

W tym miesiącu:

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

Maciej Reluga
Główny Ekonomista
022 586 8363

Piotr Bielski
022 586 8333

Piotr Bujak
022 586 8341

Cezary Chrapek
022 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

Czy polityka złagodnieje?

▪ **Od publikacji naszego poprzedniego raportu w gospodarce nie nastąpiły zbyt duże zmiany.** Podtrzymujemy nasze oczekiwania na delikatne spowolnienie tempa wzrostu PKB (do ok. 6% w II połowie roku) jednak sierpniowa niespodzianka inflacyjna powoduje obniżenie ścieżki inflacji. Zmiana ta była jednym z głównych czynników powodujących dostosowanie oczekiwań rynku odnośnie kolejnych ruchów w polityce pieniężnej. Zostało to wsparte przez wypowiedzi niektórych członków Rady Polityki Pieniężnej, którzy sugerowali, między innymi, że wystarczająco silne sygnały przemawiające za kolejną podwyżką stóp mogą się pojawić dopiero na początku przyszłego roku. Zgodnie z zapowiedzią, od tej edycji MAKROskopu rozpoczynamy publikację indeksu restrykcyjności członków RPP, który powinien być pomocny w ocenie zmian poglądów i układu sił w Radzie. O ile po sierpniowym posiedzeniu Rady prognozy uczestników rynku wskazywały na możliwość podwyżki stóp już w październiku, w ostatnich tygodniach nastąpiło przesunięcie tych oczekiwań. My pozostajemy przy swojej prognozie, która mówi o podwyżce stóp w listopadzie, do czego przekonają Radę, naszym zdaniem, kolejne informacje płynące z gospodarki, szczególnie dotyczące rynku pracy. Ważnym pytaniem pozostaje do jakiego poziomu wzrosną stopy procentowe w przyszłym roku, gdyż członkowie Rady sugerują, że może to być mniej niż 5,50%. Póki co my pozostajemy jednak przy naszym scenariuszu dwóch kolejnych ruchów o 25 pb w I połowie 2008 r.

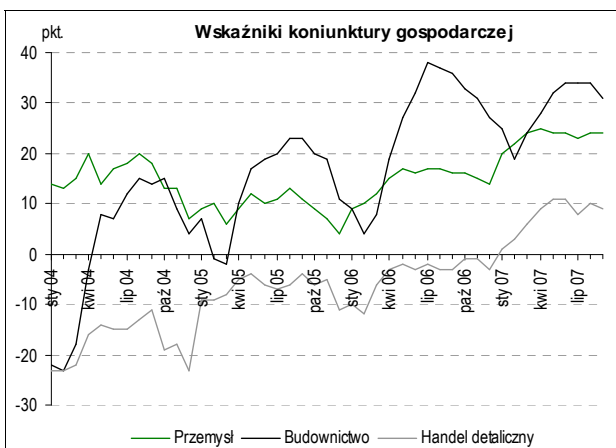
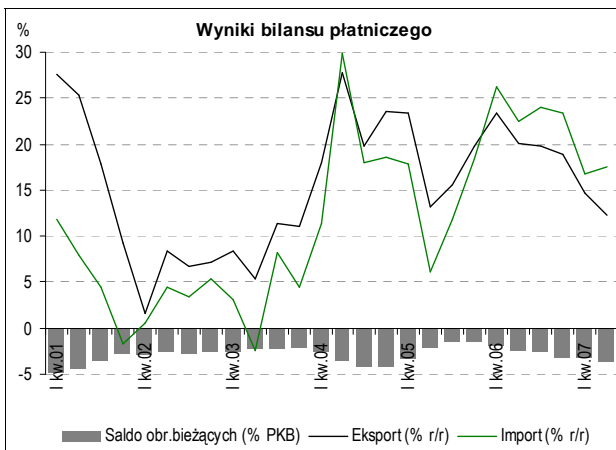
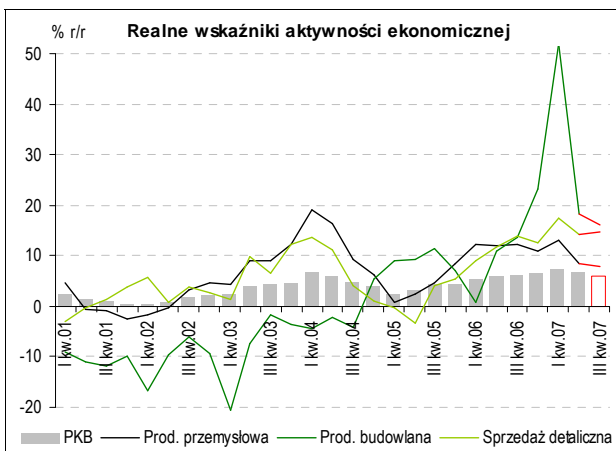
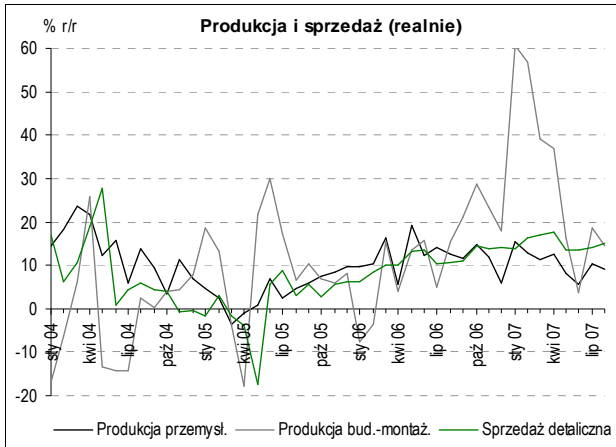
▪ **Wyraźniejsza zmiana oczekiwań nastąpiła w przypadku perspektyw polityki pieniężnej prowadzonej przez główne banki centralne na świecie.** Po wrześniowej obniżce stóp procentowych o 50 pb przez Fed oczekujemy kolejnych ruchów z możliwością obniżenia głównej stopy w Stanach Zjednoczonych do poziomu 4% w połowie 2008 r. Jednocześnie, wygląda na to, że kolejna podwyżka stóp procentowych w strefie euro, jeśli w ogóle do niej dojdzie, będzie miała miejsce dopiero w przyszłym roku. Mniejsza od spodziewanej restrykcyjność innych banków centralnych może być istotnym argumentem dla Rady Polityki Pieniężnej przy podejmowaniu kolejnych decyzji, choć należy pamiętać że w przeszłości cykle w polskiej polityce pieniężnej niekoniecznie nakładały się na trendy światowe.

