

### W tym miesiącu:

Temat miesiąca	
<b>Powrót do przeszłości?</b>	<b>2</b>
Gospodarka Polski	7
Pod lupą: Bank centralny	10
Pod lupą: Rząd i polityka	12
Monitor rynku	14
Przegląd międzynarodowy	16
Kalendarz makroekonomiczny	17
Dane i prognozy ekonomiczne	18

**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

## Wiosną stopy rosną

▪ **Wiele wskaźników makroekonomicznych znajduje się obecnie na rekordowych poziomach, notowanych ostatnio u schyłku ubiegłej dekady.** Czy przebieg procesów gospodarczych w najbliższych kwartałach i latach okaże się podobny do tego z końca lat 90? A może uda się utrzymać wysokie tempo wzrostu gospodarczego znacznie dłużej? Tym kwestiom poświęcamy uwagę w nowym *Temacie miesiąca*. Chociaż na pierwszy rzut oka widocznych jest wiele analogii pomiędzy obecnym etapem rozwoju a tym sprzed dziesięciu lat, to jednak polska gospodarka zmieniła się na tyle, że można mieć nadzieję, że obecna faza wzrostowa okaże się bardziej zrównoważona, a możliwe, że również bardziej trwała. Niesie to ze sobą dość pozytywne konsekwencje dla polityki pieniężnej, która w obecnej sytuacji ma jak się wydaje większy komfort niż w poprzedniej dekadzie. Największymi czynnikami ryzyka dla obecnej fazy ożywienia są: ryzyko mocnego załamania koniunktury światowej oraz nadmierna aprecjacja złotego.

▪ **Na razie sytuacja gospodarcza jest świetna i cały czas ulega poprawie.** Wskaźniki aktywności gospodarczej za marzec nie pozostawiły wątpliwości, że w I kw. wzrost PKB ponownie przyspieszył i osiągnął przynajmniej 7%. Motorem wzrostu są inwestycje (boom w budownictwie) i coraz silniej rosnąca konsumpcja (przyspieszający wzrost sprzedaży detalicznej). Imponujące były dane z rynku pracy za marzec – rekordowo silny był spadek bezrobocia i wzrost zatrudnienia, a dynamika płac mocno przyspieszyła do poziomu najwyższego od wielu lat. Rozwój sytuacji na rynku pracy dobrze wróży sile popytu konsumpcyjnego, ale jednocześnie stanowi pewne ryzyko dla perspektyw inflacji. Inflacja w marcu wzrosła nieco bardziej niż oczekiwano i wyniosła 2,5% r/r, osiągając poziom celu banku centralnego. Za przyspieszenie inflacji na razie odpowiada głównie wzrost cen żywności i paliw. Inflacja netto przyspiesza dużo wolniej. Dynamika PPI nieoczekiwanie spadła w marcu, co sugeruje, że firmy nadal nie decydują się na istotne podwyżki cen.

▪ **Podwyżka stóp procentowych o 25 pkt bazowych była powszechnie oczekiwana i nie wywołała znaczącej reakcji rynku.** Biorąc pod uwagę argumenty wysuwane podczas dyskusji w trakcie posiedzeń RPP w pierwszym kwartale, większość członków jest zdania, że presja inflacyjna w Polsce jest nadal ograniczana przez szereg czynników (m.in. związanych z rosnącą otwartością gospodarki i efektami globalizacji), w związku z czym mogą nie spieszyć się z dalszymi decyzjami o zacieśnianiu polityki, o ile kolejne dane nie będą stanowić ponownie mocnego zaskoczenia, świadcząc o wyraźnie szybszym od przewidywań wzroście gospodarczym w kolejnych kwartałach. Wydaje się, że zarówno Rada jak i uczestnicy rynków finansowych mają teraz trochę czasu na analizę procesów gospodarczych i ich wpływu na presję inflacyjną.

Na rynku finansowym 30 kwietnia 2007 r.:					
Stopa depozytowa NBP	2,75	WIBOR 3M	4,40	USDPLN	2,7859
Stopa referencyjna NBP	4,25	Rentowność bonów skarbowych 52-tyg.	4,43	EURPLN	3,7879
Stopa lombardowa NBP	5,75	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,09	EURUSD	1,3597

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 11.05.2007 r.

## Temat miesiąca

### Powrót do przeszłości?

Analizując zestaw danych nt. kondycji polskiej gospodarki, zwraca uwagę fakt, że wiele wskaźników znajduje się obecnie na poziomach nie notowanych od końca lat 90. Na niektóre z tych podobieństw sami zresztą wielokrotnie wskazywaliśmy w bieżących komentarzach makroekonomicznych.

Nie trudno wymienić kilka najbardziej uderzających analogii. Tempo wzrostu PKB w I kwartale br. przyspieszyło według najnowszych szacunków do ok. 7%, najwyższego poziomu od 1997 r. Najszybszy od mniej więcej dziesięciu lat jest wzrost inwestycji (w I kw. br. prawdopodobnie 25% r/r) oraz konsumpcji prywatnej (ok. 6% r/r). Równie szybko, co pod koniec ubiegłej dekady następuje poprawa sytuacji na rynku pracy. Stopa bezrobocia z początkowo wysokiego poziomu obniża się w tempie ok. 3 pkt. proc. rocznie, zatrudnienie rośnie o ponad 4% w ciągu roku. Wyraźnie przyspiesza tempo wzrostu wynagrodzeń, a realna dynamika kredytów w sektorze bankowym przekroczyła 20% r/r, podobnie jak np. w roku 1996.

Bieg cyklu koniunkturalnego zatoczył w Polsce pełne koło, pierwsze od początku transformacji gospodarczej, a obecny okres przyspieszającej aktywności ekonomicznej zapoczątkowany w roku 2004<sup>1</sup> można porównywać z fazą ożywienia obserwowaną w latach 1995-1997. Nie oznacza to rzecz jasna, że rozwój sytuacji w kolejnych latach będzie przebiegał dokładnie tak samo, jak to miało miejsce pod koniec ubiegłej dekady (Być może na szczęście, ponieważ pamiętajmy, że okres wyjątkowego prosperity doprowadził wówczas do powstania nierównowagi makroekonomicznej, która stała się poważną barierą dla kontynuacji tendencji wzrostowych w kolejnych latach.). Nie ma również gwarancji, że długość obecnego cyklu koniunktury będzie zbliżona. Warto jednak przyjrzeć się bliżej analogiom i różnicom pomiędzy sytuacją bieżącą, a tą sprzed dziesięciu lat. Powinny one pomóc zrozumieć czy i dlaczego przebieg procesów gospodarczych w kolejnych kwartałach i latach może być różny od tego z końca lat 90.

#### U źródeł wzrostu

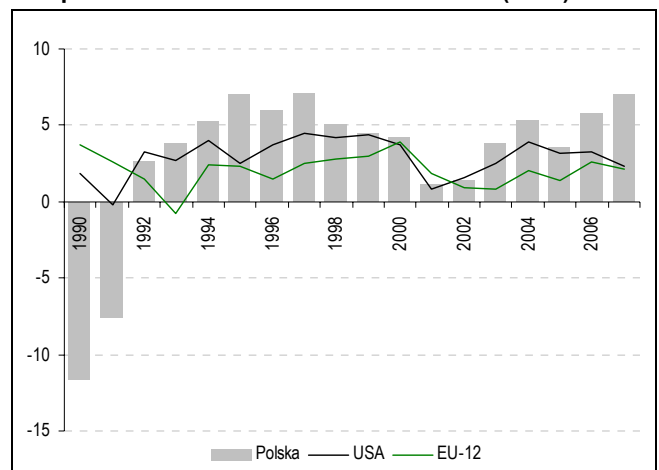
Na początek warto zauważyć, że zarówno w latach 90. jak i obecnie okres silnego ożywienia gospodarczego poprzedzony był uwolnieniem wolnych mocy po stronie

podażowej gospodarki oraz pokaźnych rezerw siły roboczej.<sup>2</sup> W pierwszym okresie było to związane z transformacją ustrojową, uruchomieniem przedsiębiorczości prywatnej, oraz recesją transformacyjną w latach 1990-91. Z kolei w latach 2001-2002 impulsem do zmian była dekonunktura gospodarcza, wywołana m.in. spowolnieniem gospodarczym na świecie oraz restrykcyjną krajową polityką pieniężną, w wyniku czego nastąpiła (została wymuszona) gruntowna restrukturyzacja sektora przedsiębiorstw oraz podniesienie konkurencyjności i efektywności polskich firm.

Równocześnie, oba okresy ożywienia były poprzedzone przez istotne wydarzenia o charakterze systemowym, wpływające pozytywnie na oceny wiarygodności kraju w oczach inwestorów międzynarodowych. We wczesnych latach 90. była to restrukturyzacja polskiego zadłużenia zagranicznego zakończona porozumieniem z Klubem Londyńskim w 1994 r. W roku 2004 było to przystąpienie Polski do Unii Europejskiej. Oba wydarzenia uruchomiły ważne impulsy do wzrostu bezpośrednich inwestycji zagranicznych, a w tym drugim przypadku również napływu środków w ramach funduszy unijnych.

Na to nałożył się równoległe kolejny pozytywny czynnik, tym razem zewnętrzny, w postaci dobrej koniunktury gospodarczej na świecie (wcześniej okres rozwoju gospodarki światowej trwający od początku lat 90. do końca dekady; drugi okres stabilnego rozwoju od roku 2003 do chwili obecnej).

Tempo wzrostu PKB w Polsce i na świecie (% r/r)



#### Wzrost popytu... i deficytu

Tym, co przesądziło o skali ożywienia gospodarczego w latach 1995-1997 było jednak przede wszystkim, obok czynników wspomnianych powyżej, uruchomienie na dużą skalę głównego motoru gospodarki w postaci

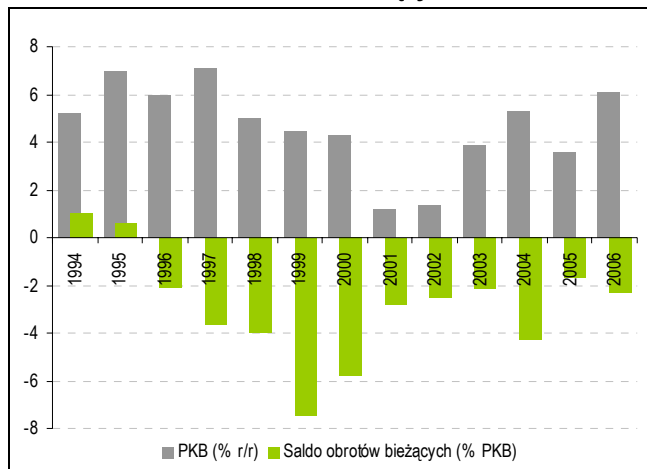
<sup>1</sup> Rok 2004 należy przy tym traktować szczególnie, ze względu na silne jednorazowe zaburzenie cyklu aktywności ekonomicznej bezpośrednio związane z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej.

<sup>2</sup> Na podobieństwo to wskazuje m.in. Stanisław Gomułka, *Analiza makroekonomiczna dla Polski z elementami prognozy: koniec stycznia 2007*, PZU, 31.01.2007 r.

dynamicznego wzrostu popytu krajowego, w szczególności niezwykle wysoka dynamika inwestycji w środki trwałe (średnio ok. 20% r/r w ciągu trzech lat) oraz mocne przyspieszenie wzrostu konsumpcji prywatnej (do ok. 9% r/r w 1996, 7% w 1997 r.).

Niestety, taka struktura wzrostu ekonomicznego (wzrost popytu krajowego wyraźnie powyżej dynamiki PKB) oraz jego przyspieszenie znacznie powyżej wzrostu potencjalnego, doprowadziła do znaczącego pogorszenia ogólnej równowagi makroekonomicznej. Ponieważ równocześnie kurs złotego podlegał silnej realnej aprecjacji, znalazło to odzwierciedlenie przede wszystkim we wzroście nierównowagi zewnętrznej, nie zakłócając w istotny sposób tendencji dezinflacji (spadek dynamiki CPI z 33% na początku 1995 r. do poniżej 10% w 1998 r.). Skutkiem tego było znaczne przyspieszenie wzrostu importu i pogorszenie salda wymiany handlowej. W efekcie salda na rachunku obrotów bieżących bilansu płatniczego pogorszyło się w szybkim tempie – z nadwyżki na poziomie 1% PKB w 1994 r. do deficytu 4% PKB w 1998 r. i ponad 7% PKB w 1999 r. (do czego dodatkowo przyczynił się kryzys rosyjski i załamanie polskiego eksportu na Wschód).

#### Wzrost PKB a saldo obrotów bieżących



#### Podobnie, ale nie tak samo

Dane z ostatnich kwartałów wskazują, że podobne tendencje do tych występujących przed dekadą zarysowują się w polskiej gospodarce obecnie. Analogicznie jak poprzednio, tempo wzrostu gospodarczego mocno przyspiesza, przekraczając najprawdopodobniej tempo wzrostu produktu potencjalnego, a popyt wewnętrzny wyraźnie zyskuje na znaczeniu. Równocześnie, następuje stopniowe ożywienie importu i pogorszenie wyników bilansu płatniczego.

Jednak o ile kierunek obserwowanych tendencji jest zbliżony do tego sprzed lat, to jeśli spojrzeć na szczegóły, przebieg procesów w gospodarce różni się od

znanego z poprzedniej dekady. Skala i dynamika niektórych zmian wydaje się bardziej łagodna niż w poprzednim cyklu. Dotyczy to w szczególności ożywienia konsumpcji oraz pogorszenia rachunku obrotów bieżących.

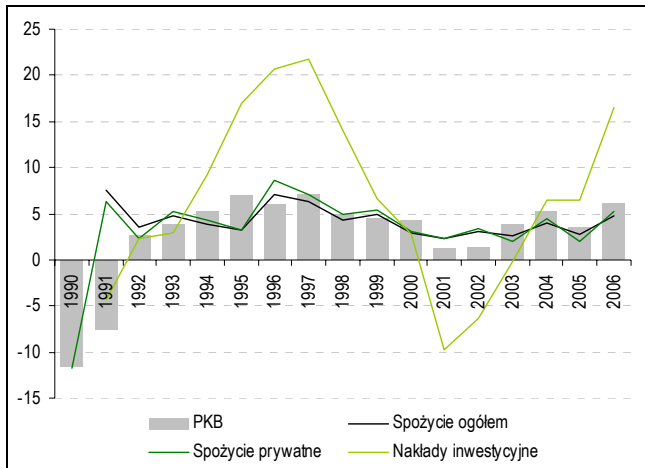
Wzrost nakładów brutto na środki trwałe przyspieszył do prawie 17% r/r w 2006 r. i – wedle naszych prognoz – do ok. 25% w I kwartale 2007. Równocześnie konsumpcja prywatna wzrosła w 2006 r. o 5,2% i wg przewidywań przyspieszyła do blisko 6% na początku br. Jest to niewątpliwie mocne odbicie w porównaniu z niespełna 2% wzrostem konsumpcji w 2003 roku i poniżej 3% średnio w okresie 2000-2002. Jednak nie jest to jak na razie wzrost na tyle silny, by doprowadzić do poważnych napięć w bilansie płatniczym, czy też zagrożeń inflacyjnych. Odzwierciedla to m.in. niewielka zmiana na rachunku obrotów bieżących, który w 2006 r. zwiększył się do zaledwie 2,3% PKB z poziomu 1,7% w roku poprzednim, oraz niska inflacja pozostająca ósmy kwartał z rzędu poniżej celu wyznaczonego przez bank centralny (a gdyby nie liczyć jednorazowego wysoku cen w 2004 r. w związku z wejściem do UE, to aż 20 kwartałów).

