają już nawet sondaże uwzględniające powstanie nowych partii. Gdyby Jan Rokita działał wspólnie z Kazimierzem Marcinkiewiczem mógłby liczyć na 8% głosów, ale wspólna inicjatywa Andrzeja Olechowskiego z Aleksandrem Kwaśniewskim uzyskuje poparcie sondażowe 21%.
- Póki co jednak, kolejne konflikty w koalicji rządzącej zostały zażegnane i na wybory się nie zanosi.

Pod lupą: Rząd i polityka

Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

Komentarz

Joaquin Almunia, komisarz do spraw polityki monetarnej Reuters, 27 lutego

Zachęcałbym polskie władze, by wykorzystały dobre czasy (...) do przyjęcia dalszych niezbędnych środków potrzebnych do znaczącej korekty nadmiernego deficytu. Nie sugerujemy żadnych szczegółowych rozwiązań. Wskazujemy jedynie, że jak na razie nie zostały podjęte żadne środki prowadzące do ograniczenia nadmiernego deficytu.

Zyta Gilowska, wicepremier, minister finansów Reuters, 21 lutego

Wszystko wskazuje na to, że rok 2006 zamknijemy lepszym wynikiem niż sami prognozowaliśmy. Nie byłabym bardzo zaskoczona gdyby deficyt w 2006 oscylował wokół 3,5 pkt proc. PKB, a to oznacza, że nie można kwestionować naszego szacunku (na 2007 rok) poniżej 3,5 pkt proc., co jeszcze Komisja (Europejska) próbuje nieśmiało kwestionować.

Na rzecz tej tezy [o utrzymaniu szybkiego wzrostu gospodarczego przez 5-6 lat] pojawia się wiele czynników, choćby to, że pojawia się wiele środków z Unii Europejskiej, a także to, że Polacy którzy wyemigrowali za chlebem przesyłają pieniądze do kraju.

Katarzyna Zajdel-Kurowska, wiceminister finansów Reuters, 23 lutego

Ryzyko, że nie uda się nam wypełnić tej rekomendacji (KE) jest niewielkie. Ponadto, jeśli deficyt zbliży się do wartości referencyjnej 3 proc. PKB, Komisja pozwoli nam odliczyć koszty reformy emerytalnej (...), co zmniejszy nam dodatkowo deficyt o 1,2 proc. PKB. Przy prognozach na ten rok przyjęliśmy mocno konserwatywne założenia, ale jeśli sytuacja na rynku walutowym byłaby tak samo korzystna, a są ku temu przesłanki, bo mamy bardzo dobrą sytuację makroekonomiczną i wciąż duży napływ kapitału zagranicznego – to dług przysporzył nam również znacznie wolniej.

Zyta Gilowska, wicepremier i minister finansów PAP, 26 lutego

Jestem bardzo sceptyczna wobec corocznej waloryzacji. Techniczne koszty takiej operacji są bardzo wysokie, a rekordowo niska inflacja ubiegłoroczna i niska inflacja przewidywana dla roku obecnego, sprawiają - co wynika z naszych analiz - iż podwyżki emerytur i rent byłyby w ujęciu netto niewielkie, wręcz irytująco niskie.

Nie wiem dlaczego pani minister Kalata zakłada tak wysoką waloryzację ponieważ przesłanka formalna, czyli wysoka inflacja nie występuje. Jest przeciwnie - ubiegłoroczny wskaźnik inflacji był rekordowo niski i wyniósł zaledwie 1,0 proc., był praktycznie najniższy od początku lat 70-tych. Jeśli do tego 1 pkt proc. inflacji dodamy spodziewane około 2 pkt. proc. w tym roku, to jest to za mało na waloryzację, a minister Kalata doskonale wie, iż celem waloryzacji nie jest zmiana systemu emerytalno-rentowego, tylko dostosowanie poziomu świadczeń do realnej wartości pieniądza. Przy tak niskiej inflacji skutki finansowe dla beneficjentów systemu byłyby tak niskie, że wręcz irytujące

Anna Kalata, minister pracy Reuters, 17 lutego

W czerwcu skierujemy pod obrady Rady Ministrów nowelizację ustawy o płacy minimalnej. Chcemy to zrobić po konsultacjach z partnerami z Komisji Trójstronnej, gdyż nie chcemy, żeby gwałtowna zmiana obniżyła rentowność polskich przedsiębiorstw. Podniesienie płacy minimalnej do 50-60 procent [średniej płacy] jest jednak bardzo potrzebne, aby zatrzymać emigrację.

Jacek Krzyślak, dyrektor departamentu analiz i statystyki w Ministerstwie Finansów

Reuters, 1 lutego

Wyniki inflacji są zgodne z naszymi szacunkami. Największy wpływ na inflację miał wzrost cen żywności - o 1,3 procent, jak też wzrost w grupie użytkowanie mieszkań i nośniki energii. Trzeba też zauważyć, że ceny paliw spadły, mimo podwyżki akcyzy. Przewidujemy, że w pierwszym kwartale 12-miesięczna inflacja będzie poniżej 2 procent.

Bardzo dobre wyniki polskiej gospodarki skłaniają do coraz większego optymizmu przedstawicieli Ministerstwa Finansów. Co prawda my również, podobnie jak większość uczestników rynku, podwyższyliśmy ostatnio prognozę tempa wzrostu gospodarczego na ten rok, jednak Ministerstwo wydaje się być najbardziej optymistyczne, twierdząc, że „wszystko na to wskazuje, tegoroczny wzrost może być nawet większy niż 6%”. W ustach Zyty Gilowskiej pojawiły się nawet liczby 7-8%, jako możliwość, której nie można wykluczyć. Prognozy dla Polski zmieniła również Komisja Europejska. Pod tym względem, ciekawe jest to, że krytyka zbyt optymistycznych założeń tempa wzrostu PKB, przyjętych w Programie Konwergencji, zamieniła się w rewizję prognozy wzrostu gospodarczego do ok. 6%. Skoro więc w polskiej gospodarce jest tak dobrze, komisarz do spraw polityki monetarnej, zmienił główną linię krytyki. O ile polskie władze uważają, że szybki wzrost gospodarczy pozwoli nam zredukować deficyt budżetowy do poziomu zalecanego przez Komisję, Almunia nie widzi żadnych środków podjętych w celu redukcji deficytu.