▪ **Zgodnie z naszymi oczekiwaniami sprzed miesiąca, złoty kontynuuje trend aprecjacyjny, co związane było z ustąpieniem awersji do ryzyka, przy jednoczesnym utrzymaniu dobrych fundamentów polskiej gospodarki.** Umocnienie złotego było znacznie wyraźniejsze w stosunku do dolara amerykańskiego, który osłabił się do rekordowego poziomu wobec euro. Podtrzymujemy oczekiwania na utrzymanie słabego dolara i dalsze wzmocnienie złotego do końca roku. Spadek rentowności obligacji, który nastąpił od momentu publikacji poprzedniego raportu wynikał w głównej mierze z gwałtownego spadku inflacji, którego efektu nie zdołali zniwelować „jastrzębie” dane z rynku pracy. Wydaje nam się jednak, że kolejne publikacje danych (w tym wzrost inflacji) i jeszcze jedna podwyżka stóp i doprowadzą do wzrostu rentowności do końca roku.

Na rynku finansowym 28 września 2007 r.:					
Stopa depozytowa NBP	3,25	WIBOR 3M	5,10	USDPLN	2,6647
Stopa referencyjna NBP	4,75	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	5,25	EURPLN	3,7775
Stopa lombardowa NBP	6,25	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,56	EURUSD	1,4168

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 09.10.2007 r.

Gospodarka Polski



Aktywność gospodarcza rośnie, chociaż trochę wolniej

Wzrost produkcji sprzedanej przemysłu wyniósł w sierpniu 9% r/r, wobec 10,4% w lipcu. Wprawdzie wynik był gorszy od prognoz, jednak odnotowany wzrost wciąż należy uznać za solidny. Sezonowo dostosowany wzrost produkcji wyniósł 9,4% r/r i był wyższy niż w trzech poprzednich miesiącach.

Produkcja budowlano-montażowa zwiększyła się w sierpniu o 14,6% r/r (16,4% r/r po wyeliminowaniu czynników sezonowych).

Tempa wzrostu produkcji w przemyśle i w budownictwie, chociaż nie są już tak wysokie jak w pierwszej połowie br., utrzymują się na poziomach, które świadczą, że oba sektory wciąż pozostają w fazie rozwoju. Biorąc to pod uwagę, nadal nie można mówić o załamaniu wzrostowych tendencji w gospodarce, a jedynie o powrocie tempa ekspansji do poziomu bliższego potencjalnemu.

O ile w przemyśle i budownictwie dynamika zaczęła się stabilizować, to w handlu koniunktura wciąż się rozkręca. Wartość sprzedaży detalicznej wzrosła w sierpniu o 17,4% r/r nominalnie i 16,1% r/r realnie, po raz kolejny przekraczając prognozy. Utrzymał się silny wzrost we wszystkich działach świadczący o tym, że wzrost popytu jest szeroko zakrojony i oparty na mocnych podstawach. Z pewnością głównym motorem tego popytu jest szybki wzrost dochodów ludności (patrz dalej).

Ogólnie, ostatnie miesięczne dane potwierdzają, że tempo wzrostu PKB w II półroczu nie będzie już tak wysokie jak w pierwszych dwóch kwartałach, chociaż powinno utrzymać się w okolicy 6%. Stopniowo wzrasta rola popytu krajowego.

Dane nt. wzrostu PKB w 2006 r. zostały zrewidowane przez GUS z 6,0% do 6,2%. Podwyższono wzrost popytu krajowego (w szczególności przyrost zapasów), natomiast pogorszył się szacunek dot. salda handlu zagranicznego. Podtrzymujemy prognozę, wg której w 2007 r. wzrost PKB wyniesie 6,5%.

Stopniowe pogarszanie nierównowagi zewnętrznej

Dane NBP potwierdzają postępujący od ub.r. wzrost nierównowagi zewnętrznej, odzwierciedlony pogarszającym się saldem obrotów bieżących.

Wg opublikowanych ostatnio danych kwartalnych NBP po pierwszym półroczu br. skumulowany 12-miesięczny deficyt obrotów bieżących wzrósł do 3,7% PKB wobec 3,2% PKB na zakończenie 2006 r. i 1,6% w roku 2005.

W lipcu deficyt obrotów bieżących ponownie był wysoki, wynosząc 1,3 mld €, a w relacji do PKB powiększył się do 3,8%.

Dzieje się tak pomimo tego, że eksport kontynuuje szybki, dwucyfrowy wzrost (w lipcu ponad 17% r/r), ponieważ jeszcze silniejszy jest wzrost obrotów importu, który jest napędzany wysoką dynamiką popytu krajowego.