#### ... przynajmniej na razie

Gwoli ścisłości, warto w tym miejscu zauważyć, że w poprzednim cyklu koniunkturalnym silny wzrost popytu konsumpcyjnego, jak również mocne pogorszenie sytuacji płatniczej Polski, nie nastąpiły od razu, a dopiero z pewnym opóźnieniem w stosunku do ożywienia wzrostu PKB. Konsumpcja prywatna ruszyła pełną parą dopiero wówczas, gdy coraz silniej rosnący popyt na pracę przełożył się bezpośrednio na znaczne przyspieszenie spadku bezrobocia i szybszy wzrost realnych wynagrodzeń (1996-1997). W efekcie, również nierównowaga na rachunku obrotów bieżących dała o sobie znać z opóźnieniem.

Pozostaje pytanie, czy w sytuacji dalszego wzrostu napięć na rynku pracy w nadchodzących kwartałach (kontynuacja wzrostu popytu na pracę przy jednoczesnym wyczerpywaniu wolnej siły roboczej, spotęgowanym emigracją zarobkową w niektórych gałęziach) dynamika płac pozostanie równie umiarkowana jak do tej pory, i czy w przypadku jej mocniejszego wzrostu nie nastąpi adekwatne, znacznie silniejsze niż dotychczas ożywienie konsumpcji, pociągające za sobą potencjalnie negatywne skutki dla równowagi makroekonomicznej. Dodatkową kwestią jest to, czy jeśli nierównowaga zacznie narastać, ujawni się w większym stopniu na rynku wewnętrznym (w postaci szybszego wzrostu inflacji), czy w wymianie zagranicznej (deficyt obrotów bieżących).

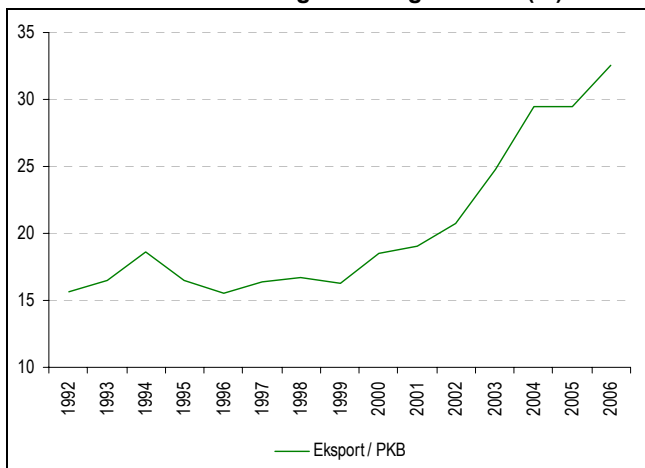
### Wzrost PKB i głównych składowych popytu (% r/r)



### Zmiany korzystne dla bilansu płatniczego

Wydaje się jednak, że istnieją przesłanki by przypuszczać, że na obecnym etapie rozwoju ekonomicznego kraju kontynuacja ożywienia popytu wewnętrznego i szybkiego wzrostu gospodarczego może przebiegać w sposób bardziej zrównoważony i bezpieczny – a przez to, miejmy nadzieję, również bardziej trwały – niż w latach 90. Składają się na to zarówno zmiany w otoczeniu zewnętrznym, jakie zaszły na przestrzeni ostatnich kilkunastu lat, jak również efekty transformacji wewnętrznej których doświadczyła w tym okresie polska gospodarka. Czynniki te, dla usystematyzowania, możemy podzielić na dwie grupy: oddziałujące stabilizująco na saldo obrotów bieżących, jak również takie, które mogą mieć wpływ na stopę inflacji.

### Udział obrotów handlu zagranicznego w PKB (%)



Jeśli chodzi o czynniki z pierwszej grupy, tj. mające potencjalny wpływ na saldo wymiany zewnętrznej, wymienić należy przede wszystkim zmiany jakie zaszły w strukturze polskiego eksportu oraz w jego roli w gospodarce. Szerzej pisaliśmy o tych zagadnieniach m.in. w *Temacie miesiąca* w MAKROskopie z sierpnia ub.r. Nie ulega wątpliwości, że eksport jest obecnie o wiele silniejszą gałęzią polskiej gospodarki i stał się na

przestrzeni ostatnich lat o wiele ważniejszym czynnikiem napędowym wzrostu PKB niż dziesięć lat wcześniej. W latach 1992-2006 udział eksportu w rocznym PKB zwiększył się ponad dwukrotnie, do ok. 33%, a jeszcze bardziej znacząco wzrósł odsetek firm zajmujących się produkcją eksportową. Oprócz wzrostu znaczenia eksportu, bardzo pozytywne zmiany zaszły w jego strukturze, zmierzając w kierunku wzrostu udziału wymiany towarów o wysokim stopniu przetworzenia i o wysokiej wartości dodanej. Wiązało się to oczywiście z analogicznymi zmianami w strukturze produkcji krajowej. Dzięki temu zwiększyła się ogólna odporność bilansu płatniczego na wahania popytu krajowego. O ile w poprzedniej dekadzie praktycznie każde silniejsze ożywienie konsumpcji i/lub inwestycji, które wiązało się ze znacznym wzrostem zapotrzebowania na import, musiało prowadzić do silnego pogłębienia deficytu w obrotach bieżących, to obecnie negatywny wpływ takiej sytuacji na bilans płatniczy może być w dużym stopniu łagodzony. Z jednej strony, przyspieszenie dynamiki importu nie musi być groźne, o ile towarzyszy mu (jak obecnie) kontynuacja dobrej koniunktury u głównych partnerów handlowych i szybka ekspansja eksportu. Z drugiej strony, impuls proimportowy ze strony popytu krajowego może być słabszy niż w poprzedniej dekadzie, ponieważ krajowa produkcja jest w stanie w większym stopniu niż kiedyś zaspokoić potrzeby konsumpcyjne i inwestycyjne.

### ... jak również dla perspektyw inflacji

Kolejnym zagadnieniem są czynniki oddziałujące stabilizująco na krajową inflację. Przede wszystkim, o wiele silniejsze niż dziesięć lat temu są obecnie czynniki globalne związane z funkcjonowaniem międzynarodowej konkurencji. Wspomniany wyżej ok. dwukrotny wzrost udziału handlu zagranicznego w PKB odzwierciedla skalę, w jakiej zwiększyła się otwartość polskiej gospodarki. Ten proces spowodował zmniejszenie roli czynników lokalnych w kształtowaniu krajowej inflacji: znacznie większy udział importu w PKB oznacza m.in., że większa część cen towarów wyznaczanych jest w dużym stopniu przez czynniki zewnętrzne. Tymczasem, tendencje zachodzące w ciągu ostatnich lat w gospodarce światowej prowadzą do tego, że inflacja w większości rozwiniętych gospodarek utrzymuje się na stosunkowo niskich poziomach. Równolegle, polskie przedsiębiorstwa w znacznie większym stopniu niż kiedyś uczestniczą obecnie w światowej wymianie dóbr i usług, podlegając silnej presji konkurencyjnej, która m.in. ogranicza możliwości swobodnego zwiększania cen oraz kosztów płacowych. Presja konkurencyjna m.in. wymusza w sektorach produkujących dobra i usługi

podlegające wymianie utrzymanie wysokiego tempa wzrostu wydajności pracy i relacji płac do wydajności nie zagrażającej utracie pozycji rynkowej. Dzięki temu nawet w sytuacji mocnego ożywienia popytu wewnętrznego krajowe firmy mogą mieć ograniczoną skłonność do podnoszenia cen. Podobnie, w sytuacji rosnących żądań płacowych przedsiębiorstwa, szczególnie gdy tak jak w obecnej sytuacji dysponują znacznymi nadwyżkami finansowymi, mogą być bardziej skłonne do zmniejszania własnej marży niż przenoszenia wyższych kosztów płacowych na ceny.

Dodatkowym zjawiskiem, o którym jak się wydaje warto wspomnieć jest mniejszy potencjalny wpływ dodatkowych dochodów gospodarstw domowych na pobudzenie konsumpcji. Obecnie, przy wyższym realnym dochodzie na osobę oraz wyraźnie wyższym przeciętnym poziomie wyposażenia gospodarstw domowych w dobra konsumpcyjne i trwałego użytku, krańcowa skłonność do konsumpcji w naturalny sposób powinna być niższa niż ubiegłej dekadzie, gdy istniał jeszcze spory głód niezaspokojonej konsumpcji „odziedziczonej” z czasów gospodarki centralnie planowanej. Dzięki temu, potencjalny wpływ ożywienia wzrostu gospodarczego, a co za tym idzie również wzrostu wynagrodzeń i dochodów gospodarstw domowych, powinien być obecnie łagodniejszy zarówno jeśli chodzi o przełożenie na bilans płatniczy, jak i dynamikę cen (mniejsze ryzyko nadmiernego wzrostu konsumpcji).

### **Większy komfort w polityce pieniężnej**

Oddziaływanie wymienionych powyżej czynników sprawia, że analogie pomiędzy obecnym okresem ożywienia gospodarczego a fazą porównywalnie szybkiej ekspansji w latach 90. nie powinny być brane zbyt dosłownie przez kreatorów krajowej polityki pieniężnej. Obecnie bank centralny może pozwolić sobie na nieco większy komfort w prowadzeniu polityki, czego dowodem jest fakt, że pomimo trwającego już od kilku kwartałów wyraźnego ożywienia w gospodarce, inflacja nadal pozostaje niska, a deficyt na rachunku obrotów bieżących jest umiarkowany. Co więcej, jest to możliwe pomimo utrzymywania stóp procentowych na najniższym poziomie od początku transformacji gospodarczej.

### **Więcej analogii w sferze finansów publicznych**

Skoro mówimy o analogiach pomiędzy obecnym etapem ożywienia gospodarczego, a sytuacją w latach 90., wypada wspomnieć również o tym, że w ciągu dziesięciolecia niewiele się zmieniło jeśli chodzi o sytuację finansów publicznych. Bieżąca sytuacja fiskalna, podobnie jak ta w drugiej połowie lat 90., nie

jest najgorsza, a wykonanie budżetu przebiega lepiej od zaplanowanego, ze względu na silniejsze od prognoz ożywienie aktywności ekonomicznej, stymulujące wzrost dochodów. Jednak równocześnie pomimo sprzyjającej koniunktury nie są podejmowane żadne istotne działania zmierzające do gruntownej reformy finansów publicznych, która pozwoliłaby zwiększyć elastyczność państwowych wydatków i przez to zwiększyć odporność finansów na wahania cyklu koniunkturalnego.

O ile więc zalecenia dla polityki pieniężnej są obecnie nieco inne niż w poprzednim okresie silnego ożywienia gospodarczego, to w przypadku polityki fiskalnej można powtórzyć dokładnie te same recepty, które ekonomiści proponowali ponad dziesięć lat temu: warto wykorzystać okres wyjątkowo szybkiego rozwoju gospodarki i wyjątkowo wysokich dochodów budżetowych do zreformowania sfery wydatków publicznych, zwiększenia ich elastyczności i przez to zmniejszenia wrażliwości budżetu na cykl koniunkturalny.

### **Dobre perspektywy na przyszłość**

*„Rok 1997 okazał się okresem sukcesu gospodarczego i to w większej skali niż ogólnie prognozowano. Tempo wzrostu PKB wyniosło niemal 7 proc. (przewidywano 5,5-6 proc.), a produkcji przemysłowej – około 10 proc. Stopa bezrobocia obniżyła się do 10,5 proc. Nastąpiło wprawdzie dalsze pogorszenie salda bilansu handlowego, jednakże w skali mniejszej niż przewidywano, deficyt budżetowy osiągnął zaś zaledwie połowę planowanej wartości.”*

Tymi zdaniem rozpoczynała się analiza nt. sytuacji makroekonomicznej w Polsce opublikowana niemal dziesięć lat temu przez ekonomistów z Uniwersytetu Łódzkiego.<sup>3</sup> Czy jest możliwe, aby podsumowanie roku 2007 okazało się równie optymistyczne? Wprawdzie obecne prognozy sugerują, że I kwartał 2007 r. był szczytowym punktem w tej fazie wzrostu gospodarczego i w kolejnych okresach powinno następować stopniowe spowolnienie, jednak nie jest wykluczone, że po raz kolejny rzeczywistość okaże się lepsza od przewidywań. Trudno nie zauważyć, że z każdym miesiącem wyniki gospodarki napawają coraz większym optymizmem, a publikowane dane statystyczne dowodzą, że dynamika przemian ekonomicznych zachodzących obecnie w naszym kraju jest znacznie większa niż można się było spodziewać jeszcze niedawno. Z upływem czasu systematycznie przesuwamy się w górę na ścieżce prognozowanego tempa rozwoju gospodarki i o ile jeszcze parę miesięcy temu zaledwie nieliczni zakładali, że uda się w najbliższych latach znacząco i trwale

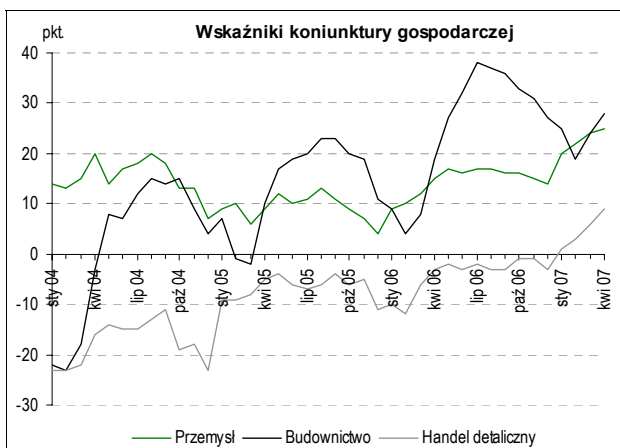
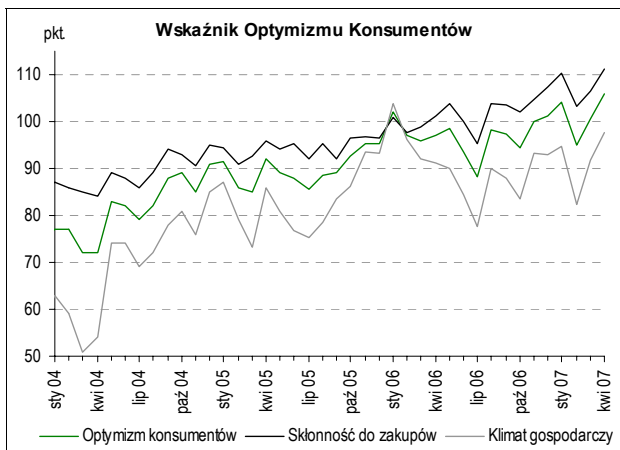
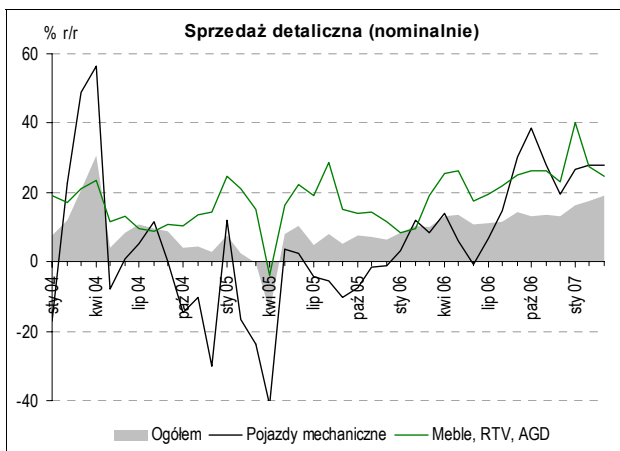
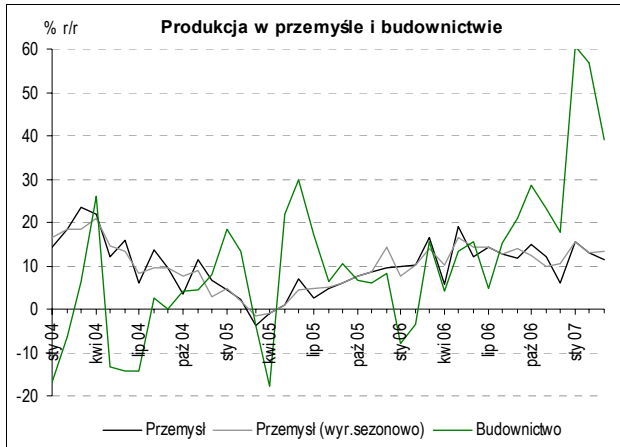
<sup>3</sup> W. Welfe, A. Welfe, W. Florczak, „Dobre perspektywy ale i zagrożenia”, *Rzeczpospolita*, 14.04.1998 r.

przekroczyć barierę tempa wzrostu PKB na poziomie 5%, to ostatni kwartał 2006 roku pokazał wzrost znacznie powyżej 6%, a najświeższe informacje wskazują wyraźnie, że w I kwartale 2007 tempo rozwoju gospodarki wyniosło co najmniej 7%. Nie można wykluczyć, że dane z kolejnych miesięcy dostarczą nowych argumentów do dalszych rewizji prognoz w górę.