Ciekawe jest jednak to, że obie strony mogą mieć rację. Może się bowiem okazać, że redukcja deficytu zgodnie z założeniami Programu Konwergencji będzie możliwa, pomimo tego, że nie zostaną podjęte żadne dodatkowe kroki. Byłoby tak na skutek szybszego od oczekiwań wzrostu dochodów. Problem jednak w tym, że Ministerstwo Finansów już znalazło kilka sposobów na ich wydanie. Na szczęście, te dodatkowe środki nie będą służyły dodatkowo zwiększeniu wydatków (z czym partnerzy koalicyjni PIS nie mieliby zapewne większych problemów), ale zostaną wydane na zmniejszenie obciążeń podatkowych. Ustawa o PIT przyjęta w ubiegłym roku zakłada bowiem obniżkę stawek podatku od osób fizycznych w 2009 roku. Dodatkowo, redukcja stawki rentowej ma być wcześniejsza i większa niż wcześniej planowano. O ile poprzednio miała ona spaść o 6 pkt proc. (3 pkt proc. w 2008 r. i 3 pkt proc. w 2009 r.), teraz planowana jest redukcja o 7 pkt proc. (3 już w połowie 2007 roku i 4 w 2008 r.). Szkoda tylko że przy szybko rosnącej konsumpcji, większa część redukcji klina podatkowego przypada na pracownika.

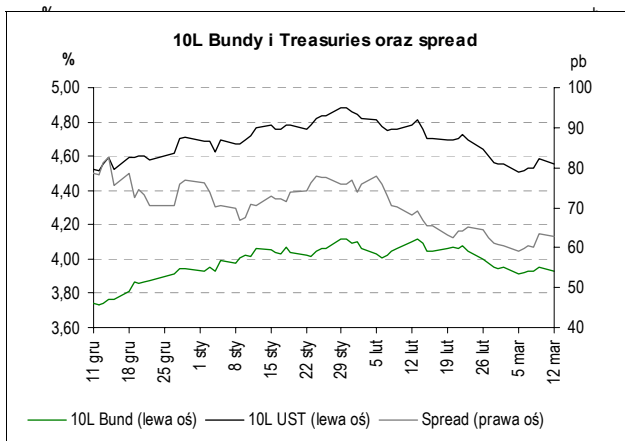
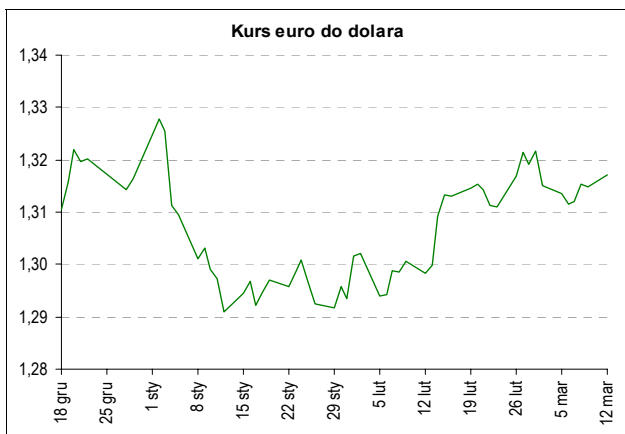
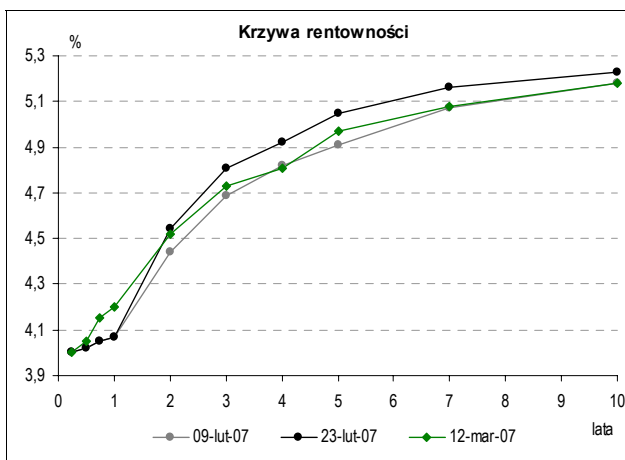
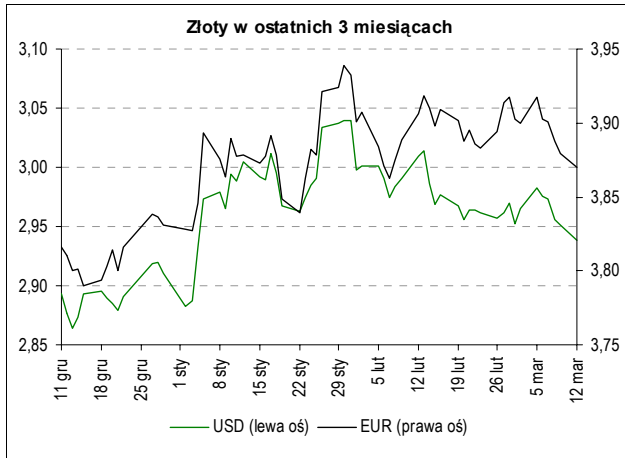
Trudno o bardziej kontrowersyjne propozycje zmian dotyczących płacy minimalnej, niż te zaproponowane przez Ministerstwo Pracy. Oczywiście, przedstawiciele Samoobrony mogliby nawet powrócić do wyborczego hasła, mówiącego, że płaca minimalna ma być zrównana ze średnią płacą w gospodarce (dość trudne do zrealizowania matematycznie), jednak nie sądzimy aby wysokość płacy minimalnej była najlepszym sposobem na zatrzymanie emigracji. Bo niby dlaczego miałyby być? Oby następnym pomysłem nie było uzależnianie polskiej płacy minimalnej od średniego wynagrodzenia w Irlandii lub Wielkiej Brytanii.