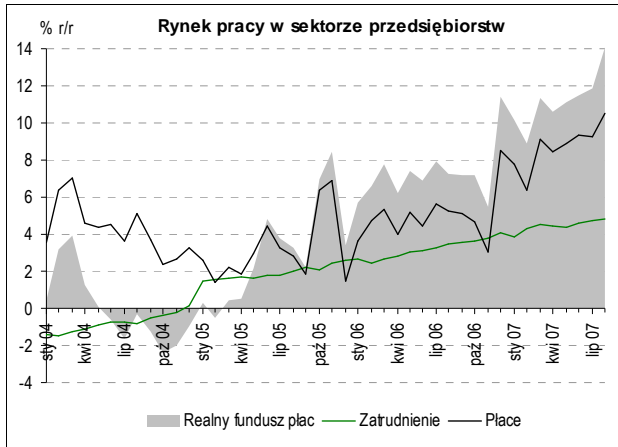
Badania koniunktury sugerują stabilizację wzrostów

Badanie GUS dot. koniunktury w sektorze przedsiębiorstw we wrześniu pokazało optymistyczne oceny w większości sektorów. W przemyśle i w budownictwie widać stabilizację indeksów na wysokich poziomach. Najszybszą poprawę wyników zanotowano w usługach i handlu, gdzie wskaźniki nastrojów są najwyższe w okresie ostatnich 13 lat.

Wskaźnik optymizmu konsumentów instytutu Ipsos delikatnie stracił na wartości, jednak nadal jest na jednym z najwyższych poziomów od 10 lat. Rekordowo wysoka jest skłonność konsumentów do zakupów. Blisko rekordowych wskazań utrzymał się też indeks koniunktury konsumenckiej GUS.

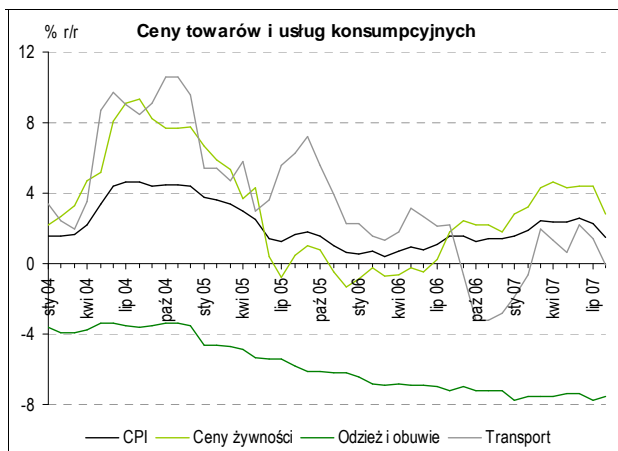
Wyniki te zapowiadają stabilizację dynamiki produkcji w przemyśle i budownictwie oraz dalszą szybką ekspansję popytu konsumpcyjnego, wspieraną dynamiczną poprawą dochodów.

Gospodarka Polski



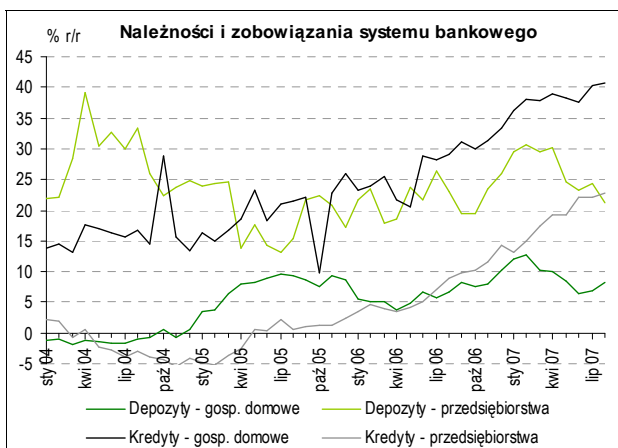
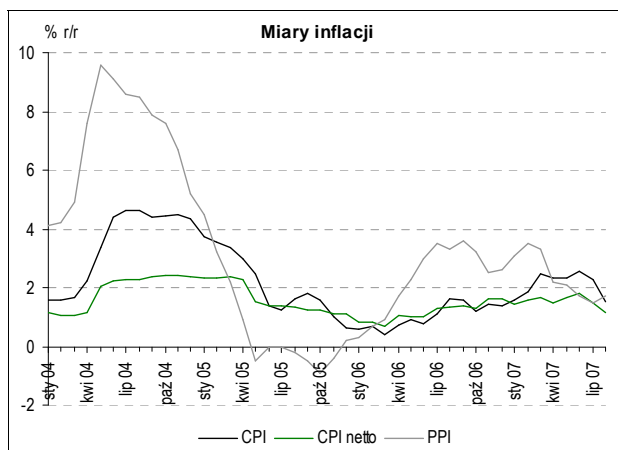
Rynek pracy coraz bardziej rozgrzany

- Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw zwiększyło się w sierpniu o 10,5% r/r, przyspieszając z 9,3% r/r w lipcu, a przeciętne zatrudnienie wzrosło o 4,8% r/r, wobec 4,7% r/r w poprzednim miesiącu. W obu przypadkach wzrosty były wyższe od oczekiwań rynkowych.
- Fundusz płac w sektorze firm wzrósł o 15,8% r/r nominalnie, a realnie 14,1% r/r. Dodatkowo, warto pamiętać, że te wyliczenia dotyczą płac brutto, podczas gdy na dochody gospodarstw domowych wpływ miało również obniżenie od lipca składki rentowej dla pracowników o 3 pkt. proc. (choć w tym roku nie jest ono odczuwalne dla najlepiej zarabiających pracowników).
- Dane z rynku pracy sugerują, że wzrost jednostkowych kosztów pracy może się utrzymać w kolejnych kwartałach, stanowiąc jeden z ważniejszych czynników ryzyka dla inflacji.