Czy uda się utrzymać to tempo wzrostu na dłużej, unikając zagrożeń i ryzyka powstania nierównowagi makroekonomicznej, jak to miało miejsce przed dziesięcioma laty? Na razie za wcześnie by o tym przesądzić. Biorąc pod uwagę różnice występujące pomiędzy strukturą polskiej gospodarki obecnie i w poprzednim okresie ożywienia można mieć nadzieję, że obecna faza wzrostowa okaże się bardziej zrównoważona, a możliwe, że również bardziej trwała.

Wydaje się, że w obecnej sytuacji mniej jest czynników ryzyka, które mogłyby zagrozić realizacji pomyślnego scenariusza rozwoju sytuacji w gospodarce. Nie oznacza to jednak, że takie nie istnieją. Do najważniejszych zagrożeń dla kontynuacji dobrze zbilansowanego wzrostu gospodarczego w kolejnych latach należy zaliczyć pogorszenie koniunktury gospodarczej za granicą oraz ryzyko nadmiernej aprecjacji złotego. Oba czynniki mogłyby się przyczynić do destabilizacji bilansu płatniczego, jednocześnie spowalniając tempo rozwoju krajowej gospodarki. Warto przy tym zauważyć, że w obu przypadkach zagrożenie wydaje się dotyczyć przede wszystkim nierównowagi zewnętrznej, podczas gdy w przypadku perspektyw inflacji głównym czynnikiem ryzyka jest sytuacja na rynku pracy.

## Gospodarka Polski

**Trwa dynamiczny wzrost produkcji**

- Dynamika produkcji sprzedanej przemysłu wzrosła w marcu do 11,3% r/r i była nieco słabsza od zanotowanej w lutym (13% r/r), ale wynikało to głównie z różnicy dni roboczych, których było o 1 mniej niż przed rokiem. Wzrost produkcji skorygowany o ten efekt przyspieszył do 13,3% z 13% w lutym.
- W przetwórstwie przemysłowym, zanotowano w marcu wzrost produkcji o 13,7% r/r. W budownictwie produkcja zwiększyła się o 39,1% r/r, nieco wolniej niż o ok. 60% w styczniu i lutym.
- W całym I kw. produkcja w przemyśle wzrosła o 13,2% r/r, a w budownictwie o 52% r/r. Ten ostatni wynik zawdzięczamy silnemu ożywieniu inwestycji, ale dużą rolę we wzroście gospodarki odgrywa również ciągle produkcja na eksport, o czym świadczy utrzymywanie się bardzo szybkiego tempa wzrostu w działach o dużym udziale produkcji eksportowej.

**Wyraźne przyspieszenie wzrostu sprzedaży detalicznej**

- Sprzedaż detaliczna w marcu wzrosła nominalnie o 19,2% r/r, wyraźnie szybciej niż oczekiwano (prognozowaliśmy 16,5%). Realny wzrost sprzedaży wyniósł 17,7% r/r. Silny, dwucyfrowy wzrost zanotowany został w większości komponentów sprzedaży detalicznej, co sugeruje, że mamy do czynienia z ekspansją popytu konsumpcyjnego na szeroko zakrojoną skalę.
- Po lepszych od naszych prognoz danych o sprzedaży, ryzyko dla naszej prognozy wzrostu konsumpcji w I kwartale na poziomie 6% jest wyraźnie asymetryczne w górę. Dotyczy to również naszego szacunku wzrostu PKB na poziomie 7%.
- Deflator sprzedaży detalicznej zwiększył się w marcu, co sugeruje narastanie presji inflacyjnej, ale jest on nadal niski, co pokazuje, że mimo coraz silniejszego popytu, napięcia inflacyjne w gospodarce nie są bardzo istotne.

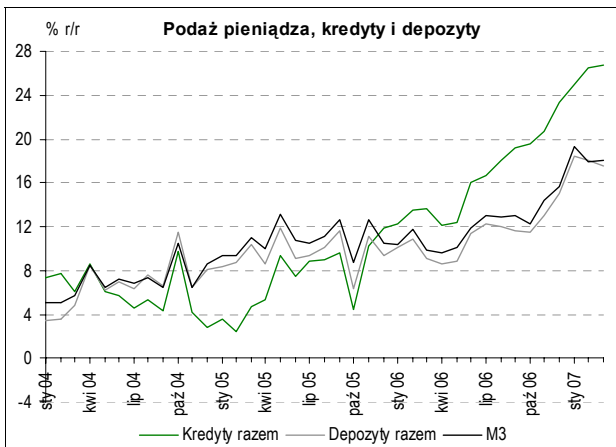
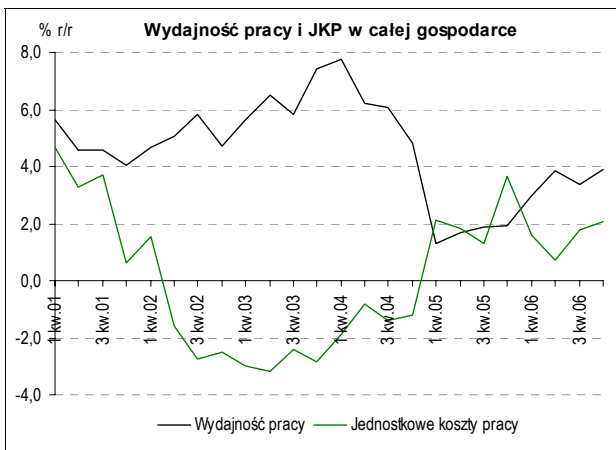
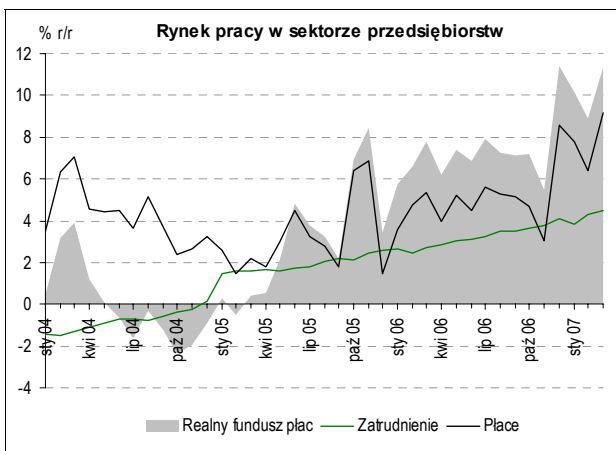
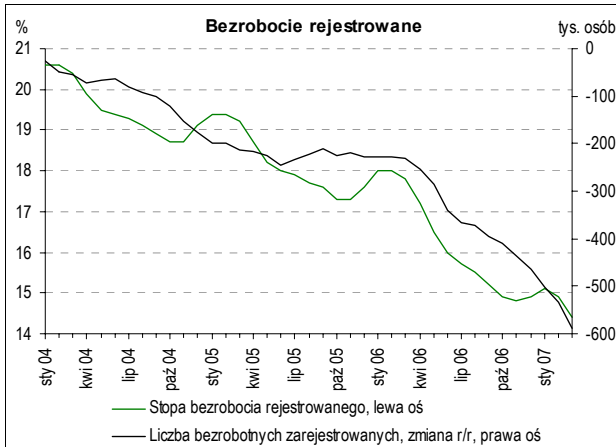
**Konsumenci wniebowzięci**

- Przybierająca na sile konsumpcja ma swoje źródło w poprawie sytuacji gospodarstw domowych. Wyniki sondażu Ipsos za kwiecień pokazują, że konsumenci są w bardzo dobrych nastrojach.
- Wskaźnik skłonności do zakupów osiągnął w minionym miesiącu rekordową wartość w historii badania, wskazując, że początek drugiego kwartału tego roku przyniósł dalszy dynamiczny wzrost konsumpcji.
- Bliskie rekordowym wartościom były również ogólny wskaźnik optymizmu konsumentów oraz ocena klimatu gospodarczego.
- Największy wpływ na te oczekiwania mają oceny sytuacji na rynku pracy, spadek lęku przed bezrobociem. Jednocześnie Polacy nie obawiają się wzrostu cen. Wręcz przeciwnie, wzrosła liczba osób oczekujących spadku lub spowolnienia wzrostu cen.

**Utrzymuje się wysoki poziom optymizmu firm**

- W kwietniu utrzymały się również dobre oceny koniunktury wśród przedsiębiorstw.
- Klimat koniunktury w przetwórstwie przemysłowym i handlu detalicznym był korzystniejszy niż w analogicznym miesiącu ostatnich kilkunastu lat, a w budownictwie najlepszy od 6 lat.
- Przedsiębiorstwa ze wszystkich sektorów informowały o poprawie swojej sytuacji finansowej i oczekują dalszej poprawy w przyszłości. Jest to o tyle istotna wiadomość, że ostatnio coraz częściej jako czynnik ryzyka dla inflacji wymienia się rosnącą presję kosztową. Poprawa wyników finansowych firm (i tak rekordowo dobrych w ostatnich latach) oznacza, że wzrost kosztów przedsiębiorstw (np. w wyniku konieczności dokonywania podwyżek płac) trudno uznać za czynnik groźny dla ich działalności, mogący wywołać znaczne podwyżki cen.

## Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

## „Swobodny spadek” bezrobocia

- Znane z fizyki pojęcie dotyczące przyspieszenia ruchu ciał w trakcie spadku można użyć w odniesieniu do bezrobocia w Polsce. Stopa bezrobocia rejestrowanego na koniec marca wyniosła 14,4%, najmniej od ponad 6 lat. W ujęciu rocznym stopa bezrobocia zmniejszyła się o 3,4 pkt proc., a więc silniej niż spadała w 1997 r. w trakcie kulminacji poprzedniego boomu.
- Przewidujemy, że w dalszej części roku bezrobocie będzie spadać w podobnie szybkim tempie, jak w marcu. Jest to pozytywne dla gospodarstw domowych, ale jednocześnie jest niepokojące odnośnie średnioterminowych perspektyw inflacji. Narastające napięcia na rynku pracy (szczególnie w niektórych sektorach gospodarki) może doprowadzić do nasilenia presji płacowej. Sądzymy jednak, zgodnie z tym co napisaliśmy wyżej, że nie przełoży się to na znaczne podwyżki cen.

## Dynamika płac i zatrudnienia mocno w górę

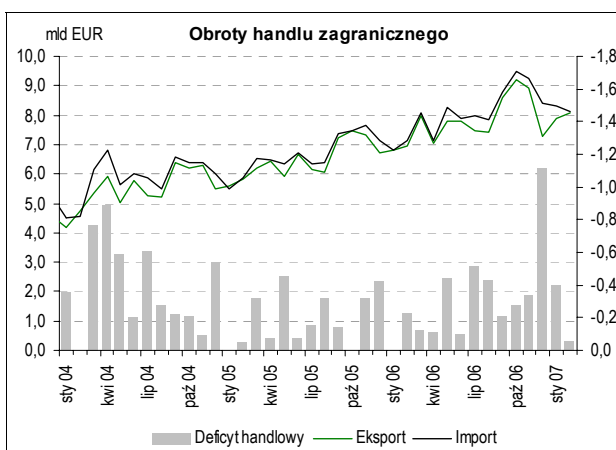
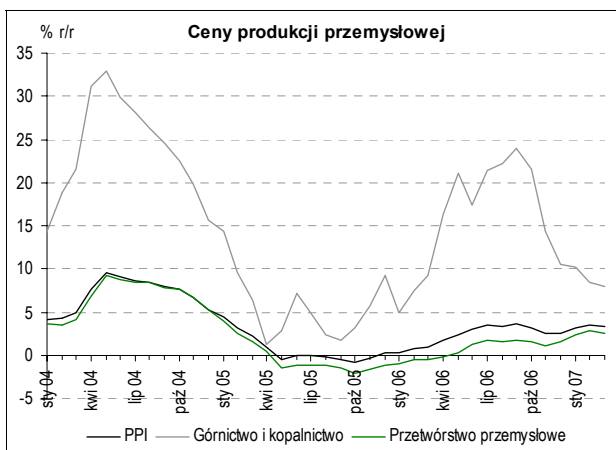
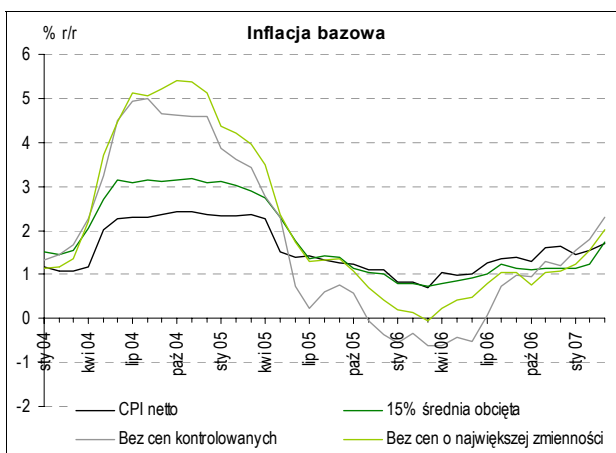
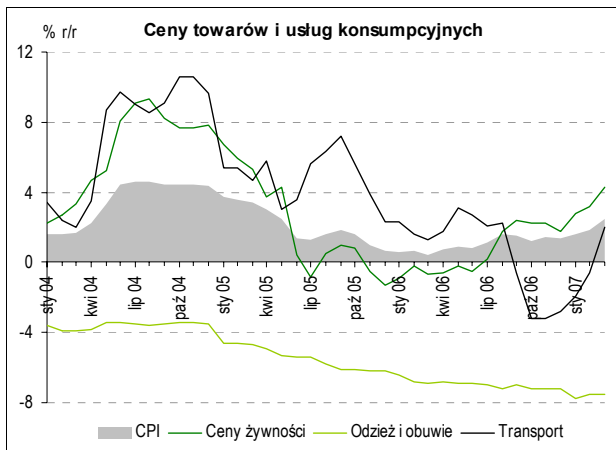
- Roczna dynamika przeciętnych płac w firmach przyspieszyła w marcu aż do 9,1% z 6,4% w lutym. Wynik ten był dużo wyższy niż oczekiwania rynkowe na poziomie 6,5% i nasza prognoza wynosząca 6,6%.
- Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zwiększyło się w marcu o 4,5% r/r, co również przekroczyło prognozy rynkowe.
- W rezultacie jednoczesnego przyspieszenia dynamiki płac i zatrudnienia, roczne tempo wzrostu funduszu płac w firmach uległo w marcu wyraźnemu przyspieszeniu do 14% nominalnie i 11,3% realnie. Średnio w I kwartale br. realny wzrost funduszu płac wyniósł 10,1% r/r i był najwyższy w historii obejmowanej przez porównywalne dane GUS. Wskazuje to na silny wzrost konsumpcji w I kw. i tym samym potwierdza prognozy, że wzrost PKB w tym okresie osiągnął przynajmniej 7%.
- Zawarte w opublikowanym przez GUS *Biuletynie Statystycznym* szczegółowe dane za marzec nt. wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw pokazały, że przyspieszenie płac w marcu nastąpiło w większości sektorów i nie miało przypadkowego charakteru. Co więcej, zawarte w *Biuletynie* informacje nt. dynamiki zatrudnienia w całej gospodarce w IV kw. 2006 r. (wzrost o 3,8% r/r wobec 3,4% r/r w III kw.) oznaczają wg naszych szacunków, że w IV kw. nastąpiło przyspieszenie dynamiki jednostkowych kosztów pracy do 2,1% r/r z 1,8% r/r w III kw., podczas gdy wcześniejsze szacunki na podstawie BAEL wskazywały na spadek rocznej dynamiki jednostkowych kosztów pracy w tym okresie do 2,4% z 3,1%.
- W sumie, marcowe dane nt. rynku pracy przemawiają za bardziej ostrożnym spojrzeniem na średnioterminowe perspektywy inflacji i były bardzo istotnym argumentem na rzecz podjętej przez RPP decyzji o podwyżce stóp procentowych na kwietniowym posiedzeniu.