Równie dyskusyjne są propozycje dotyczące corocznej waloryzacji. Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej ma bowiem zabiegać, aby waloryzacja rent i emerytur była przeprowadzana każdego roku, a jej wielkość oprócz wskaźnika inflacji uwzględniała również 20% wskaźnika wzrostu płac. Nic dziwnego, że przedstawiciele Ministerstwa Finansów sprzeciwiają się takim propozycjom. I nie chodzi tu tylko o kwotę potrzebną na waloryzację w kasie państwa, a zdaniem Anny Kalaty, w budżecie na 2008 rok powinno być ponad 4 mld zł na waloryzację emerytur. Przy niskiej inflacji waloryzacja coroczna po prostu nie ma sensu.

W każdym razie, Ministerstwo Pracy stało się ostatnio bankiem złych pomysłów dla polskiej gospodarki. Oprócz tych powyższych, które doprowadziłyby do obniżenia konkurencyjności polskiej gospodarki, dodatkowym nowym elementem był pomysł aby Zakład Ubezpieczeń Społecznych zajął się zarządzaniem pieniędzy zgromadzonych przez OFE w drugim filarze. Na szczęście, ostatnie wypowiedzi przedstawicieli rządu wydają się obniżyć ryzyko wprowadzenia takiego rozwiązania.

Rzeczywiście styczniowa inflacja była zgodna z oczekiwaniami Ministerstwa Finansów (i naszymi). W związku z tym, że to nie był pierwszy raz kiedy prognozy Ministerstwa się sprawdziły, średnia (mediana) rynkowych oczekiwań kształtuje się w ostatnich miesiącach na poziomie tych prognoz. Wydaje nam się jednak, że oczekiwania przedstawione przez dyrektora Krzyślaka są zbyt optymistyczne, jeśli chodzi o poziom inflacji na koniec pierwszego kwartału. My spodziewamy się, inflacji CPI na poziomie 2,2% w marcu, choć oczywiście ścieżka inflacji będzie zależała od nowego systemu wag, który będzie ogłoszony w połowie marca.

Monitor rynku

**Złoty stabilny mimo przeceny na rynkach wschodzących**

▪ Od publikacji ostatniego raportu złoty pozostawał dosyć stabilny i oscylował w wąskim przedziale wahań (3,88-3,93 wobec euro). Pod koniec lutego spore osłabienie na rynkach wschodzących nastąpiło w reakcji na wzrost obaw o kondycję amerykańskiej gospodarki, co przyczyniło się do sporego osłabienia na rynkach akcji oraz umocnienia jena i franka szwajcarskiego (ograniczenie pozycji „carry trade”). Jednak złoty mimo to pozostał dosyć stabilny.

▪ Dalszy wzrost obaw o sytuację w Stanach Zjednoczonych (niski wzrost gospodarczy przy obawach o wyższą inflację) mogą wzmacniać nerwowość na rynkach międzynarodowych, co może zwiększać awersję do ryzyka i rynków wschodzących. Wydaje się jednak, że dobre dane z polskiej gospodarki będą wciąż wspierać złotego i nie spodziewamy się gwałtownego osłabienia.

Nieznaczny wzrost rentowności

▪ Przez większą część lutego rentowności obligacji wzrosły o ok. 4-10 pb, a krzywa rentowności lekko się wypłaszczyła. Działo się tak w sytuacji znaczącego umocnienia na rynkach bazowych. Mimo coraz większej liczby komentarzy członków RPP na temat możliwej podwyżki stóp procentowych komunikat Rady został odebrany przez rynek jako mniej jastrzębi niż się spodziewano, co wraz ze słabszymi od prognoz danymi o PKB za IV kw. nieco wsparło krótki koniec. Przecena na rynkach wschodzących nie wpłynęła zbytnio na polski rynek długu.

▪ Po sporym umocnieniu na rynkach bazowych może dojść do pewnej korekty przy obawach o inflację w USA. To może wpłynąć negatywnie na dłuższy koniec krzywej. Z kolei rosnąca inflacja w kraju może wpłynąć na wzrost rentowności krótkoterminowych. Do tego członkowie Rady mogą nieco wyostrzyć jastrzębi ton wypowiedzi.

Oslabienie dolara po słabych danych z USA

▪ W drugiej części lutego dolar osłabił się powyżej 1,31 za sprawą słabych danych gospodarczych ze Stanów Zjednoczonych (sprzedaż detaliczna, produkcja, rynek pracy i nieruchomości). Komentarze amerykańskich bankierów centralnych, co do spadku inflacji oraz słabszy Ifo doprowadził do lekkiego odreagowania USD. Kolejne słabe dane z USA (m.in. rewizja PKB za IV kw.) doprowadziły do kolejnej przeceny dolara, jednak uspokajające wypowiedzi Bernanke i indeks ISM nieco uspokoił nastroje.