... tymczasem inflacja pozostaje niska

- Sierpniowe dane o inflacji były pozytywną niespodzianką. Wzrost cen konsumpcyjnych spowolnił do zaledwie 1,5% r/r wobec 2,3% r/r w lipcu. W dużym stopniu odpowiedzialny był za to spadek cen usług internetowych oraz obniżki cen sprzętu RTV/AGD (opłaty związane z łącznością oraz rekreacją i kulturą obniżyły się o ok. 2%), chociaż znaczenie miały również niskie ceny żywności i paliw.
- W ślad za główną miarą inflacji, spadły również wskaźniki inflacji bazowej. Inflacja netto (po wyłączeniu cen żywności i cen paliw) wyniosła w sierpniu 1,2% r/r wobec 1,5% w lipcu.
- Dynamika cen produkcji przemysłowej przyspieszyła w sierpniu do 1,7% r/r. Wzrost cen w większości działów produkcji sugeruje, że firmy próbują przełożyć rosnącą presję kosztową na ceny, chociaż silna konkurencja hamuje tempo podwyżek.
- Zaskakująca skala spadku CPI w sierpniu skłania do zastanowienia nad ścieżką inflacji na kolejne miesiące. Wpływ promocyjnych obniżek cen usług internetowych na CPI będzie przejściowy, jednak zanim ustąpi ścieżka inflacji będzie zapewne przebiegać nieco niżej niż wcześniej prognozowano. W dłuższym horyzoncie, zarówno opłaty za internet, jak i m.in. ceny sprzętu elektronicznego powinny stopniowo się obniżyć.
- Wg Ministerstwa Finansów we wrześniu indeks CPI wzrósł o 0,5% m/m i 2,0% r/r. Jest to dość wysoki szacunek, ponieważ nasza prognoza wskazuje na przyspieszenie dynamiki cen do zaledwie 1,8% r/r. Można przypuszczać, że tak znaczny wzrost cen wynika m.in. z założenia znacznych podwyżek na rynku żywności. Warto przypomnieć, że w ostatnich kilku miesiącach trafność prognoz inflacyjnych MF wyraźnie się pogorszyła.
- Wciąż oczekujemy, że inflacja będzie bliska celowi inflacyjnemu na koniec roku, a inflacja netto pozostanie poniżej 2% do końca roku (możliwe, że nawet poniżej 1,5%).

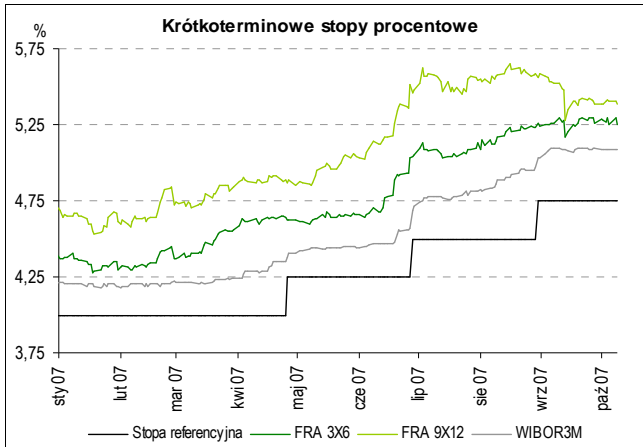


Dynamika kredytów nadal przyspiesza

- Wzrost podaży pieniądza ogółem (M3) utrzymał się w sierpniu na wysokim poziomie 15,6% r/r. W tym samym tempie rosły depozyty ogółem oraz gotówka w obiegu.
- Nadal przyspiesza dynamika akcji kredytowej. Kredyty dla gospodarstw domowych zwiększyły się w sierpniu o prawie 41% r/r, a kredyty dla przedsiębiorstw wzrosły o ok. 23% r/r. To najszybszy wzrost zadłużenia w polskim sektorze bankowym od końca lat 90. (szczególnie jeśli uwzględnimy różnice w inflacji).
- Utrzymujący się wysoki popyt na kredyty i pożyczki, któremu najwyraźniej nie zaszkodziły dokonane do tej pory podwyżki stóp procentowych w kraju i za granicą, sugeruje, że ekspansja popytu krajowego będzie kontynuowana w najbliższym czasie, podtrzymując dość wysokie tempo rozwoju gospodarki.

Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

Pod lupą: Bank centralny



Wybrane fragmenty komunikatu po wrześniowym posiedzeniu RPP

W sierpniu roczne tempo wzrostu cen konsumpcyjnych w Polsce wyniosło 1,5%. Obniżenie inflacji w III kw. 2007 r., jakkolwiek głębsze, niż wcześniej oczekiwano, ma charakter przejściowy. Rada ocenia, że w IV kw. 2007 r. inflacja znajdzie się w pobliżu celu inflacyjnego, który wynosi 2,5%.

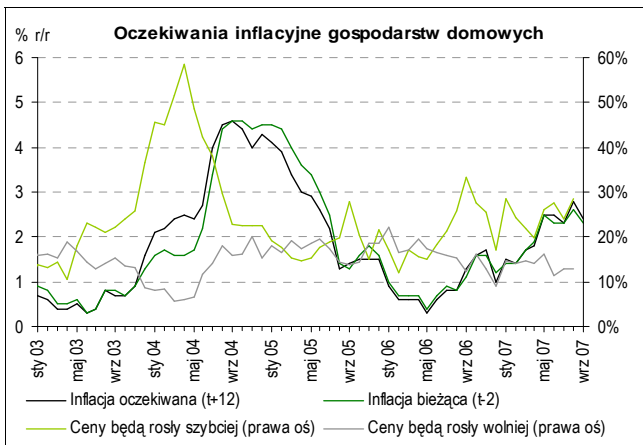
W ocenie Rady, w średnim okresie prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego obniżyło się w pewnym stopniu wskutek dokonanego wcześniej zacieśnienia polityki pieniężnej, choć jest nadal wyższe niż prawdopodobieństwo, że inflacja będzie niższa od celu. Pełniejsza ocena skali ryzyka wzrostu inflacji ponad cel inflacyjny NBP będzie możliwa po analizie danych napływających w nadchodzącym okresie.