## Wysoka dynamika pieniądza i kredytu

- Statystyki pieniężne za marzec wpisały się w pozytywny obraz sytuacji gospodarczej, pokazując kontynuację szybkiego wzrostu kredytów i depozytów w sektorze bankowym.
- Podaż pieniądza M3 wzrosła o 18% r/r, co było nieco poniżej prognozy rynkowej i naszych oczekiwań, ale jest spójne z utrzymaniem wzrostowego trendu dynamiki pieniądza.
- Tempo wzrostu kredytów przyspieszyło do 26,8% r/r z 26,5% w poprzednim miesiącu, na co złożyła się stabilizacja tempa wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych (na poziomie ok. 38% r/r) i przyspieszenie kredytów dla przedsiębiorstw do 17,5% r/r (wobec wzrostu o 15% w lutym).
- Wysoka dynamika agregatów pieniężnych i kredytu jest jednym z argumentów za ostrożnością w polityce pieniężnej, ale struktura kredytu pozostaje dość korzystna dla inflacji.



## Gospodarka Polski



## Inflacja CPI na poziomie celu

▪ Inflacja wzrosła w marcu do 2,5% r/r z 1,9% w lutym. Tym samym wskaźnik inflacji osiągnął cel inflacyjny po raz pierwszy od maja 2005 (kiedy to 12-miesięczny wskaźnik cen był jeszcze pod wpływem wzrostu cen związanym z wejściem Polski do EU). Było to spowodowane w olbrzymim stopniu czynnikami o charakterze podażowym – ceny żywności w górę o 0,8% m/m i 4,3% r/r, ceny paliw w górę o 4,9% m/m i 4,0% r/r. Pozostałe kategorie towarów i usług konsumpcyjnych zanotowały umiarkowany wzrost cen i inflacja netto wzrosła zaledwie do 1,7% z 1,6% w lutym.

▪ Jeśli chodzi o kształtowanie się inflacji w kolejnych miesiącach, to przewidujemy spadek inflacji CPI do 2,3% w kwietniu (co jest spójne z szacunkiem Ministerstwa Finansów) i stabilizację powyżej 2% do lipca, po czym spodziewamy się spadku tego wskaźnika poniżej 2% w sierpniu i wrześniu, a następnie ponownego stopniowego wzrostu do ok. 2,5% na koniec roku.

▪ Ryzyko dla krótkoterminowych prognoz inflacji wiąże się przede wszystkim z zachowaniem cen żywności. Z jednej strony pozytywnie na ich zachowanie może wpłynąć przewidywana wysoka podaż zbóż, ale z drugiej strony negatywnie może wpłynąć niska podaż owoców na skutek wiosennych mrozów.

▪ Inflacja netto powinna być bardziej stabilna niż CPI i wynosić ok. 2% przez cały II i III kwartał roku i wzrost nieco powyżej tego poziomu w IV kwartale.

▪ Nie wydaje nam się, aby powrót inflacji do celu wpływał istotnie na perspektywy polityki pieniężnej. Decyzje o ewentualnych kolejnych podwyżkach nie będą zapadały pod wpływem bieżących wskaźników inflacji, lecz całego zestawu informacji z gospodarki, które pozwolą Radzie lepiej ocenić średnioterminowe perspektywy inflacji.

## Inflacja PPI tym razem niższa od oczekiwań

▪ Pomimo szybko rosnącej produkcji, dynamika cen w przemyśle pozostaje umiarkowana. W marcu wzrost cen produkcji przemysłowej (PPI) spowolnił do 3,3% wobec 3,5% w lutym, co było wynikiem poniżej oczekiwań rynkowych.

▪ W przetwórstwie przemysłowym roczny wzrost cen spowolnił do 2,6% z 2,9% w lutym. Nastąpiło to pomimo dość znacznego wzrostu cen paliw oraz metali i innych surowców w marcu, a także pomimo wyraźnego przyspieszenia wzrostu wynagrodzeń.

▪ Najwyraźniej reakcja krajowych producentów na wzrost kosztów (np. wzrost płac) jest nadal ograniczana m.in. ze względu na to, że firmy dysponują znacznymi nadwyżkami finansowymi, a jednocześnie napotykają silną barierę konkurencyjną. Nieco inaczej wygląda sytuacja w budownictwie, gdzie w marcu ceny wzrosły o 6,5% r/r wobec 5,6% w lutym.

## Poprawa w bilansie płatniczym, eksport nadal silny

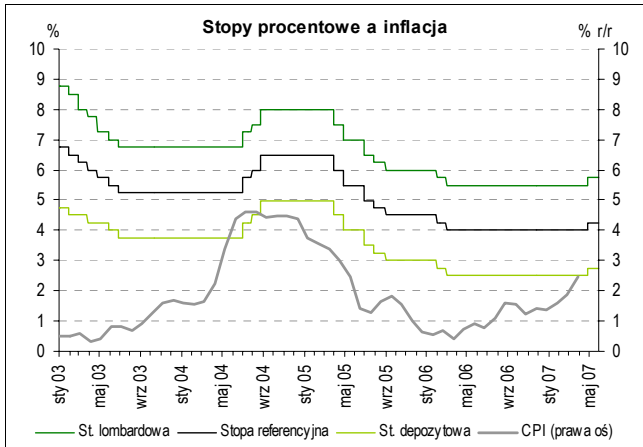
▪ Deficyt obrotów bieżących wyniósł w lutym 424 mln euro, co było znacznie poniżej oczekiwań. Stało się tak za sprawą świetnych wyników obrotów handlowych, gdyż deficyt handlowy wyniósł zaledwie 60 mln euro (rynek oczekiwał 475 mln).

▪ Dynamika eksportu ponownie przyspieszyła, osiągając 16,3%, potwierdzając podobnie jak wynik za styczeń, że szabszy wynik w grudniu był swego rodzaju wypadkiem przy pracy.

▪ Dodatkowo, nieco spowolniło tempo wzrostu importu, z 21,5% w styczniu do 13,4%, choć dwucyfrowy wzrost wciąż świadczy o szybko rosnącym popycie wewnętrznym.

▪ Skumulowany deficyt obrotów bieżących po lutym spadł do 2,3% PKB (z 2,5% w styczniu). W pozostałych elementach rachunku obrotów bieżących nie zaszły istotne zmiany.

## Pod lupą: Bank centralny



### Kluczowe fragmenty komunikatu RPP z 25 kwietnia

Rada ocenia, że w II połowie 2007 r. inflacja CPI przejściowo obniży się do poziomu wyraźnie niższego od celu inflacyjnego 2,5%, na co wskazuje również kwietniowa projekcja inflacji.

W ocenie Rady, w średnim okresie prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego jest wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja będzie niższa od celu, co skłoniło Radę do zacieśnienia polityki pieniężnej. Rada uznała, że w najbliższych kwartałach utrzyma się wysokie tempo wzrostu popytu krajowego, najprawdopodobniej przewyższające tempo wzrostu potencjalnego PKB, co będzie oddziaływać w kierunku stopniowego narastania presji płacowej i inflacyjnej.

W najbliższych miesiącach Rada będzie bacznie obserwować relację tempa wzrostu wynagrodzeń do dynamiki wydajności pracy, poziom kursu złotego, oddziaływanie procesów globalizacyjnych na gospodarkę oraz inne czynniki.

### Projekcje inflacji (% r/r)

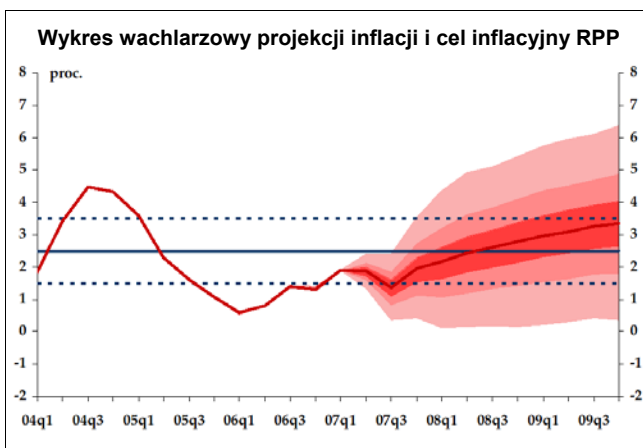
	Kwi '06	Lip '06	Paź '06	Sty '07	Kwi '07
IV kw. 2007	1,3-3,4	1,5-3,5	1,9-3,8	2,1-3,8	1,3-2,6
IV kw. 2008	1,2-3,9	1,7-4,3	2,2-4,6	2,2-4,5	1,6-3,8
IV kw. 2009	-	-	-	2,4-5,2	2,1-4,6

### Projekcje wzrostu PKB (%)

	Kwi 06	Lip 06	Paź '06	Sty '07	Kwi '07
2007	3,4-5,8	3,6-5,9	4,1-6,2	4,9-6,7	6,0-7,0
2008	3,5-6,2	4,0-6,6	4,5-7,0	3,6-6,4	4,0-6,3
2009	-	-	-	3,5-6,5	4,0-7,0

Źródło: NBP, Raport o inflacji – kwiecień 2007

Uwaga: Projekcje wskazują w jakim przedziale, z 50-procentowym prawdopodobieństwem, ukształtuje się inflacja i roczne tempo wzrostu PKB.



Źródło: NBP, Reuters

### Podwyżka stóp w kwietniu, następna nie tak szybko

Rada Polityki Pieniężnej podwyższyła w kwietniu główne stopy procentowe o 25 pb, co było pierwszą zmianą od lutego 2005 r. Stopa referencyjna wzrosła do 4,25%.

Decyzja nie była zaskoczeniem, ponieważ RPP wcześniej wyraźnie sygnalizowała taką możliwość, zaostrzając ton komunikatów oraz wypowiedzi poszczególnych członków.

Komunikat kwietniowy nie dał jednoznacznej odpowiedzi na pytanie co będzie się działo ze stopami w kolejnych miesiącach. Zasugerował on, że następne decyzje Rady będą zależały od nadchodzących danych ekonomicznych, w szczególności dotyczących rynku pracy, jak również od kursu złotego. Daje to Radzie duże pole manewru.

Nie ulega wątpliwości, że podwyżki stóp są nadal bardziej prawdopodobne niż obniżki, na co wskazuje utrzymanie w kwietniowym komunikacie dość jastrzębiej retoryki i nieformalne podtrzymanie restrykcyjnego nastawienia (w postaci stwierdzenia, że prawdopodobieństwo ukształtowania inflacji powyżej celu jest w średnim okresie wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja będzie poniżej celu).

Rada będzie potrzebowała kilku miesięcy aby ponownie ocenić sytuację gospodarczą i jej potencjalny wpływ na procesy inflacyjne. Nie zmieniamy oczekiwań, że zacieśnienie polityki pieniężnej będzie kontynuowane, choć nie w najbliższych miesiącach – kolejne 25 pb w III kw. i 25 pb na przełomie roku.

W ocenie RPP krótkoterminowe perspektywy inflacji są korzystne. Rada przyznała, że „w II połowie 2007 r. inflacja CPI przejściowo obniży się do poziomu wyraźnie niższego od celu inflacyjnego 2,5%”, przychyliając się do wniosków nowej projekcji inflacji. Niestety nie wiemy dokładnie, co Rada sądzi o wnioskach z projekcji inflacji na dalszy okres (2008-09).

### Projekcja inflacji niższa, PKB wyższa niż w styczniu

Nowa projekcja przygotowana przez NBP przewiduje szybszy wzrost PKB w prognozowanym horyzoncie w porównaniu z projekcją ze stycznia, ale mimo tego nowa projekcja centralna inflacji jest w całym rozpatrywanym horyzoncie poniżej ścieżki centralnej przewidywanej w raporcie styczniowym.

Według autorów projekcji, biorąc pod uwagę zmianę rozkładu ryzyk, różnice pomiędzy wynikami projekcji inflacji kwietniowej a styczniowej są jednak istotnie mniejsze niż wynikałoby z porównania ścieżek centralnych.

Rada znów podkreśliła, że wyniki projekcji są tylko jedną z przesłanek branych pod uwagę przy decyzji o stopach.

### I kto to mówi 2

Sprawozdanie z przebiegu dyskusji podczas posiedzeń RPP w I kwartale, zawarte w *Raporcie o inflacji*, wskazuje, że poglądy najbardziej wyważonej grupy członków RPP stopniowo ewoluowały w kolejnych miesiącach, wraz z napływem danych ekonomicznych pokazujących rosnące ryzyko dla inflacji, aż do kwietnia kiedy nastąpiła podwyżka o 25 pb.

W kwietniu do grupy dotychczasowych zwolenników podwyżki musiały dołączyć co najmniej dwie osoby – o ile był wśród nich prezes NBP – lub, co wydaje się bardziej prawdopodobne, przynajmniej trzy (głos prezesa przesądza o wyniku w przypadku remisu). Wydaje się, że za podwyższeniem stóp w kwietniu mogli opowiedzieć się Andrzej Sławiński, Andrzej Wojtyna i Jan Czekaj, a być może również Stanisław Owsiak. To właśnie ich wypowiedzi będą ważnymi wskazówkami dla rynku nt. możliwych przyszłych decyzji Rady w kolejnych miesiącach.