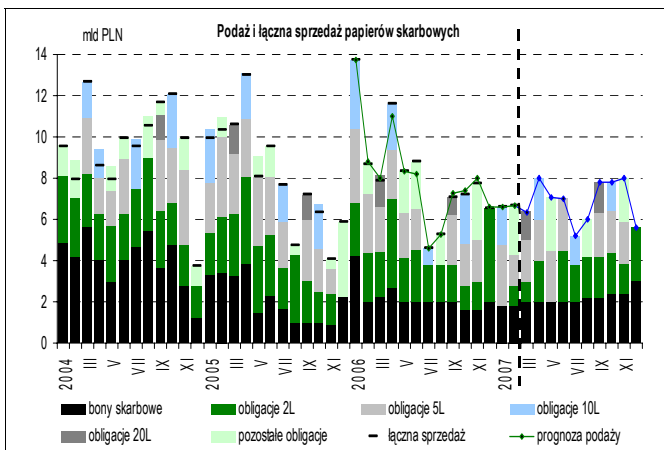
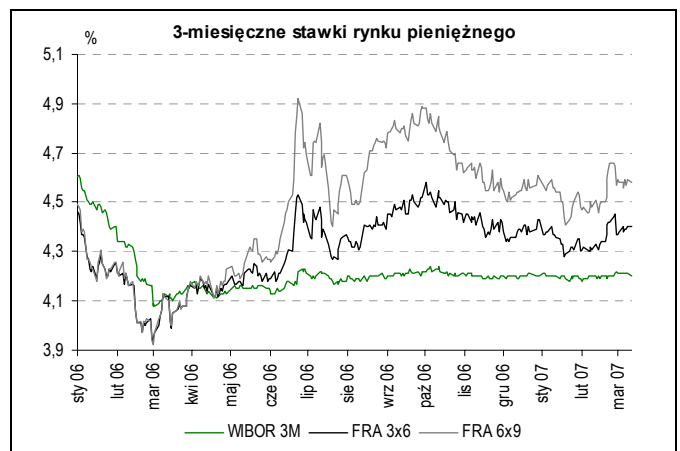
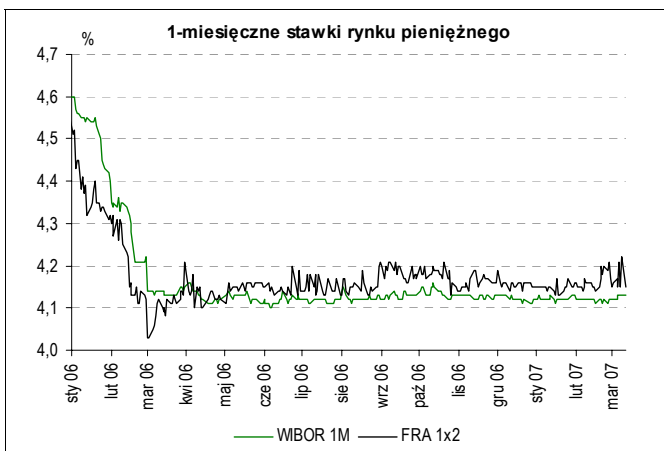
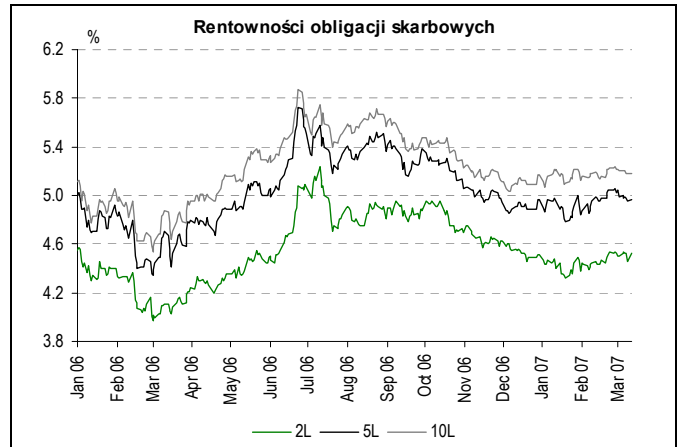
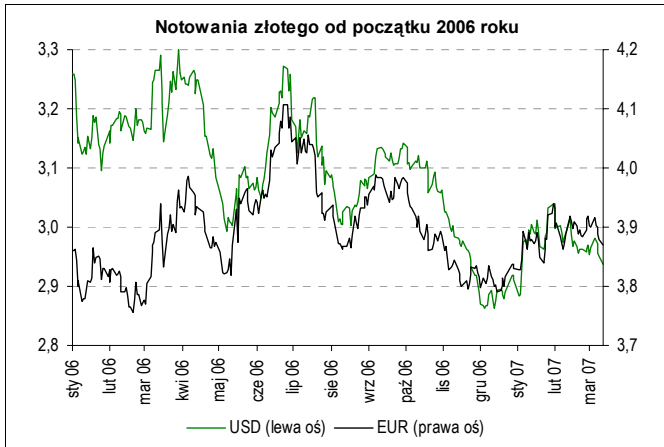
▪ W obliczu przełożenia się silnego osłabienia na rynku nieruchomości w USA na inne sektory dolar może dalej tracić na wartości. Tym bardziej, że spodziewane jest utrzymanie dobrej koniunktury w strefie euro. Sądzymy, że w ciągu kilku tygodni kurs EURUSD może jeszcze wzrosnąć, nawet do 1,33.

Spadek rentowności po znacznym osłabieniu

▪ W ciągu ostatniego miesiąca doszło do znaczącego umocnienia na rynkach bazowych przede wszystkim ze względu na słabe dane z gospodarki amerykańskiej i obawy o ewentualną recesję w USA. Te czynniki przyczyniły się do wzrostu awersji do ryzyka i ucieczki w bezpieczne aktywa. W ostatnich dniach sytuacja się nieco uspokoiła. Ostatecznie rentowności 10-letnich Treasuries spadły od połowy lutego o 25 pb, a 10-letnich Bundów o 14 pb.