Rada będzie bacznie obserwować dynamikę i strukturę wzrostu popytu krajowego, w tym stopień ekspansywności polityki fiskalnej, kształtowanie się bilansu obrotów bieżących, relację pomiędzy tempem wzrostu wynagrodzeń i wydajności pracy, poziom kursu złotego oraz oddziaływanie procesów globalizacyjnych na gospodarkę, a także rozwój sytuacji na międzynarodowych rynkach finansowych.

Wybrane fragmenty Założeń polityki pieniężnej na rok 2008

Zgodnie z praktyką rosnącej liczby banków centralnych, dążąc do bardziej wnikliwej analizy zjawisk gospodarczych, Rada postanowiła ograniczyć od roku 2008 częstotliwość publikacji Raportu o inflacji wraz z projekcją z czterech do trzech razy w roku. Taka częstotliwość projekcji będzie wystarczająca z punktu widzenia średniookresowego charakteru zależności pomiędzy polityką pieniężną a procesami gospodarczymi. Z kolei dodatkowy czas pomiędzy przygotowaniem kolejnych Raportów pozwoli na pogłębienie prowadzonych w NBP badań oraz umożliwi pracę nad doskonaleniem narzędzi analitycznych niezbędnych dla skutecznego prowadzenia polityki pieniężnej. (...) Raporty będą publikowane w lutym, czerwcu i październiku.

Wśród czynników, które będą wpływać na kształt polityki pieniężnej w 2008 r. na pierwszy plan wysuwają się: sytuacja na rynku pracy oraz sytuacja w sektorze finansów publicznych. (...) Pomimo korzystnych perspektyw wzrostu gospodarczego i rosnącej wydajności pracy oczekuje się, że w 2008 r. nastąpi dalszy wzrost jednostkowych kosztów pracy, a w konsekwencji także nasilenie presji inflacyjnej.



Źródło: NBP, Reuters

Przerwa w podwyżkach. Na jak długo?

- Komunikat Rady po wrześniowym posiedzeniu, zakończonym zgodnie z oczekiwaniami brakiem zmian stóp, nie odbiegał znacząco od przewidywań.
- Lista czynników, które wg Rady będą ograniczać inflację w średnim okresie wydłużyła się o „ewentualne spowolnienie wzrostu w gospodarce światowej”. Lista czynników przemawiających za wzrostem inflacji pozostała bez zmian.
- Głębszy niż oczekiwano spadek inflacji w III kw. uznany został przez Radę za zjawisko przejściowe, co sugeruje, że nie ma ono wpływu na perspektywy polityki pieniężnej.
- Rada stwierdziła co prawda, że bilans ryzyk dla inflacji uległ poprawie, ale takie samo stwierdzenie pojawiło się w lipcu, a miesiąc później nastąpiła podwyżka. Sądzymy jednak, że tym razem Rada dłużej wstrzyma się z podwyżką, biorąc pod uwagę, że ważne informacje dotyczące rynku pracy i polityki fiskalnej, czyli kluczowych dla RPP obszarów, dostępne będą dopiero w listopadzie.
- Ostatnie wypowiedzi bankierów centralnych, w tym reprezentujących „jastrzębi” obóz w Radzie, sugerowały, że przerwa w podwyżkach stóp może być dłuższa niż do listopada. Według wypowiedzi Dariusza Filara, wystarczająco silne sygnały przemawiające za kolejną podwyżką stóp mogą się pojawić dopiero na początku przyszłego roku.
- Naszym zdaniem bankierzy centralni chyba za bardzo dali się uspokoić dużo lepszym od oczekiwań wskaźnikom inflacji za sierpień. Biorąc pod uwagę, że kolejne miesiące przyniosą stopniowy wzrost inflacji, choć naszym zdaniem słabszy niż oczekuje np. Ministerstwo Finansów, a przede wszystkim ze względu na utrzymujące się ryzyko dla średnioterminowych perspektyw inflacji ze strony rynku pracy, Rada zdecyduje się na kolejną podwyżkę jeszcze w tym roku.

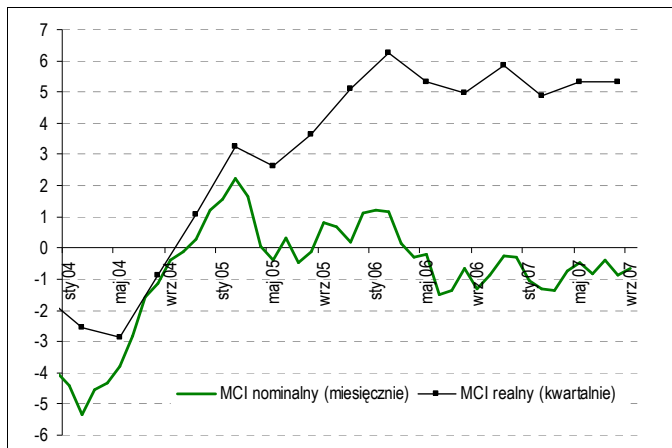
Rzadsze publikacje projekcji inflacji

- Przyjęte przez RPP założenia polityki pieniężnej na rok 2008 nie odbiegają znacząco od założeń na rok 2007 co do sposobu rozumienia celu inflacyjnego i jego realizacji.
- Zmianie ulegnie natomiast częstotliwość publikacji Raportów o inflacji wraz z projekcją, z czterech do trzech w roku: w lutym, czerwcu i październiku.
- Wśród czynników, które mogą wpływać na kształt przyszłorocznej polityki pieniężnej podkreślono znaczenie sytuacji na rynku pracy oraz sytuacji w sektorze finansów publicznych, co zresztą zasygnalizowano już w ostatnich komunikatach RPP i minutes. Spodziewana przez Radę kontynuacja wzrostu jednostkowych kosztów pracy, prowadząca do nasilenia presji inflacyjnej, sugeruje kontynuację podwyżek stóp przez RPP.