# Pod lupą: Bank centralny

## Wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego

## Komentarz

### Sławomir Skrzypek, prezes NBP

PAP, 25 kwietnia

Komunikatu nie należy traktować jako zapowiedzi sekwencji podwyżek, ale będziemy bacznie obserwować sytuację.

### Halina Wasilewska-Trenkner, członek RPP

Radio PiN, 26 kwietnia

Ta wczorajsza decyzja jest sygnałem, że sytuacja, w jakiej jest gospodarka, bardzo dobra sytuacja, niesie ze sobą sygnały pewnych napięć inflacyjnych. Stąd nasza decyzja, by zapewnić, że będziemy czuwać nad inflacją. Prezes chciał powiedzieć, że na razie nie ma powodu byśmy uważali, że to będzie seria.

### Dariusz Filar, członek RPP

PAP, 26 kwietnia

W najbliższych miesiącach będziemy obserwować czy w okresie 5-7 kwartałów zagrożenie rośnie czy stabilizuje się. Jeżeli będą przychodzić dane wskazujące, że pewne procesy, który rozpoczęły się w gospodarce w roku 2006 przyspieszają, to tych najbliższych miesięcy będzie mniej (na reakcję). (...) Najbliższy okres wydaje się dosyć korzystny, spodziewamy się dobrych zbiorów, letniej deflacji cen żywności; perspektywa dwóch kwartałów wydaje się dosyć bezpieczna. Mamy szansę być blisko celu. Cały czas musimy jednak patrzeć na IV kwartał tego roku i koniec roku przyszłego, co nieco zmienia perspektywę. Przede wszystkim chcieliśmy wpłynąć na oczekiwania i pokazać, że bank jest zdeterminowany w pilnowaniu inflacji.

### Krzysztof Rybiński, wiceprezes NBP

PAP, 26 kwietnia

Proces wzrostu wynagrodzeń ostatnio przyspieszył. Z punktu widzenia utrzymania inflacji na poziomie celu może to być zagrożenie. Jeżeli taki wzrost się utrzyma, może się przełożyć na wzrost kosztów przedsiębiorstw, które chcąc zachować marże, mogą podnieść ceny. Ale czy tak się stanie? To jest brakujące ogniwo w rozumowaniu od płac do inflacji. Ja nie jestem o tym przekonany. Z wielu powodów. Firmy mają wysokie marże i bardzo wysokie zyski. Mogą się zgodzić na pewne obniżenie marż. Tym bardziej że w globalnej skali nastąpił w ostatnich latach spadek udziału płac w PKB. Możliwe, że mamy lekkie odbicie w tym trendzie, które nie musi doprowadzić do wzrostu inflacji. Chociaż oczywiście dynamika płac to poważny czynnik ryzyka inflacyjnego.

### Mirosław Pietrewicz, członek RPP

PAP, 7 maja

Jeśli te doniesienia o kłęse w sadach się potwierdzą, to będzie to miało negatywny wpływ na wskaźnik CPI, ale nie sądzę, żeby ten wpływ był duży, gdyż waga owoców w koszyku inflacyjnym nie jest zbyt duża. Na razie musimy poczekać na pełniejsze informacje o ewentualnych stratach, które zależą też od regionu kraju, na razie jest to wróżenie z fusów.

### Andrzej Wojtyła, członek RPP

Gazeta Wyborcza, 16 kwietnia

Uważam, że coraz więcej czynników przemawia za podwyżką stóp. Kluczowa dla Rady jest relacja wzrostu płac i wydajności pracy. Jeśli płace rosłyby szybciej niż wydajność pracy, to w zasadzie jedynym sposobem utrzymania zysków, umożliwiających rozwój przedsiębiorstwa byłoby podnoszenie cen.

### Mirosław Pietrewicz, członek RPP

PAP, 13 kwietnia

Jeśli (projekcja inflacji) wskazywała, że za rok, półtora inflacja przekroczy cel inflacyjny o więcej niż (jeden) punkt procentowy, skłaniałoby do zmiany parametrów polityki pieniężnej.

Naszym zdaniem po pierwszej podwyżce stóp w kwietniu, Rada Polityki pieniężnej będzie potrzebowała trochę czasu aby „dojrzeć” do kolejnej zmiany stóp. Potwierdzeniem tego są nie tylko słowa prezesa NBP, który od razu na konferencji prasowej po posiedzeniu członków RPP z jastrzębiego skrzydła, które sugerują kilka miesięcy przerwy na obserwację danych i analizę sytuacji makroekonomicznej. Tym bardziej, że w najbliższych miesiącach wstrzymaniu się z kolejnymi decyzjami będzie sprzyjać zarówno niższa inflacja, która powróci poniżej poziomu 2,5%, jak też mocny kurs złotego, oddziałujący hamująco na ceny towarów importowanych.

Dlatego też spodziewamy się, że stopy procentowe ponownie pójdą w górę dopiero w III kwartale br. Aby przekonać członków RPP do następnej podwyżki w szybszym terminie, potrzebny byłby naprawdę silny argument, np. w postaci kolejnych mocnych niespodzianek ze strony danych makroekonomicznych. Szczególnie ważne będą informacje z rynku pracy, bo to właśnie relacje pomiędzy dynamiką wynagrodzeń a wydajnością pracy będą dla Rady Polityki Pieniężnej kluczowe przy ocenie średnioterminowych perspektyw inflacji. Scenariusz, w którym Rada zdecydowałaby się na wcześniejsze podwyżki musiałby np. zakładać naprawdę mocne przyspieszenie wzrostu płac (powyżej 10% r/r), które doprowadziłoby do podniesienia jednostkowych kosztów pracy, oraz wyraźny spadek wartości złotego.

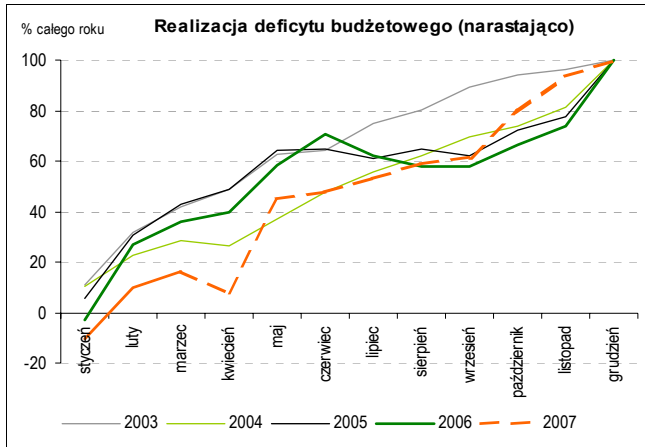
Rozumowanie Krzysztofa Rybińskiego jest prawdopodobnie bliskie głównemu nurtowi poglądów wśród członków Rady Polityki Pieniężnej. Z jednej strony, szybko rosnąca aktywność ekonomiczna tworzy pewną presję na wzrost kosztów w przedsiębiorstwach, ale z drugiej strony, bardzo silna konkurencja i oddziaływanie czynników związanych z globalizacją gospodarki będzie osłabiać przełożenie tej presji na ceny produktów i usług, szczególnie w sytuacji gdy krajowe firmy mogą sobie pozwolić na pewne uszczuplenie wysokich marż. Dlatego, dopóki w danych z gospodarki nie pojawią się wyraźne sygnały o tym, że firmy zaczęły szybciej podnosić ceny, RPP nie będzie nadmiernie skłonna do zacieśniania polityki pieniężnej „na wszelki wypadek”, a skala możliwych podwyżek będzie niewielka (2 x 25 pb w horyzoncie roku).

W przypadku potwierdzenia informacji o ogromnych stratach w uprawie owoców, inflacja może podnieść się o kilka dziesiątych punktu procentowego. Niemniej jednak trzeba pamiętać, że jak w przypadku każdego zaburzenia tego typu, ten czynnik będzie miał negatywny wpływ na wskaźnik CPI tylko przez 12 kolejnych miesięcy, co nie jest zbyt poważnym argumentem dla RPP aby podnosić stopy procentowe. Dla Rady kluczowy będzie rynek pracy, niezależnie od tego, czy bieżąca dynamika cen żywności będzie rosła czy malała.

Członkowie RPP wielokrotnie zwracali uwagę w ostatnich miesiącach na znaczenie relacji płac i wydajności pracy dla perspektyw inflacji i decyzji w polityce pieniężnej. Skoro więc po tej serii ostrzeżeń dane marcowe przyniosły dużą niespodziankę w postaci znacznie wyższej od prognoz dynamiki wynagrodzeń, Rada nie bardzo miała inne wyjście jak tylko podwyższyć poziom stóp procentowych. Z drugiej strony, skala podwyżki była niewielka i RPP raczej nadal nie ma przekonania o konieczności mocnego zacieśnienia polityki.

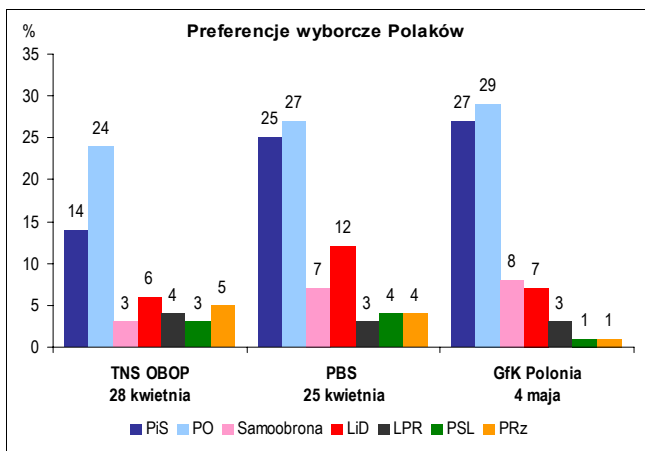
Mirosław Pietrewicz jest jednym z tych członków, co do których możemy być niemal pewni, że nie zagłosują za podwyżkami stóp procentowych w najbliższych miesiącach. Do tej samej grupy można z dużym prawdopodobieństwem zaliczyć Stanisława Nieckarza. Nieco większy znak zapytania dotyczy nowego prezesa NBP Sławomira Skrzypka, chociaż jego wypowiedzi też wykazują raczej mało przekonania o konieczności zacieśnienia polityki pieniężnej.

## Pod lupą: Rząd i polityka



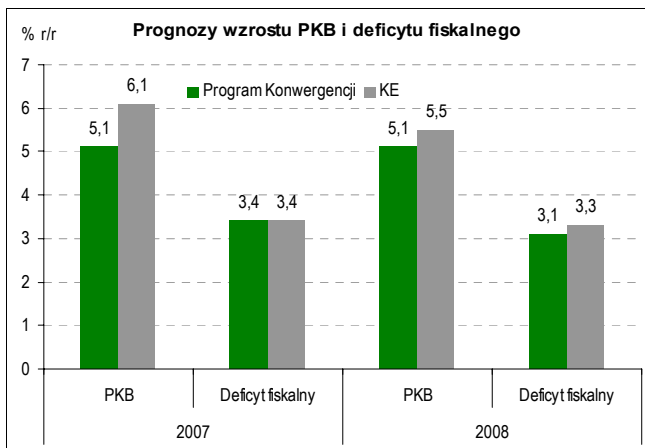
### Deficyt budżetu centralnego dużo niższy od założeń

- Deficyt budżetowy na koniec marca wyniósł 16,1% całorocznego planu. Wynik ten jest sporo lepszy niż pierwotne założenia Ministerstwa Finansów z początku roku.
- Dobry wynik budżetu to zasługa wyższych od przewidywań dochodów podatkowych, szczególnie z tytułu VAT (wysokie wydatki konsumpcyjne) oraz PIT (silny przyrost zatrudnienia i coraz wyższa dynamika płac).
- Według najnowszych szacunków ministerstwa wynik budżetu po kwietniu ma być jeszcze bardziej imponujący – niedobór w kasie państwa miał wynieść zaledwie 7-8% rocznego planu.
- Oznacza to, że w samym kwietniu budżet zanotował sporą nadwyżkę, która wg ministerstwa wynikała ze znacznie lepszych od pierwotnych założeń wpływów z PIT i CIT oraz nieco lepszych od zakładanych wpływów z podatków pośrednich.



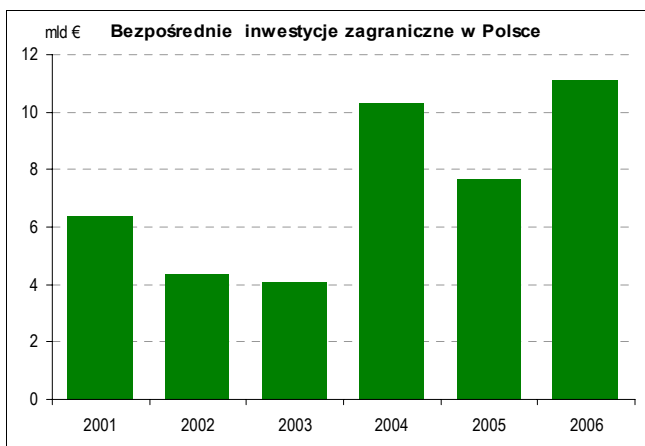
### Kolejne zawirowanie polityczne bez wpływu na rynek

- Odejście marszałka Sejmu Marka Jurka z PiS nie doprowadziło do istotnego rozłamu w głównej rządzącej partii. Za Jurkiem nie podażyło wystarczająco dużo posłów, aby nowe ugrupowanie (Prawica Rzeczypospolitej) mogło utworzyć własny klub parlamentarny. Zwiększa to jego skłonność do współpracy z PiS, a nawet de facto uczestnictwa w koalicji.
- Dotychczasowi koalicjanci PiS, czyli Samoobrona i LPR nie ryzykowali wysuwania wygórowanych żądań przy wyborze nowego marszałka Sejmu, zdając sobie sprawę, że przy niskich notowaniach w sondażach opinii publicznej (dotyczy to również ugrupowania Jurka) nie mogą ryzykować poważnego kryzysu politycznego, prowadzącego do przedterminowych wyborów.
- Do tarć wewnątrz koalicji zapewne jeszcze nie raz dojdzie, ale podobnie jak dotąd nie powinno to wpływać na rynek.



### Nowe prognozy KE dla Polski

- Komisja Europejska opublikowała nowe prognozy gospodarcze dla krajów UE.
- Wzrost PKB dla Polski w tym roku szacowany jest na 6,1%, a przyszluszczony ma nieznacznie spowolnić do 5,5%.
- Deficyt sektora finansów publicznych w Polsce ma wynieść w tym roku 3,4% PKB (rewizja prognozy w dół z 3,7%). Na rok 2008 KE przewiduje deficyt w wysokości 3,3%, a więc bardzo nieznaczną poprawę. Poprawa prognoz Komisji odzwierciedla rosnące szanse Polski na wyjście z procedury nadmiernego deficytu dzięki umożliwieniu Polsce, jako krajowi o deficycie nieznacznie wyższym od 3% PKB, uwzględnienia części kosztów reformy emerytalnej.
- Według prognoz Komisji dług publiczny ma wynieść w 2007 roku 48,4% PKB, zaś w roku 2008 - 49,1%.