▪ Podtrzymujemy, że w przypadku spowolnienia gospodarczego w Stanach Zjednoczonych przy założeniu spadającej inflacji Fed zdecyduje się na cięcia stóp w II-połowie tego roku. Sądzymy też, że stopy w strefie euro wzrosną do 4%, a dalsze ruchy będą zależały od wpływu sytuacji w USA na gospodarkę światową oraz kolejnych danych publikowanych w krajach EA13.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

OFERTA / SPRZEDAŻ		
Data przetargu	52-tyg.	Suma
08.01.2007	900 / 900	900 / 900
22.01.2007	900 / 900	900 / 900
razem styczeń	1 800 / 1 800	1 800 / 1 800
05.02.2007	900 / 900	900 / 900
19.02.2007	900 / 900	900 / 900
razem luty	1 800 / 1 800	1 800 / 1 800
05.02.2007	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
19.02.2007	1 000 - 1 200	1 000 - 1 200
razem marzec*	2 000 - 2 200	2 000 - 2 200

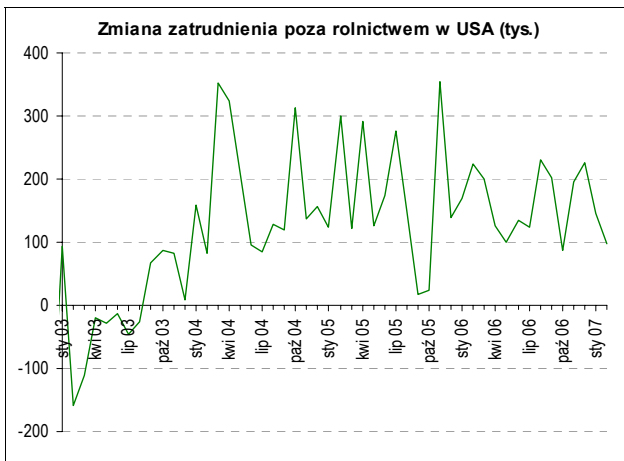
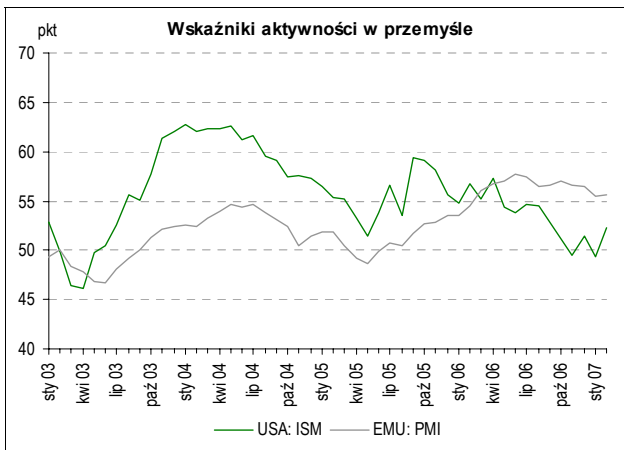
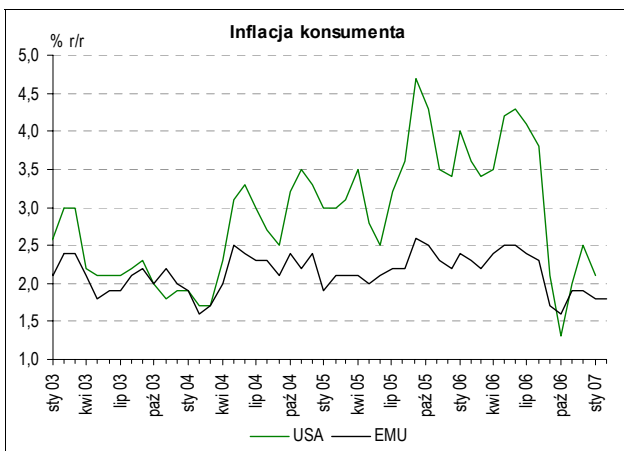
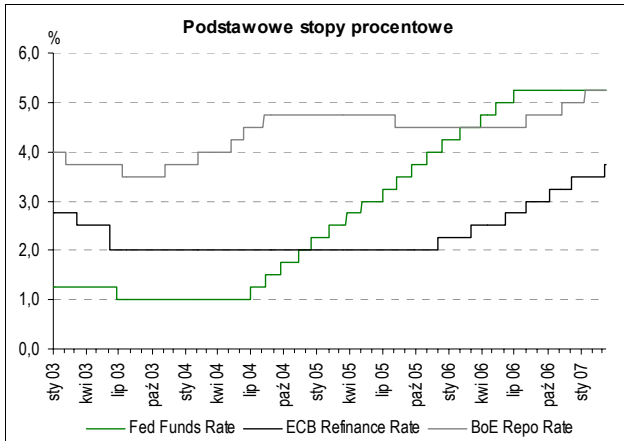
* na podstawie informacji Ministerstwa Finansów

Przetargi obligacji skarbowych w 2007 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg				III przetarg			
	data	obligacje	Oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż
styczeń	-	-	-	-	10.01	DS1017	1 800	1 800	17.01	PS0412	3 000	3 000
luty	07.02	OK0709	1 000	1 000	14.02	WZ0118 IZ0816	2400 0	2400 0	21.02	PS0412	1 500	1 500
marzec	07.03	OK0709	1 000	1 000	14.03	WS0922	1 400	1 400	21.03	PS0412	1 000 - 2 000	1 000 - 2 000
kwiecień	04.04	2L	-	-	11.04	10L	-	-	18.04	5L	-	-
maj	-	-	-	-	09.05	10L WIBOR 12L CPI	-	-	16.05	5L	-	-
czerwiec	06.06	2L	-	-	-	-	-	-	20.06	5L	-	-
lipiec	04.07	2L	-	-	11.07	10L	-	-	-	-	-	-
sierpień	01.08	2L	-	-	08.08	10L WIBOR 12L CPI	-	-	-	-	-	-
wrzesień	05.09	2L	-	-	12.09	20L	-	-	19.09	5L	-	-
październik	03.10	2L	-	-	10.10	10L	-	-	17.10	5L	-	-
listopad	07.11	2L	-	-	14.11	7L WIBOR 12L CPI	-	-	21.11	5L	-	-
grudzień	05.12	2L	-	-	-	-	-	-	-	5L	-	-