Oczekiwania inflacyjne w dół śladem CPI

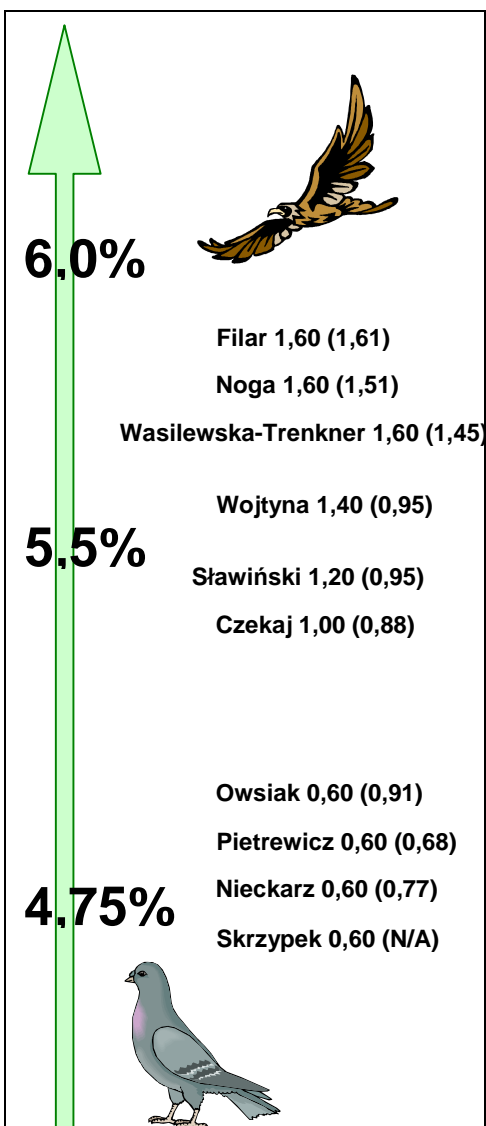
- Po wyraźnym wzroście oczekiwań inflacyjnych w sierpniu, pod wpływem wzrostu inflacji CPI w czerwcu powyżej celu 2,5%, wrzesień przyniósł osłabienie oczekiwań inflacyjnych.
- Nie jest to zaskakujące, biorąc pod uwagę adaptacyjny charakter oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych w Polsce (wbudowany w konstrukcję miary obliczanej przez NBP) oraz spadek inflacji w lipcu.
- Mając na uwadze dalszy spadek inflacji w sierpniu, należy się spodziewać, że miara oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych ulegnie w październiku dalszemu obniżeniu, ale później wraz z prognozowanym wzrostem inflacji również będzie stopniowo wzrastać. Na razie jednak od kilku miesięcy pozostaje bardzo blisko poziomu celu inflacyjnego, co jest idealną sytuacją z punktu widzenia RPP.

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



Wzrost restrykcyjności polityki pieniężnej we wrześniu

- Restrykcyjność polityki pieniężnej, mierzona nominalnym indeksem MCI (obliczane przez nas indeksy MCI opisane zostały szczegółowo w poprzedniej edycji MAKROskopu), uległa we wrześniu zwiększeniu.
- Stało się tak zarówno za sprawą wzrostu krótkoterminowych stóp procentowych (względem długookresowego trendu), co było efektem podwyżki oficjalnych stóp na posiedzeniu RPP pod koniec sierpnia, jak również w rezultacie umocnienia się kursu złotego wobec euro, nie tylko w ujęciu bezwzględnym, ale również względem długookresowego trendu.
- Realny indeks MCI dla całego III kw. pokazał natomiast brak zmian restrykcyjności polityki pieniężnej względem II kw. Wzrost realnych stóp procentowych został bowiem zrekompenzowany osłabieniem REER.



Uwaga: Kierunek strzałki wskazuje oczekiwany przez nas kierunek zmian stop procentowych w ciągu najbliższych 12 miesięcy. Wartości w procentach odzwierciedlają nasze **subiektywne** przekonanie o tym, jaki jest preferowany poziom stopy referencyjnej za 12 miesięcy wg poszczególnych członków Rady.

Kto jest kim w RPP?

Polska Rada Polityki Pieniężnej, podobnie jak kolektywne organy odpowiedzialne za politykę pieniężną w innych krajach, składa się z członków o różnych poglądach i opiniach na temat gospodarki i roli banku centralnego. Zazwyczaj w tego typu organach wyróżnia się trzy grupy: „jastrzębie” i „gołębie”, a pomiędzy nimi sytuują się umiarkowani bankierzy centralni. „Jastrzębie” są wyraźnie bardziej skłonni od „gołębi” do prowadzenia restrykcyjnej polityki.

Począwszy od tej edycji MAKROskopu, będziemy publikować miarę restrykcyjności poszczególnych członków RPP, co powinno być pomocne w ocenie, prowadzonej regularnie co miesiąc, kto jest kim w Radzie i jakie zmiany parametrów polityki pieniężnej są prawdopodobne w przyszłości. Pozwoli to m.in. zobrazować zmianę środka ciężkości w Radzie po zmianie prezesa NBP. Nasza miara jest oparta o metodologię zaproponowaną przez Timothy'ego Edmonsa w artykule *The Monetary Policy Committee: theory and performance*, Research Paper 99/17, February, House of Commons Library.