### Rosnący strumień inwestycji zagranicznych

- Według danych NBP napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski w 2006 r. był najwyższy od początku dekady i najwyższy wśród nowych krajów członkowskich UE (przeszło dwukrotnie wyższy niż na Węgry i do Czech).
- Rosnący strumień bezpośrednich inwestycji zagranicznych, wraz z przybierającą na sile falą napływu środków z budżetu UE jest istotnym czynnikiem zwiększającym potencjał polskiej gospodarki i wzmacniającą wzrost gospodarczy.
- Dodatkowym czynnikiem, choć naszym zdaniem nie najważniejszym, który może pomóc utrzymać dobrą koniunkturę w najbliższych latach jest przyznanie Polsce wraz z Ukrainą prawa do organizacji Euro 2012. Nie zmienia to jednak naszym zdaniem nastawienia rządu co do wejścia do strefy euro. Euro 2012 nie równa się euro w Polsce w 2012.

Źródło: Komisja Europejska, Ministerstwo Finansów, NBP, ośrodki badania opinii publicznej, szacunki własne

## Pod lupą: Rząd i polityka

### Wypowiedzi przedstawicieli rządu i polityków

#### Zyta Gilowska, wicepremier i minister finansów

PAP, 25 maja

Polska powinna zrobić wszystko, żeby wejść do strefy euro tak szybko, jak to możliwe, pod warunkiem, że nam uwierzą (że spełnienie kryteriów konwergencji jest trwałe), a my sami nie zrobimy sobie krzywdy. Jeśli Polska znajdzie się w strefie euro, znacznie zwiększy się bezpieczeństwo obrotu gospodarczego, co jest jasne.

Reuters, 23 kwietnia

Jeśli będziemy chcieli rozdmuchać wydatki, jeśli poluzujemy wydatki, to z całą pewnością w roku 2009 nie zyskamy gotowości technicznej do wejścia do strefy euro. Nie wykonamy programu konwergencji. Polska złożyła zobowiązanie. Sądzę, że z punktu widzenia warunków technicznych, które musi spełnić Polska, będziemy gotowi do rozmów w roku 2009. Gdyby były one podjęte i zakończyły się pomyślnie, (...), to najwcześniejszą datą (przyjęcia euro) jest istotnie rok 2012. Euro przez duże 'E' i euro przez małe 'e', czyli wejście do strefy euro. Zbieżność teoretycznie może występować.

#### Andrzej Lepper, wicepremier i minister rolnictwa

Reuters, 27 kwietnia

Myślę, że rok 2012 raczej nie jest realny na przyjęcie euro. Jeżeli rozwijalibyśmy się w takim tempie jak teraz, to najwcześniej byłoby to możliwe, moim zdaniem, koło roku 2018-2020. To nie jest cel sam w sobie. Myślę, że rok 2009 to za wcześnie na spełnienie kryteriów konwergencji.

#### Andrzej Lepper, wicepremier i minister rolnictwa

Reuters, 27 kwietnia

Oczywiście, że nie poprzemy nawet pierwszego etapu obniżki klina. Jeżeli pani premier mówi, że to będzie kosztować budżet około 19 miliardów złotych, czyli mniej więcej wysokość dochodów budżetu przy takim wzroście gospodarczym. A gdzie służba zdrowia? Gdzie oświata, nauka? Gdzie emeryci i renciści. Jesteśmy gotowi na rozmowy w tej sprawie, ale nie na bezwarunkowe popieranie wszystkich pomysłów pani minister Gilowskiej. (...). Nie zgodzimy się na cięcia wydatków w budżecie, jeżeli to miałyby pogorszyć i tak już trudną sytuację ludzi najbardziej potrzebujących. Nigdy w życiu. Musimy się zapoznać ze szczegółowym projektem reformy finansów publicznych, którego jeszcze dzisiaj nie ma. Trudno jest mówić o czymś, co jest w przygotowaniu.

#### Elżbieta Suchocka-Roguska, wiceminister finansów

PAP, 7 maja

Deficyt (w kwietniu) może kształtować się na poziomie 7-8 proc. To efekt bardzo wysokich dochodów w kwietniu, znacznie powyżej prognoz. Przekroczenie dochodów mamy prawie w każdym podatku. Przede wszystkim jest to kwestia ostatecznych rozliczeń rocznych CIT i PIT. W przypadku CIT to też efekt opóźnienia wpłat rozliczania, 1 mld zł trafiło do budżetu 1 kwietnia zamiast 30 marca. Akcyza jest na poziomie zbliżonym do zakładanego, trochę więcej mamy z pośrednich, ale to może być kwestia wzrostu cen.

#### Katarzyna Zajdel-Kurowska, wiceminister finansów

PAP, 8 maja

Jeśli potwierdzą się informacje o dużych stratach w sadownictwie i sprawdzą się niekorzystne prognozy dotyczące zbiorów, to możemy mieć lekkie przyspieszenie inflacji w drugiej połowie roku. Ale ono będzie nieznaczne. Według naszej oceny wpływ na inflację średnioroczną byłby nie większy niż 0,1 pkt proc.

PAP, 2 maja

Prognoza inflacji na poziomie 2,3 proc. rdr i 0,5 proc. mdm w kwietniu wynika przede wszystkim z czynników podażowych. Powtarza się to, co mieliśmy w poprzednich dwóch miesiącach wzrostu wskaźnika: rosną ceny żywności i paliw. Żywność w kwietniu podrożała o 0,8 proc. (mdm), a paliwa o ponad 6 proc.

### Komentarz

Minister Zyta Gilowska zapałała ostatnio entuzjazmem w sprawie szybkiego przystąpienia Polski do strefy euro. Jest to o tyle nieoczekiwane, że do tej pory stanowisko obecnego rządu w tej sprawie było – delikatnie mówiąc – dość wstrzemięźliwe, a pani wicepremier w swoich wypowiedziach również była bardzo ostrożna w podejmowaniu jakichkolwiek zdecydowanych deklaracji. Oczywiście taka zmiana nastawienia powinna cieszyć, ponieważ wprowadzenie wspólnej waluty byłoby w naszej ocenie korzystne dla Polski z makroekonomicznego punktu widzenia. Z drugiej strony, nie należy chyba robić sobie nadmiernych nadziei po ostatnich wypowiedziach Zyty Gilowskiej, ponieważ nikłe są szanse na to, by takie stanowisko zyskało sobie szersze poparcie wśród polityków partii rządzących. Wypowiedzi przedstawicieli partii koalicyjnych nie pozostawiają wątpliwości, że nie zależy im na pośpiechu w pozbywaniu się złotego. Osobną kwestią jest konieczność wcześniejszego spełnienia kryteriów konwergencji nominalnej, w tym m.in. dotyczących ograniczenia deficytu finansów publicznych. Wprawdzie inicjatywy ekipy rządzącej nadal w niewielkim stopniu przyczyniają się do ograniczenia deficytu fiskalnego w średnim okresie, jednak zakładając, że szybki wzrost gospodarczy się utrzyma, wydaje się prawdopodobne, że uda się obniżyć deficyt do wymaganego poziomu do roku 2009.

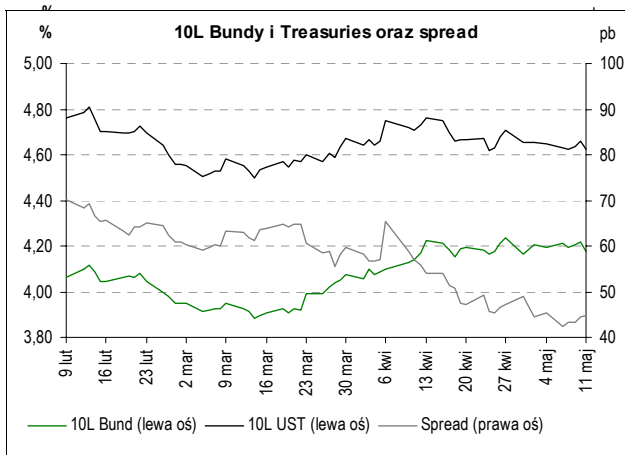
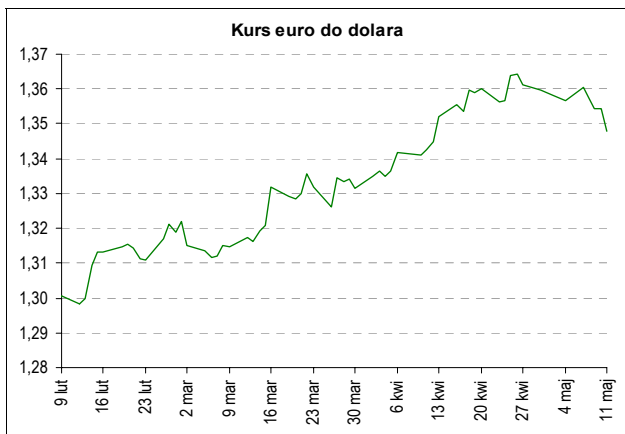
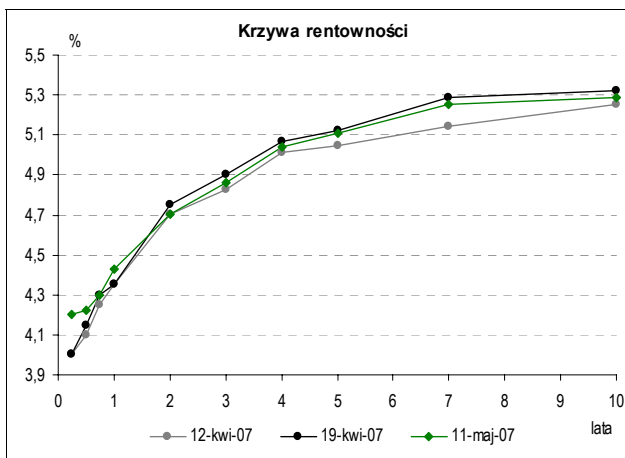
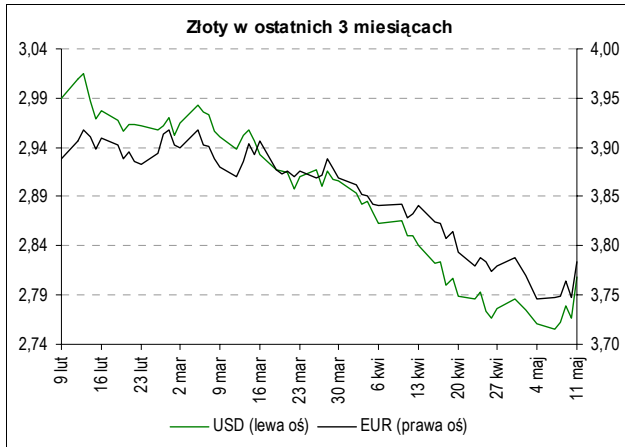
W NBP powstało właśnie Biuro ds. Integracji ze Strefą Euro, którego głównym zadaniem będzie opracowanie raportu dotyczącego analizy korzyści i kosztów przystąpienia Polski do strefy euro. Raport, który ma m.in. służyć pomocą przy podejmowaniu ważnych decyzji w tym temacie, ma wykorzystywać dorobek uzyskany w trakcie przygotowywania przez ekspertów NBP podobnego raportu w 2004 r.

Wicepremier Andrzej Lepper potrafi zmieniać zdanie znacznie częściej niż wicepremier Gilowska. O ile w przypadku tzw. reformy finansów publicznych przedstawionej na początku kwietnia Lepper zapewniał o poparciu Samoobrony nawet nie znając szczegółów projektu, to w przypadku propozycji zmniejszenia klina podatkowego jego poparcie nagle wyparowało. Warto pamiętać, że mimo zastrzeżeń Leppera, rząd zaakceptował projekt dotyczący redukcji składki rentowej. Pytanie, czy sprzeciw mniejszych koalicjantów będzie bardziej skuteczny na forum parlamentu niż na forum rządu i czy Samoobrona będzie skłonna zaryzykować trwałość koalicji kosztem weta w tej dziedzinie. Jak na razie historia dowodzi, że w obliczu groźby przedterminowych wyborów stanowczy ton żądań koalicjantów z reguły bardzo szybko mięknie.

Świetne wyniki budżetu państwa w kwietniu w części zawdzięczane są rozliczeniom podatku dochodowego za 2006 rok. Wg *Rzeczpospolitej*, same tylko wpływy z podatku od zysków kapitałowych (tzw. podatek Belki) okazały się wyższe od planowanych o 3 mld zł, ze względu na rekordowe zyski inwestorów prywatnych na giełdzie. Częściowo był to też efekt przesunięcia pewnych płatności z marca. Ale ogólnie, tak wysoka dynamika wpływów podatkowych odzwierciedla wciąż utrzymującą się bardzo dobrą koniunkturę gospodarczą na początku II kwartału. Stanowi to dobrą zapowiedź dla prognoz wskaźników aktywności ekonomicznej na kolejne miesiące.

Po osiągnięciu celu inflacyjnego w marcu, w kolejnych miesiącach stopa inflacji ponownie obniży się poniżej 2,5%. Skala tego spadku będzie uzależniona od sytuacji na rynku owoców i od tego w jakim stopniu potwierdzą się informacje o ogromnych stratach spowodowanych majowymi przymrozkami. Pozytywnym czynnikiem, który będzie działał hamująco na ceny żywności, w szczególności w okresie letnim, są oczekiwania bardzo dobrych plonów zbóż w tym roku.

## Monitor rynku

**Umocnienia złotego ciąg dalszy**

W ostatnich tygodniach trend aprecjacyjny złotego wobec głównych walut zapoczątkowany po podwyższeniu ratingu Polski przez S&P był kontynuowany przy utrzymującym się pozytywnym nastawieniu wobec walut gospodarek wschodzących. Złoty zareagował pozytywnie na przyznanie Polsce i Ukrainie organizacji Euro2012, na kolejne dobre dane z gospodarki oraz podwyżkę stóp procentowych. W efekcie krajowa waluta umocniła się do najmocniejszego poziomu od 5 lat.

Analiza techniczna wskazuje na wykupienie złotego, co może być sygnałem do pewnej korekty w najbliższym czasie. Jednak do tego może być potrzebny istotny negatywny impuls, np. ze Stanów Zjednoczonych. Póki co, pozytywne nastawienie inwestorów do rynków wschodzących oraz kolejne bardzo dobre dane z kraju utrzymują złotego na bardzo mocnych poziomach.

**Rynek nie zareagował na podwyżkę stóp**

Po publikacji poprzedniego raportu rynek długu jeszcze lekko się osłabił m.in. w reakcji na wzrost rentowności na rynkach bazowych oraz kolejne publikacje dobrych danych z gospodarki. Nieco negatywny wpływ mogła mieć również podwyżka stóp procentowych o 25 pb oraz samo oczekiwanie na ruch RPP. Komunikat Rady po kwietniowym posiedzeniu był dosyć jastrzębi, a RPP zasugerowała, że z dalszymi ruchami poczeka na dalszy rozwój wydarzeń i nowe dane. Od tego czasu krzywa rentowności nieco się obniżyła.

Podtrzymujemy zdanie, że kolejne podwyżki będą zależały od kolejnych danych i siły gospodarki i mogą nastąpić drugiej połowie roku oraz na początku przyszłego o ile ekspansja krajowej gospodarki utrzyma się. Krzywa rentowności może się nieco ustabilizować. W średnim terminie spodziewamy się wzrostu stawek rynkowych.