* razem z przetargiem uzupełniającym

Przegląd międzynarodowy



Źródło: Reuters, EBC, Federal Reserve

Podwyżka stóp w strefie euro

- Mimo iż komunikat Fed wyrażał przekonanie o spadającej inflacji, to jednak opublikowany później protokół z posiedzenia zawierał pewne sformułowania świadczące o niepewności, co do realizacji takiego scenariusza. Alan Greenspan wyraził obawy o możliwości wystąpienia recesji pod koniec tego roku, choć Ben Bernanke podtrzymał swój pogląd o tym, że amerykańska gospodarka może okazać się silniejsza niż myśli rynek.
- Zgodnie z oczekiwaniami w marcu EBC zdecydował się podwyższyć główną stopę procentową o 25 pb do 3,75%. Według bankierów centralnych strefy euro stopy procentowe w EU13 są obecnie na „umiarkowanym” poziomie (poprzednio „niskim”). To może oznaczać, że EBC wciąż myśli o podwyżkach stóp, ale zacieśnianie polityki pieniężnej w strefie euro może zbliżyć się do końca.

Inflacja bazowa w USA wciąż wysoka

- Indeks CPI wzrósł w porównaniu do grudnia o 0,2% wobec prognoz na poziomie 0,1% m/m. W ujęciu rocznym nastąpił spadek dynamiki CPI z 2,5% w grudniu do 2,1% w styczniu, co podobnie jak w ujęciu miesięcznym było powyżej oczekiwań na poziomie 2,0%. Wskaźnik bazowy po wykluczeniu cen żywności i energii wzrósł o 0,3% m/m i 2,7% r/r wobec oczekiwań na poziomie 0,2% m/m i 2,6% r/r. PPI w USA spadł w styczniu o 0,6% m/m (+0,2% r/r), podczas gdy analitycy oczekiwali spadku o 0,5% m/m. Wskaźnik bazowy wzrósł o 0,2% m/m i 1,8% r/r.
- Inflacja w strefie euro mierzona wskaźnikiem HICP wzrosła o 1,8% r/r wobec oczekiwań i grudniowej wartości na poziomie 1,9% r/r. Według wstępnych danych za luty inflacja utrzymała się na poziomie 1,8% r/r, podczas gdy rynek oczekiwał wzrostu do 1,9%.

ISM odbił się powyżej 50, PKB w USA zrewidowany w dół

- Wskaźnik aktywności dla sektora przetwórczego w USA okazał się znacznie lepszy od prognoz i był na poziomie 52,3 wobec oczekiwanych 49,3, przy wzroście większości komponentów. Z kolei indeks ISM dla sektora usług obniżył się z 59,0 do 54,3, podczas gdy konsensus rynkowy wskazywał na spadek do 57,5.
- Wskaźnik PMI dla sektora przetwórczego ze strefy euro wzrósł z 55,5 w styczniu do 55,6 w lutym zgodnie z oczekiwaniami. Wskaźnik aktywności PMI dla sektora usług w strefie euro spadł z 57,9 do 57,5 wobec oczekiwań na poziomie 57,7.
- Wzrost PKB za IV kw. w USA został zrewidowany z 3,5% do 2,2% wobec oczekiwań na poziomie 2,4% głównie za sprawą spadku zapasów, ale także obniżenia konsumpcji i inwestycji. Deflator PKB został zrewidowany do 1,6% z 1,5%, natomiast bazowy deflator PCE został zrewidowany do 1,9% z 2,1%.
- Dane o PKB w IV kw. dla krajów EA12 pokazały wzrost o 0,9% kw./kw. oraz 3,3% r/r, co było zgodne z oczekiwaniami, co było zgodne z wcześniejszymi oczekiwaniami.

Brak gwałtownych zmian na rynku pracy w USA

- Raport ADP pokazał znaczący spadek liczby nowozatrudnionych poza rolnictwem w sektorze prywatnym ze 121 tys. w styczniu do 57 tys. w lutym. Liczba zatrudnionych poza rolnictwem w amerykańskiej gospodarce wzrosła ostatecznie w lutym o 97 tys., czyli mniej więcej zgodnie z konsensem rynkowym. Wprawdzie był to najniższy wzrost zatrudnienia od ponad dwóch lat, jednak równocześnie dane za poprzednie miesiące zostały dość poważnie zrewidowane w górę, w sumie o 55 tys. Stopa bezrobocia spadła w lutym do 4,5% wobec prognozowanego poziomu 4,6%.
- Jednostkowe koszty pracy za IV kw. w USA wzrosły o 6,6% po rewizji z 1,7%. Z kolei wydajność pracy została zrewidowana z 3,0% do 1,6%.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
12 marca USA: Budżet federalny (II)	13 GER: Indeks ZEW (II) USA: Sprzedaż detaliczna (II) USA: Ceny w handlu zagranicznym (II)	14 POL: Aukcja obligacji 20-letnich POL: CPI (I&II) POL: Podaż pieniądza (II) POL: Bilans płatniczy (I)	15 POL: Płace brutto i zatrudnienie (II) EMU: Finalny HICP (II) USA: PPI (II) USA: Napływ kapitału netto (I) USA: Indeks Philadelphia Fed (III)	16 USA: CPI (II) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnej (II) USA: Produkcja przemysłu (II) USA: Wstępny Michigan (III)
19 POL: Przetarg bonów skarbowych POL: Ceny produkcji (II) POL: Produkcja przemysłowa (II) USA: Sprzedaż domów (I)	20 JP: Spotkanie BOJ – decyzja – raport USA: Liczba nowych budów (II)	21 POL: Aukcja obligacji 5-letnich USA: Spotkanie Fed - decyzja	22 POL: Wskaźniki koniunktury (III) USA: Sprzedaż domów (II)	23 POL: Sprzedaż detaliczna (II) POL: Bezrobocie (II) POL: Inflacja bazowa (I & II) USA: Wstępny Michigan (III)
26 JP: Protokół z posiedzenia BOJ USA: Sprzedaż nowych domów (II)	27 POL: Spotkanie RPP GER: Indeks Ifo (III) USA: Zaufanie konsumentów (III)	28 POL: Spotkanie RPP – decyzja EMU: Podaż pieniądza M3 (II) USA: Zamówienia na dobra trwałe (II)	29 Aukcja zamiany USA: Finalny PKB (IV kw.) USA: Finalny PCE (IV kw.)	30 POL: Bilans płatniczy (IV kw.) EMU: Wskaźnik nastrojów (III) EMU: Wstępny HICP (III) USA: Bazowy PCE (II) USA: Chicago PMI (III) USA: Finalny Michigan (III)
2 kwietnia POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: PMI sektor przetwórczy (III) USA: ISM sektor przetwórczy (III)	3 USA: Sprzedaż domów (transakcje w toku) (II)	4 Aukcja obligacji 2-letnich EMU: PMI sektor usług (III) USA: Raport ADP (III) USA: ISM sektor usług (III) USA: Zamówienia w przemyśle (II)	5 POL: Przetarg zamiany	6 USA, GER, GB: Dzień wolny USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (III) USA: Bezrobocie (III) USA: Zapasy hurtowe (II)
9 GER, GB: Dzień wolny	10 JP: Spotkanie BOJ – decyzja – raport	11 Aukcja obligacji 10-letnich	12 EMU: PKB (IV kw.) EMU: Produkcja przemysłowa (II) EMU: Spotkanie EBC – decyzja USA: Ceny w handlu zagranicznym (III)	13 POL: CPI (III) POL: Bilans płatniczy (II) POL: Podaż pieniądza (III) USA: Bilans handlowy (II) USA: PPI (III) USA: Wstępny Michigan (IV)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2007 roku