Za głosowanie zgodne z poglądem większości przyznawany jest 1 punkt. Za głosowanie za bardziej jastrzębią decyzją niż pogląd większości przyznawane są 2 punkty. Natomiast za głosowanie za mniej jastrzębią decyzją niż pogląd większości przyznawane jest 0 punktów. Stąd, jastrzębie uzyskują kilka „dwójek”, a gołębie kilka „zer”. Średnia punktów za wszystkie głosowania to wartość indeksu dla danego bankiera centralnego. W zależności od wartości indeksu poszczególni członkowie Rady zajmują różne miejsca na osi restrykcyjności. Liczby bezpośrednio przy nazwisku danego członka to wartości indeksu dla 2007 roku (od początku kadencji prezesa Skrzypka), a liczby w nawiasach to wartości indeksu dla lat 2004-2006 (okresu, gdy obecni członkowie Rady współpracowali z poprzednim szefem NBP). Niemniej, wartości indeksu nie są jedynym czynnikiem, decydującym o pozycji danego bankiera centralnego na osi restrykcyjności. Bierzymy również pod uwagę najbardziej aktualne wypowiedzi członków Rady, które nie zdały jeszcze znaleźć odzwierciedlenia w głosowaniach, a naszym zdaniem mogą zmieniać relatywną ocenę restrykcyjności danego bankiera centralnego.

Zmiana prezesa zmienia środek ciężkości w Radzie

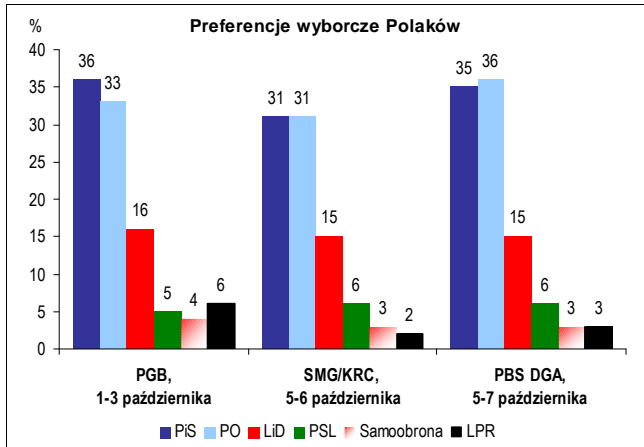
Sławomir Skrzypek, który na początku 2007 r. zastąpił na fotelu prezesa NBP Leszka Balcerowicza, radykalnego „jastrzębia”, okazał się być – sądząc po dotychczasowym sposobie głosowania – zdecydowanym „gołębiem”.

RPP jako całość nie stała się jednak bardziej „gołębia”, ponieważ zmiana na stanowisku szefa NBP i zarazem przewodniczącego RPP została zniwelowana przez zmianę relatywnej restrykcyjności innych członków RPP. Najbardziej wyraźna zmiana, uwzględniając wyniki naszych obliczeń, nastąpiła w przypadku Andrzeja Wojtyny, ale Andrzej Sławiński i Jan Czekaj również stali się bardziej „jastrzębi” (mniej „gołębi”) względem Rady jako całości.

Jan Czekaj jęczyciem u wagi

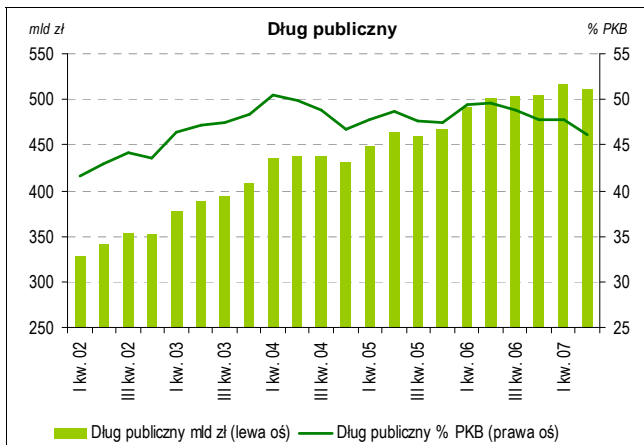
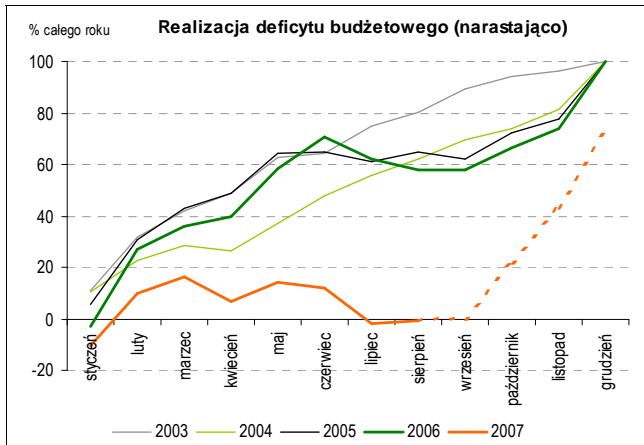
Po zmianach relatywnej restrykcyjności członków RPP, środek ciężkości w Radzie uległ zmianie. Ponieważ Wojtyna i Sławiński, szczególnie ten pierwszy, zbliżyli się do „jastrzębiego” obozu, od początku tego roku o wynikach głosowań przesądza Jan Czekaj. Z wyników głosowań RPP w tym roku wynika, że to właśnie głos Czekaja przesądził o braku podwyżki w marcu, a następnie o podwyżkach po 25pb w kwietniu i czerwcu. Przewidywany przez nas poziom stopy referencyjnej odpowiada więc naszemu przekonaniu o poglądach Czekaja na ten temat.