**EURUSD najwyżej od 2,5 roku**

Od połowy kwietnia dolar w dalszym ciągu tracił na wartości wobec wspólnej waluty, a kurs EURUSD wzrósł niemal do 1,37, szybciej niż się spodziewaliśmy. Stały za tym m.in. kolejne bardzo dobre dane z europejskiej gospodarki oraz słabsze statystyki gospodarcze z USA przy nieco niższych danych inflacyjnych. W ostatnich tygodniach dolar odrobił część strat po lepszych od oczekiwań indeksach ISM oraz w obliczu posiedzeń głównych banków centralnych.

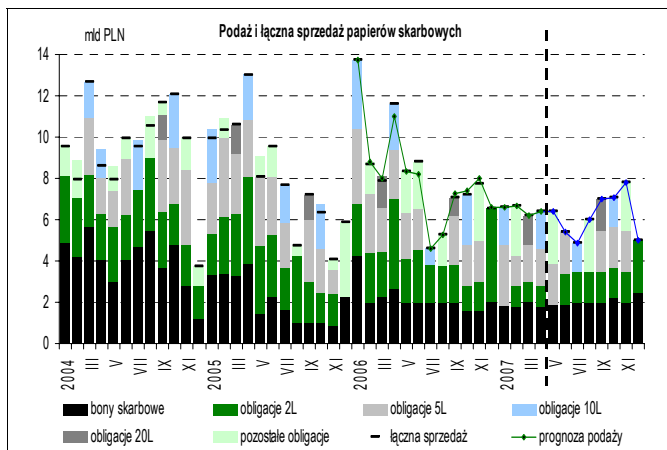
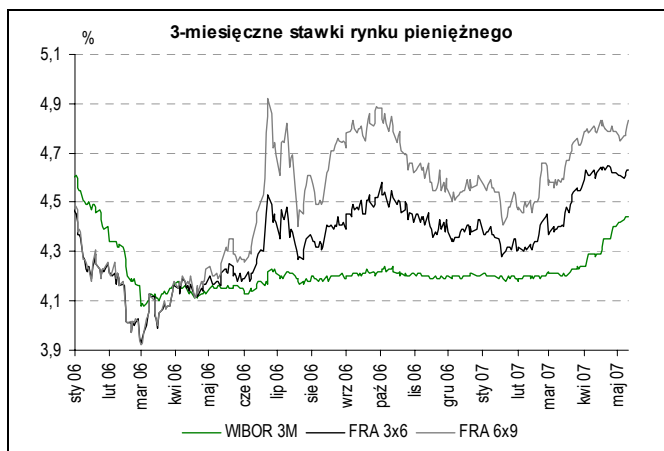
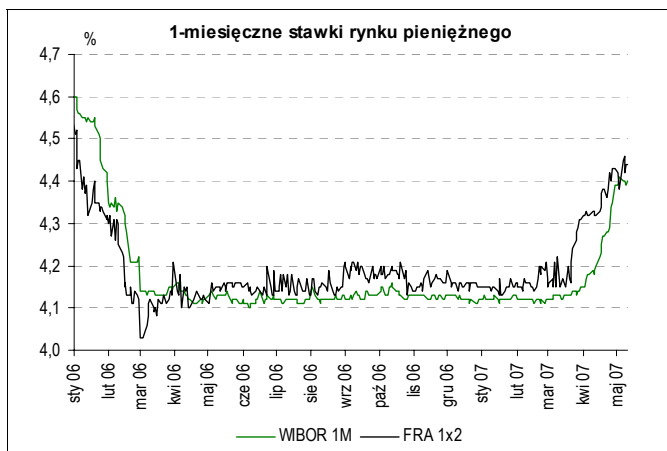
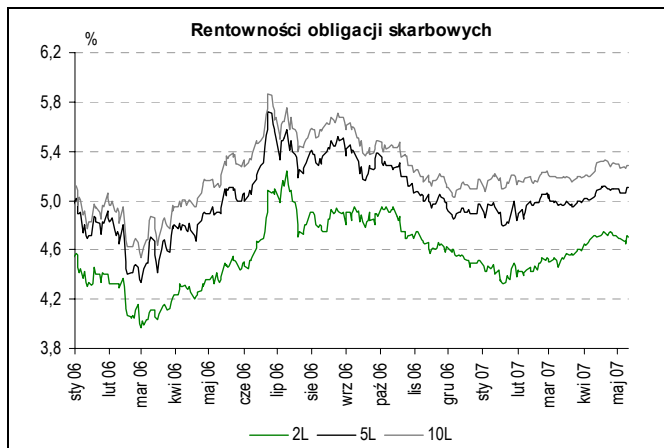
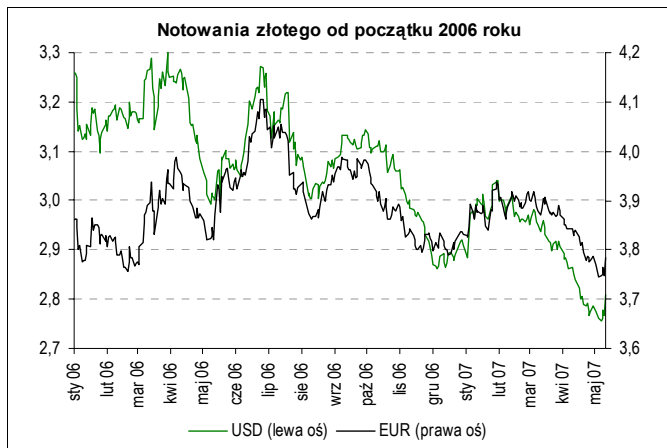
Sądzymy, że po sporym osłabieniu dolara amerykańska waluta może jeszcze nieco stracić na wartości w przypadku publikacji słabszych danych z amerykańskiej gospodarki oraz spadającej inflacji w USA jak również w obliczu dobrych danych ze strefy euro. Jednak graczom rynkowym może nie być łatwo pokonać istotny poziom techniczny 1,368.

**Niewielkie zmiany na rynkach bazowych**

W ostatnich tygodniach pozytywny wpływ na rynek amerykański miały niższe od oczekiwań dane CPI i PCE, słabe dane z rynku nieruchomości oraz niższy od oczekiwań wzrost PKB w USA. Negatywnie działał wyższy deflator PKB oraz wyższe od prognoz wskaźniki aktywności ISM. Ceny obligacji w strefie euro wahały się w dosyć wąskim przedziale i częściowo podążały za rynkiem w USA. Rentowności 10-letnich Treasuries spadły od połowy kwietnia do 4,65% z 4,73%, a Bundów wzrosły do 4,20% z 4,17%.

Oczekujemy, że Fed może obniżyć w tym roku stopy procentowe o 50 pb, a do kolejnych podwyżek może dojść w strefie euro. W obliczu nieco korzystniejszych danych inflacyjnych oraz wzrostowych Fed skupi uwagę na kolejnych publikacjach. W strefie euro w związku z utrzymującą się dobrą sytuacją gospodarczą i ryzykiem wzrostu inflacji w średnim terminie po podwyżce oczekiwanej w czerwcu, mogą nastąpić kolejne.

# Monitor rynku



**Przetargi bonów skarbowych (mln zł)**

OFERTA / SPRZEDAŻ		
Data przetargu	52-tyg.	Suma
05.03.2007	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
19.03.2007	1 000 / 1 000	1 000 / 1 000
<b>razem marzec</b>	<b>2 000 / 2 000</b>	<b>2 000 / 2 000</b>
02.04.2007	900 / 900	900 / 900
23.04.2007	900 / 900	900 / 900
<b>razem kwiecień</b>	<b>1 800 / 1 800</b>	<b>1 800 / 1 800</b>
07.05.2007	900 / 900	900 / 900
21.05.2007	900 - 1 100	900 - 1 100
<b>razem maj*</b>	<b>1 800 - 2 000</b>	<b>1 800 - 2 000</b>

\* na podstawie informacji Ministerstwa Finansów

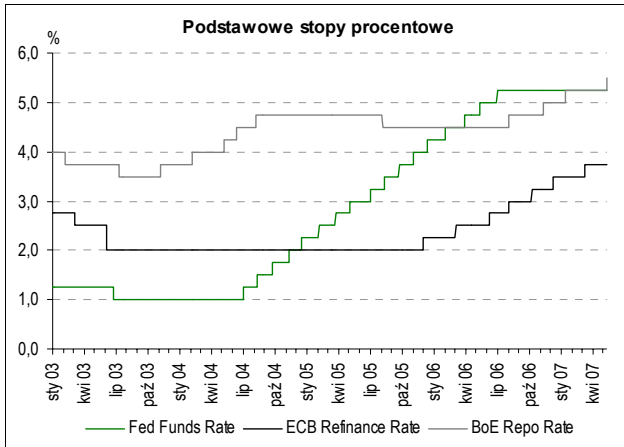
**Przetargi obligacji skarbowych w 2007 r. (mln zł)**

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
lut	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	1 800	1 800
kwiecień	04.04	OK0709	1 000	1 000	11.04	DS1017	1 800	1 800	18.04	PS0412	1 800	1 800
maj	-	-	-	-	09.05	WZ0118   IZ0816	2000   500	2000   498	16.05	PS0412	1 500 - 2 500	-
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	10L WIBOR   12L CPI	-	-	21.11	5L	-	-
grudzień	05.12	2L	-	-	-	-	-	-	-	5L	-	-

\* razem z przetargiem uzupełniającym

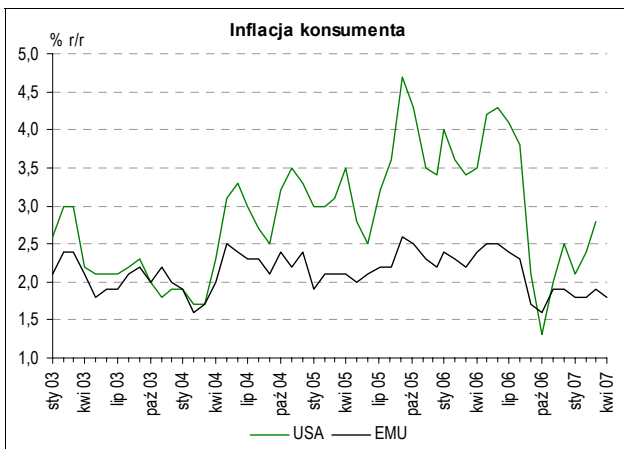
Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

## Przegląd międzynarodowy

**EBC podwyższy stopy w czerwcu**

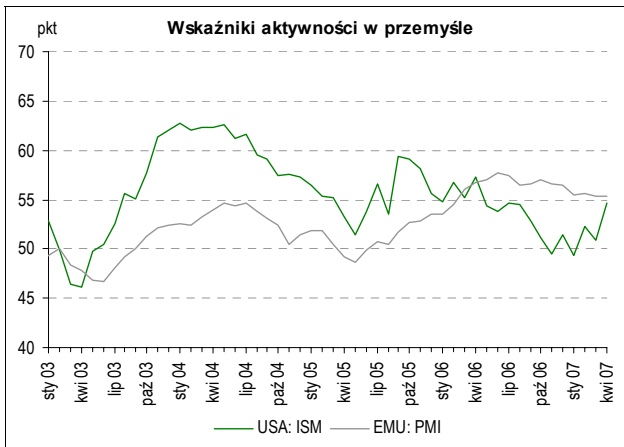
▪ W kwietniu Fed pozostawił stopę Fed Funds na poziomie 5,25%. Komunikat banku centralnego pozostał niemal bez zmian wobec marcowego i potwierdził, że najważniejszym zmartwieniem dla Fed pozostała inflacja. Komunikat stwierdzał, iż pomimo spowolnienia w pierwszej części tego roku gospodarka będzie rozwijać się w umiarkowanym tempie w najbliższych kwartałach. Fed będzie czekał z kolejnymi ruchami na kolejne dane.

▪ W kwietniu po raz kolejny EBC pozostawił stopy bez zmian na poziomie 3,75%. W uzasadnieniu decyzji EBC powtórzył, że polityka pieniężna pozostaje akomodacyjna, a stopy procentowe są na umiarkowanym poziomie. Pojawił się wyczekiwany zwrot, o wzmożonej czujności wobec inflacji, co umocniło oczekiwania na podwyżkę w czerwcu. Według EBC ryzyka dla inflacji w średnim terminie wskazują na jej wzrost.

**Spadek inflacji bazowej w USA**

▪ Indeks CPI wzrósł w marcu o 0,6% m/m, co było zgodne z oczekiwaniami, wobec 0,4% m/m w lutym. Odnotowano przy tym najwyższy wzrost cen energii i benzyny od września 2005 r. Indeks bazowy wzrósł o 0,1% m/m wobec rynkowego konsensusu na poziomie 0,2% m/m oraz takiego samego wzrostu w lutym. W ujęciu rocznym wzrost CPI był na poziomie 2,8% r/r, a inflacji bazowej na poziomie 2,5% r/r. PPI w USA wzrósł w marcu o 1,0% m/m (3,2% r/r), podczas gdy rynek oczekiwał 0,7% m/m. Inflacja bazowa pozostała bez zmian w marcu (1,7% r/r), podczas gdy rynek oczekiwał wzrostu o 0,2% m/m.

▪ W marcu inflacji w strefie euro mierzona wskaźnikiem HICP wyniosła 1,9% r/r, co było zgodne z oczekiwaniami. Według szacunków Eurostatu inflacja w strefie euro mierzona wskaźnikiem HICP wyniosła w kwietniu 1,8% r/r.

**Wyższe wskaźniki ISM w Stanach Zjednoczonych**

▪ Wskaźnik ISM dla sektora przetwórczego w Stanach Zjednoczonych wyniósł w kwietniu 54,7 wobec 50,9 w marcu. Wskaźnik ISM w sektorze usług wzrósł w kwietniu do 56 na poziomie 52,4 w marcu wobec prognoz na poziomie 53.

▪ Indeks menadżerów logistyki PMI obrazujący aktywność w sektorze przetwórczym w strefie euro wyniósł w kwietniu 55,4 podobnie jak w marcu, podczas gdy analitycy spodziewali się wzrostu do 55,7. Indeks dla sektora usług strefy euro indeks ten pozostał na poziomie 55,4 wobec prognozowanego wzrostu do 55,7.

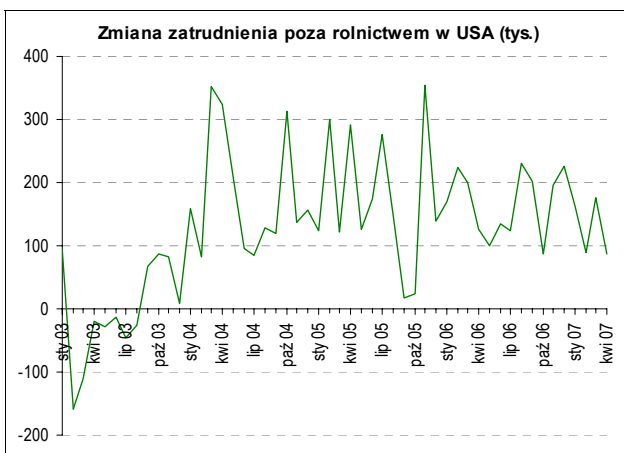
▪ Wzrost PKB w USA w I kw. był na poziomie 1,3%, co było znacznie poniżej oczekiwań na poziomie 1,8%, wobec 2,5% w IV kw. Tak słabe dane były wynikiem przede wszystkim spowolnienie eksportu oraz pogorszenia sytuacja na rynku nieruchomości.

**Słabsze dane o zatrudnieniu, niższe JKP w I kw.**

▪ Wydajność amerykańskich pracowników wzrosła w I kwartale o 1,7% wobec oczekiwań 0,7%, a jednostkowe koszty pracy zwiększyły się o 0,6% podczas gdy analitycy przewidywali 3,8%.