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

* dane kwartalne; ^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty, ^c za listopad 2005 itd., ^d za styczeń, ^e za luty

Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		lut 06	mar 06	kwi 06	maj 06	cze 06	lip 06	sie 06	wrz 06	paź 06	lis 06	gru 06	sty 07	lut 07	mar 07
Produkcja przemysłowa	% r/r	10,2	16,4	5,7	19,1	12,2	14,3	12,6	11,6	14,8	12,0	5,9	15,6	12,7	10,5
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	10,2	10,1	13,2	13,7	10,7	11,0	11,5	14,5	13,3	13,6	13,3	16,5	15,9	15,9
Stopa bezrobocia	%	18,0	17,8	17,2	16,5	16,0	15,7	15,5	15,2	14,9	14,8	14,9	15,1	15,0	14,9
Place brutto ^{b c}	% r/r	4,8	5,4	4,0	5,2	4,5	5,6	5,3	5,1	4,7	3,1	8,5	7,8	6,5	6,2
Zatrudnienie ^b	% r/r	2,4	2,7	2,8	3,0	3,1	3,3	3,5	3,5	3,6	3,8	4,1	3,8	3,8	3,9
Eksport (w euro) ^d	% r/r	19,2	28,2	9,8	32,5	16,9	19,4	21,8	16,6	23,6	21,9	8,3	17,6	10,2	11,2
Import (w euro) ^d	% r/r	22,0	23,9	10,1	29,9	17,2	23,6	23,7	19,2	27,5	20,6	17,0	18,7	13,2	14,1
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-229	-130	-108	-439	-103	-450	-518	-356	-283	-287	-1080	-71	-465	-378
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-839	-356	-597	-374	-300	-387	-668	143	-587	-531	-915	-196	-835	-543
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-1,8	-1,9	-2,1	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1
Deficyt budżetowy (narastająco)	mlrd PLN	-6,7	-9,0	-10,0	-14,6	-17,7	-15,6	-14,5	-14,5	-16,6	-18,5	-25,1	3,1	-3,1	-6,6
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu ^e	26,7	35,8	40,0	58,2	70,4	62,3	57,9	57,8	66,3	73,9	100,0	-10,3	10,4	22,0
Inflacja (CPI)	% r/r	0,7	0,4	0,7	0,9	0,8	1,1	1,6	1,6	1,2	1,4	1,4	1,7	1,9	2,2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	0,7	0,9	1,7	2,3	3,0	3,5	3,3	3,6	3,2	2,5	2,6	2,9	3,2	3,2
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	11,7	9,8	9,6	10,1	11,9	13,0	12,9	13,0	12,3	14,4	15,6	19,4	17,5	17,3
Depozyty	% r/r	10,8	9,1	8,6	8,9	11,4	12,3	12,0	11,6	11,4	13,1	15,0	18,4	17,5	17,2
Kredyty	% r/r	13,5	13,6	12,2	12,4	16,0	16,7	18,0	19,2	19,5	20,7	23,4	25,0	23,1	22,6
USD/PLN	PLN	3,18	3,23	3,20	3,05	3,17	3,15	3,05	3,12	3,09	2,97	2,88	2,98	2,98	2,98
EUR/PLN	PLN	3,79	3,88	3,92	3,90	4,02	4,00	3,90	3,97	3,90	3,82	3,81	3,88	3,90	3,91
Stopa interwencyjna ^a	%	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Stopa lombardowa ^a	%	5,75	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
WIBOR 3M	%	4,26	4,12	4,14	4,15	4,17	4,19	4,19	4,21	4,22	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20
Rentowność bonów 52-tyg.	%	3,97	3,87	3,95	4,02	4,20	4,30	4,35	4,44	4,35	4,29	4,20	4,14	4,07	4,20
Rentowność obligacji 2L	%	4,20	4,10	4,28	4,44	4,75	4,95	4,85	4,87	4,84	4,65	4,54	4,41	4,46	4,55
Rentowność obligacji 5L	%	4,60	4,59	4,80	5,00	5,33	5,37	5,41	5,31	5,24	5,01	4,91	4,90	4,97	5,05
Rentowność obligacji 10L	%	4,78	4,78	5,02	5,26	5,54	5,55	5,61	5,48	5,39	5,18	5,10	5,16	5,18	5,25

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

^a wartość na koniec okresu; ^b w sektorze przedsiębiorstw; ^c nominalnie; ^d dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji; ^e 2005 r. - % całego roku

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2004	2005	2006	2007	I kw. 06	II kw. 06	III kw. 06	IV kw. 06	I kw. 07	II kw. 07	III kw. 07	IV kw. 07
PKB	mld PLN	923,2	980,7	1 050,9	1 132,9	240,9	251,7	258,6	299,7	261,9	272,4	276,6	322,0
PKB	% r/r	5,3	3,5	5,8	5,7	5,2	5,5	5,8	6,4	6,7	6,0	5,2	5,1
Popyt krajowy	% r/r	5,9	2,4	5,9	6,3	4,8	4,8	6,1	7,7	6,9	6,8	5,8	5,9
Spożycie indywidualne	% r/r	4,0	1,9	5,2	5,4	5,2	4,9	5,5	5,2	5,8	5,3	5,2	5,2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,3	6,5	16,7	13,6	7,7	14,8	19,8	19,3	25,0	15,0	12,0	10,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	12,3	4,0	12,5	9,8	12,4	12,1	12,3	10,7	13,0	10,5	8,1	7,6
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	7,1	1,5	11,9	13,3	9,0	11,8	13,8	12,6	15,8	14,9	12,3	10,2
Stopa bezrobocia ^a	%	19,1	17,6	14,9	13,0	17,8	16,0	15,2	14,9	14,9	13,7	13,0	13,0
Place realne brutto ^c	% r/r	0,8	1,2	4,2	4,5	4,3	3,9	4,1	4,5	4,8	4,7	5,0	3,6
Zatrudnienie ^c	% r/r	-0,8	1,9	3,2	3,5	2,6	3,0	3,4	3,8	3,8	3,6	3,4	3,1
Eksport (w euro) ^b	% r/r	22,3	17,8	19,9	14,1	23,3	19,5	19,3	18,2	12,8	15,5	14,5	13,5
Import (w euro) ^b	% r/r	19,5	13,4	21,5	16,0	23,3	19,0	22,2	21,7	15,2	17,5	15,5	16,0
Bilans handlowy ^b	mln EUR	-4 552	-2 242	-3 970	-6 435	-352	-646	-1 322	-1 650	-914	-1 212	-1 759	-2 550
Rachunek bieżący ^b	mln EUR	-8 670	-4 130	-5 602	-6 768	-1 396	-1 266	-907	-2 033	-1 574	-1 527	-1 039	-2 628
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-4,3	-1,7	-2,1	-2,3	-1,9	-2,0	-1,9	-2,1	-2,1	-2,1	-2,1	-2,3
Deficyt budżetowy ^a	mld PLN	-41,5	-28,6	-25,1	-30,0	-9,0	-17,7	-14,5	-25,1	-6,6	-18,0	-21,0	-30,0
Deficyt budżetowy	% PKB	-4,5	-2,9	-2,4	-2,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	3,5	2,1	1,0	2,0	0,6	0,8	1,4	1,3	1,9	2,0	1,7	2,3
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	4,4	0,7	1,4	2,5	0,4	0,8	1,6	1,4	2,2	2,2	1,8	2,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	7,0	0,7	2,5	2,4	0,9	3,0	3,6	2,6	3,1	2,1	1,7	2,9
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	8,7	10,5	15,6	12,1	9,8	11,9	13,0	15,6	17,3	15,1	13,5	12,1
Zobowiązania ^a	% r/r	8,1	9,4	15,0	14,3	9,1	11,4	11,6	15,0	17,2	17,1	16,6	14,3
Należności ^a	% r/r	2,9	11,8	23,4	18,2	13,6	16,0	19,2	23,4	22,6	21,4	20,2	18,2
USD/PLN	PLN	3,65	3,23	3,10	2,94	3,19	3,14	3,10	2,98	2,98	2,89	2,96	2,94
EUR/PLN	PLN	4,53	4,02	3,90	3,85	3,83	3,95	3,96	3,85	3,89	3,84	3,88	3,80
Stopa interwencyjna ^a	%	6,50	4,50	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Stopa lombardowa ^a	%	8,00	6,00	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50
WIBOR 3M	%	6,21	5,29	4,21	4,30	4,29	4,15	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20	4,20
Rentowność bonów 52-tyg.	%	6,50	4,92	4,18	4,20	4,02	4,06	4,37	4,28	4,14	4,15	4,20	4,30
Rentowność obligacji 2L	%	6,89	5,04	4,57	4,63	4,23	4,49	4,89	4,67	4,47	4,60	4,60	4,85
Rentowność obligacji 5L	%	7,02	5,25	5,03	5,07	4,67	5,04	5,36	5,05	4,97	5,00	5,00	5,30
Rentowność obligacji 10L	%	6,84	5,24	5,22	5,27	4,83	5,27	5,55	5,22	5,20	5,20	5,20	5,50

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 12.03.2007 r. zostało przygotowane przez:

ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY

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

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

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

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

Piotr Bielski 022 586 83 33

Piotr Bujak 022 586 83 41

Cezary Chrapek 022 586 83 42

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Gdańsk

Długie Ogrody 10
80-765 Gdańsk
tel. 058 326 26 40
fax 058 326 26 42

Kraków

Rynek Główny 30/8
31-010 Kraków
tel. 012 424 95 01
fax 012 424 21 41

Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5
61-894 Poznań
tel. 061 856 58 14
fax 061 856 55 65

Warszawa

ul. Marszałkowska 142
00-061 Warszawa
tel. 022 586 83 20
fax 022 586 83 40

Wrocław

ul. Rynek 9/11
50-950 Wrocław
tel. 071 370 25 87
fax 071 370 26 22

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