▪ Raport ADP za kwiecień pokazał wzrost miejsc pracy w Stanach Zjednoczonych poza rolnictwem w sektorze prywatnym w kwietniu o 64 tys. wobec zrewidowanych w dół 98 tys. w marcu. Analitycy z Wall Street oczekiwali spadku ze 106 tys. do 100 tys.

▪ Liczba zatrudnionych poza rolnictwem wyniosła w kwietniu 88 tys. wobec oczekiwań na poziomie 100 tys., które zostały wcześniej obniżone po publikacji raportu ADP. Dane za marzec zostały zrewidowane ze 180 tys. do 177 tys. natomiast dane za lutym zostały również zrewidowane z dół ze 113 tys. do 90 tys. Stopa bezrobocia wzrosła w kwietniu zgodnie z oczekiwaniami analityków z Wall Street z 4,4% do 4,5%.



Źródło: Reuters, EBC, Federal Reserve



## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>14 maja</b> POL: Podaż pieniądza (IV)	<b>15</b> POL: CPI (IV) EMU: Wstępny PKB (I kw.) USA: CPI (IV) USA: Napływ kapitału netto (III)	<b>16</b> POL: Aukcja obligacji 5-letnich EMU: Finalny HICP (IV) USA: Liczba nowych budów (IV) USA: Produkcja przemysłu (IV) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnej (IV)	<b>17</b> POL: Płace brutto i zatrudnienie (IV) JP: Raport BOJ po decyzji USA: Indeks Philadelphia Fed (V)	<b>18</b> POL: Bilans płatniczy (III) USA: Wstępny Michigan (V)
<b>21</b> POL: Przetarg bonów skarbowych POL: Ceny produkcji (IV) POL: Produkcja przemysłowa (IV)	<b>22</b> GER: Indeks ZEW (V) USA: Bilans handlowy (III)	<b>23</b> POL: Inflacja bazowa (IV) POL: Wskaźniki koniunktury (V)	<b>24</b> GER: Indeks Ifo (V) USA: Zamówienia na dobra trwałe (IV) USA: Sprzedaż nowych domów (IV)	<b>25</b> POL: Sprzedaż detaliczna (IV) POL: Bezrobocie (IV) USA: Sprzedaż domów (IV)
<b>28</b> US, DE, GB: Dzień wolny	<b>29</b> POL: Spotkanie RPP USA: Zaufanie konsumentów (V)	<b>30</b> POL: Spotkanie RPP – decyzja EMU: Podaż pieniądza M3 (IV) USA: Raport ADP (IV) USA: Protokół Fed z majowego posiedzenia	<b>31</b> POL: PKB (I kw.) EMU: Wskaźnik nastrojów (V) EMU: Wstępny HICP (V) USA: Wstępny PKB (I kw.) USA: Bazowy PCE (I kw.) USA: Deflator PKB (I kw.) USA: Chicago PMI (V)	<b>1 czerwca</b> EMU: PMI sektor przetwórczy (V) EMU: PKB (I kw.) USA: Bazowy PCE (IV) USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (V) USA: Bezrobocie (V) USA: ISM sektor przetwórczy (V) USA: Finalny Michigan (V)
<b>4</b> POL: Przetarg bonów skarbowych EMU: PPI (IV) USA: Zamówienia w przemyśle (IV)	<b>5</b> USA: ISM sektor usług (V)	<b>6</b> POL: Aukcja obligacji 2-letnich EMU: PMI sektor usług (V) EMU: Spotkanie EBC – decyzja USA: Wydajność i jednostkowe koszty pracy (I kw.)	<b>7</b> POL: Boże Ciało USA: Zapasy hurtowe (IV)	<b>8</b> USA: Bilans handlowy (IV) USA: Budżet federalny (IV) USA: Ceny w handlu zagranicznym (import) (V)
<b>11</b>	<b>12</b>	<b>13</b> POL: CPI (V) USA: Sprzedaż detaliczna (V)	<b>14</b> POL: Podaż pieniądza (V) EMU: Finalny HICP (V) USA: PPI (V)	<b>15</b> POL: Bilans płatniczy (IV) JP: Raport BOJ po decyzji USA: CPI (V) USA: Indeks NY Fed (VI) USA: Napływ kapitału netto (IV) USA: Produkcja przemysłu (V) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnej (V) USA: Wstępny Michigan (VI)

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 <sup>a</sup>	14 <sup>b</sup>	13	15	13	13	14	13	15	14	13
Inflacja bazowa	22		23 <sup>b</sup>	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	25	25	-	-	-	-	-	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	16	15	15	17	17	19	16	16	17	15	16	17
Bezrobocie	29	23	23	25	25	-	-	-	-	-	-	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	2	-	30	-	-	29	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	16 <sup>c</sup>	12	14	13	18	15	13	13	-	-	-	-
Podaż pieniądza	12	14	14	13	14	14	13	14	-	-	-	-
Bilans NBP	5	7	7	6	7	6	6	7	-	-	-	-
Wskaźniki koniunktury	23	22	22	23	23	22	23	23	24	23	23	21

\* dane kwartalne; <sup>a</sup> dane wstępne za styczeń, <sup>b</sup> dane za styczeń i luty, <sup>c</sup> za listopad 2006 itd., <sup>d</sup> za styczeń, <sup>e</sup> za luty

Źródło: GUS, NBP

## Dane i prognozy ekonomiczne

## Wskaźniki miesięczne

		kwi 06	maj 06	cze 06	lip 06	sie 06	wrz 06	paź 06	lis 06	gru 06	sty 07	lut 07	mar 07	kwi 07	maj 07
Produkcja przemysłowa	% r/r	5,7	19,1	12,2	14,3	12,6	11,6	14,8	12,0	5,9	15,4	13,0	11,3	16,1	10,9
Sprzedaż detaliczna <sup>c</sup>	% r/r	13,2	13,7	10,7	11,0	11,5	14,5	13,3	13,6	13,3	16,5	17,5	16,5	16,4	15,1
Stopa bezrobocia	%	17,2	16,5	16,0	15,7	15,5	15,2	14,9	14,8	14,9	15,1	14,9	14,4	13,7	13,0
Place brutto <sup>b c</sup>	% r/r	4,0	5,2	4,5	5,6	5,3	5,1	4,7	3,1	8,5	7,8	6,4	9,1	7,9	8,0
Zatrudnienie <sup>b</sup>	% r/r	2,8	3,0	3,1	3,3	3,5	3,5	3,6	3,8	4,1	3,8	4,3	4,5	4,4	4,3
Eksport (w euro) <sup>d</sup>	% r/r	9,8	32,5	16,9	21,0	22,3	18,6	23,4	21,7	8,0	15,5	16,3	13,7	21,7	13,3
Import (w euro) <sup>d</sup>	% r/r	10,1	29,9	17,2	26,2	22,9	19,2	27,4	21,0	17,2	21,5	13,4	17,6	23,3	19,0
Bilans handlowy <sup>d</sup>	mln EUR	-108	-439	-103	-519	-434	-212	-283	-339	-1119	-398	-60	-469	-246	-972
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	mln EUR	-597	-374	-300	-527	-646	222	-728	-738	-1201	-733	-424	-469	-306	-972
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	% PKB	-2,1	-1,9	-2,0	-2,1	-2,1	-1,9	-2,0	-2,1	-2,3	-2,5	-2,3	-2,4	-2,2	-2,4
Deficyt budżetowy (narastająco)	mlrd PLN	-10,0	-14,6	-17,7	-15,6	-14,5	-14,5	-16,6	-18,5	-25,1	3,1	-3,0	-4,8	-2,3	-8,1
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu <sup>e</sup>	40,0	58,2	70,4	62,3	57,9	57,8	66,3	73,9	100,0	-10,3	10,1	16,1	7,5	26,9
Inflacja (CPI)	% r/r	0,7	0,9	0,8	1,1	1,6	1,6	1,2	1,4	1,4	1,6	1,9	2,5	2,3	2,2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	1,7	2,3	3,0	3,5	3,3	3,6	3,2	2,5	2,6	3,1	3,5	3,3	2,5	2,3
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	9,6	10,1	11,9	13,0	12,9	13,0	12,3	14,4	15,6	19,3	17,9	18,0	17,1	17,8
Depozyty	% r/r	8,6	8,9	11,4	12,3	12,0	11,6	11,4	13,1	15,0	18,4	18,1	17,5	18,5	17,8
Kredyty	% r/r	12,2	12,4	16,0	16,7	18,0	19,2	19,5	20,7	23,4	25,0	26,5	26,8	26,2	25,9
USD/PLN	PLN	3,20	3,05	3,17	3,15	3,05	3,12	3,09	2,97	2,88	2,98	2,98	2,94	2,83	2,81
EUR/PLN	PLN	3,92	3,90	4,02	4,00	3,90	3,97	3,90	3,82	3,81	3,88	3,90	3,89	3,82	3,79
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,25	4,25
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,75	5,75
WIBOR 3M	%	4,14	4,15	4,17	4,19	4,19	4,21	4,22	4,20	4,20	4,20	4,20	4,22	4,32	4,45
Rentowność bonów 52-tyg.	%	3,95	4,02	4,20	4,30	4,35	4,44	4,35	4,29	4,20	4,14	4,07	4,23	4,36	4,30
Rentowność obligacji 2L	%	4,28	4,44	4,75	4,95	4,85	4,87	4,84	4,65	4,54	4,41	4,46	4,55	4,71	4,75
Rentowność obligacji 5L	%	4,80	5,00	5,33	5,37	5,41	5,31	5,24	5,01	4,91	4,90	4,97	4,98	5,07	5,10
Rentowność obligacji 10L	%	5,02	5,26	5,54	5,55	5,61	5,48	5,39	5,18	5,10	5,16	5,18	5,18	5,27	5,25

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

<sup>a</sup> wartość na koniec okresu; <sup>b</sup> w sektorze przedsiębiorstw; <sup>c</sup> nominalnie; <sup>d</sup> dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji;

**Wskaźniki kwartalne i roczne**

		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	924,5	982,6	1 057,7	1 147,2	242,3	253,6	260,8	300,9	264,3	276,3	281,5	325,2
PKB	% r/r	5,3	3,6	6,1	6,2	5,5	5,9	6,2	6,7	7,0	6,5	5,9	5,5
Popyt krajowy	% r/r	6,0	2,4	6,6	6,9	5,3	5,3	6,8	8,7	7,2	7,2	6,5	6,7
Spożycie indywidualne	% r/r	4,4	2,0	5,2	5,6	5,3	4,7	5,5	5,1	6,0	5,5	5,5	5,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,4	6,5	16,5	16,6	7,6	14,5	19,3	19,3	25,0	18,0	15,0	14,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	12,3	4,0	12,5	12,8	12,4	12,1	12,3	10,8	13,0	11,7	12,7	13,7
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	7,1	1,5	11,9	15,4	9,0	11,8	13,8	12,6	17,4	14,6	14,6	14,8
Stopa bezrobocia <sup>a</sup>	%	19,1	17,6	14,9	11,5	17,8	16,0	15,2	14,9	14,4	12,6	11,8	11,5
Place realne brutto <sup>c</sup>	% r/r	0,8	1,2	4,2	5,4	4,3	3,9	4,1	4,5	5,9	5,4	5,7	4,7
Zatrudnienie <sup>c</sup>	% r/r	-0,8	1,9	3,2	4,1	2,6	3,0	3,4	3,8	4,2	4,3	4,1	3,8
Eksport (w euro) <sup>b</sup>	% r/r	22,3	17,8	20,2	13,7	23,3	19,5	20,7	18,0	15,1	14,0	13,0	13,0
Import (w euro) <sup>b</sup>	% r/r	19,5	13,4	21,8	16,6	23,3	19,0	22,8	21,9	17,4	17,5	15,5	16,0
Bilans handlowy <sup>b</sup>	mln EUR	-4 552	-2 242	-3 896	-7 184	-352	-646	-1 165	-1 733	-927	-1 552	-1 932	-2 773
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	mln EUR	-8 670	-4 130	-6 273	-7 791	-1 396	-1 266	-949	-2 662	-1 626	-1 697	-1 241	-3 227
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	% PKB	-4,3	-1,7	-2,3	-2,6	-1,9	-2,0	-1,9	-2,3	-2,4	-2,4	-2,5	-2,6
Deficyt budżetowy <sup>a</sup>	mld PLN	-41,5	-28,6	-25,1	-30,0	-9,0	-17,7	-14,5	-25,1	-4,8	-9,0	-13,1	-24,5
Deficyt budżetowy	% PKB	-4,5	-2,9	-2,4	-2,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	3,5	2,1	1,0	2,2	0,6	0,8	1,4	1,3	2,0	2,3	1,9	2,4
Inflacja (CPI) <sup>a</sup>	% r/r	4,4	0,7	1,4	2,6	0,4	0,8	1,6	1,4	2,5	2,4	1,9	2,6
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	7,0	0,7	2,5	2,6	0,9	3,0	3,6	2,6	3,3	2,1	1,8	3,0
Podaż pieniądza (M3) <sup>a</sup>	% r/r	8,7	10,5	15,6	14,4	9,8	11,9	13,0	15,6	18,0	16,9	15,9	14,4
Zobowiązania <sup>a</sup>	% r/r	8,1	9,4	15,0	15,0	9,1	11,4	11,6	15,0	17,5	17,4	17,1	15,0
Należności <sup>a</sup>	% r/r	2,9	11,8	23,4	22,3	13,6	16,0	19,2	23,4	26,8	25,4	24,3	22,3
USD/PLN	PLN	3,65	3,23	3,10	2,86	3,19	3,14	3,10	2,98	2,97	2,82	2,84	2,82
EUR/PLN	PLN	4,53	4,02	3,90	3,82	3,83	3,95	3,96	3,85	3,89	3,81	3,84	3,76
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	6,50	4,50	4,00	4,50	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,25	4,50	4,50
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	8,00	6,00	5,50	6,00	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,75	6,00	6,00
WIBOR 3M	%	6,21	5,29	4,21	4,49	4,29	4,15	4,20	4,20	4,20	4,41	4,63	4,70
Rentowność bonów 52-tyg.	%	6,50	4,92	4,18	4,40	4,02	4,06	4,37	4,28	4,14	4,34	4,52	4,60
Rentowność obligacji 2L	%	6,89	5,04	4,57	4,75	4,23	4,49	4,89	4,67	4,47	4,74	4,85	4,95
Rentowność obligacji 5L	%	7,02	5,25	5,03	5,13	4,67	5,04	5,36	5,05	4,95	5,09	5,20	5,30
Rentowność obligacji 10L	%	6,84	5,24	5,22	5,31	4,83	5,27	5,55	5,22	5,17	5,26	5,30	5,50

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

<sup>a</sup> wartość na koniec okresu; <sup>b</sup> dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji; <sup>c</sup> w sektorze przedsiębiorstw

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 11.05.2007 r. zostało przygotowane przez:

## ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY

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

Email: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl) Serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.bzwbk.pl>

**Maciej Reluga** – Główny Ekonomista

tel. 022 586 83 63, Email: [maciej.reluga@bzwbk.pl](mailto:maciej.reluga@bzwbk.pl)

**Piotr Bielski** 022 586 83 33

**Piotr Bujak** 022 586 83 41

**Cezary Chrapek** 022 586 83 42

## DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

### Gdańsk

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

### Kraków

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

### Poznań

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

### Warszawa

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

### Wrocław

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

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