Pod lupą: Rząd i polityka



Główne parametry budżetu na 2008 r.

	3. wersja	2. wersja	1. wersja
Deficyt (mld zł)	28,6	28,1	30,0
Wydatki (mld zł)	310,4	275,1	271,6
Dochody (mld zł)	281,8	247,0	241,6
Wzrost PKB (%)	5,5	5,5	5,7
Popyt krajowy (%)	7,2	7,2	6,8
Akumulacja brutto (%)	13,9	13,9	13,4
CPI (średnia, %)	2,3	2,3	2,3
Przeciętna płaca brutto (%)	5,9	5,9	6,0
Przeciętne zatrudnienie (%)	2,0	2,0	2,3
USDPLN (średni)	2,77	2,77	2,77
EURPLN (średni)	3,74	3,74	3,74
Deficyt obr. bieżących (% PKB)	5,2	powyżej 5	4,7
Stopa NBP (średnia, %)	5,2	5,2	4,7



Kampania wyborcza na ostatniej prostej

- Na dwa tygodnie przed wyborami parlamentarnymi ich wynik oraz kształt sceny politycznej po ich zakończeniu pozostają dużą niewiadomą.
- Wyniki sondaży wskazują, że najwyższym poparciem nadal cieszą się PO oraz PiS, pozostawiając daleko w tyle pozostałe partie. Jednak dystans pomiędzy nimi oraz pozycja lidera zmienia się w zależności od badania. Warto pamiętać, że wyniki wyborów przed dwoma laty różniły się dość znacznie od wcześniejszych sondaży.
- Rynek finansowy nadal oczekuje na wynik wyborów ze spokojem i nie wydaje się, aby ich rozstrzygnięcie mogło zepsuć nastroje inwestorów w krótkim okresie. Tym bardziej, że może minąć jeszcze wiele tygodni zanim będziemy wiedzieli więcej o nowym rządzie i jego polityce gospodarczej.

Kolejne zmiany w budżecie na 2008 rok

- Mimo nadziei Ministerstwa Finansów, senatorzy nie wnieśli odpowiednich poprawek do ustawy o ulgach pro-rodziny. Chociaż ubytek z tego tytułu szacowano na kilka mld zł, to w dużej części dotyczy on budżetów lokalnych. Budżet centralny stracił mniej. Ponadto, założono wyższe dochody z dywidendy. Stąd deficyt budżetu centralnego zwiększono tylko o 0,5 mld zł. Poziom dochodów i wydatków wzrósł w wyniku uwzględnienia środków z Unii Europejskiej.
- Być może przyszłoroczny budżet ponownie ulegnie zmianom. Przedstawiciele PO zapowiedzieli, w przypadku wygranej w wyborach, autopoprawkę do projektu budżetu lub nowelizację ustawy budżetowej. Miałyby to na celu redukcję deficytu. PO zapowiada też wprowadzenie kotwicy na wydatki zamiast kotwicy na deficyt, co byłoby pozytywne.

Wyniki budżetu nie przestają zaskakiwać

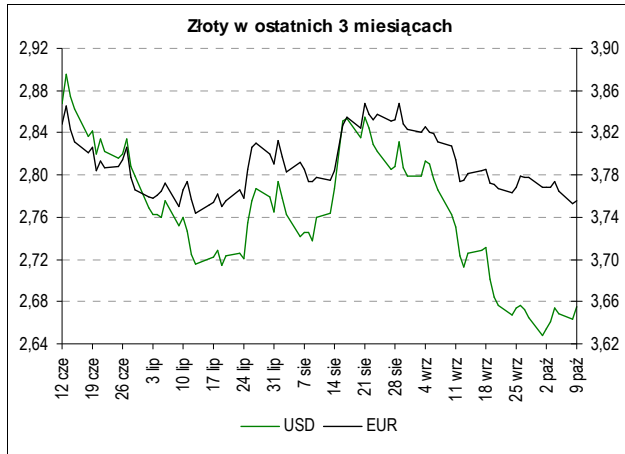
- Wg danych Ministerstwa Finansów, po ośmiu miesiącach tego roku budżet państwa zanotował nadwyżkę 275 mln zł. Wydatki budżetu wyniosły 60,7% kwoty planowanej na cały rok, a dochody wyniosły 68,7% planu rocznego.
- Ostatnie wypowiedzi przedstawicieli MF sugerują, że po wrześniu na rachunku budżetu nadal była nadwyżka, tylko nieznacznie mniejsza (ok. 160 mln zł).
- Zdaniem wiceminister finansów Elżbiety Suchockiej-Roguskiej jest to efekt tego, że kwota niewydatkowanych środków powiększa się, jednak zaległe środki powinny zostać zagospodarowane do końca roku, w związku z czym w ostatnim kwartale nastąpi prawdopodobnie kumulacja wydatków rządowych, a przewidywane wykonanie deficytu w grudniu nadal jest na poziomie ok. 20 mld zł (wobec planu 30 mld zł).

Dług publiczny się stabilizuje

- Rewelacyjne wyniki budżetu to wynik nie tylko opóźnienia części wydatków, ale też bardzo dobrych wyników gospodarki, które przekładają się na wysokie dochody podatkowe.
- W efekcie, od kilku kwartałów udało się wyhamować wzrost zadłużenia całego sektora finansów publicznych. Na koniec czerwca br. dług publiczny wyniósł 511 mld zł, zmniejszając się o ok. 1% w porównaniu z końcem I kwartału.
- Dług publiczny w relacji do PKB zmniejsza się systematycznie od początku 2006 r. ponieważ wraz ze stabilizacją nominalnego poziomu zadłużenia ma miejsce szybki wzrost nominalnego produktu krajowego brutto.
- W czerwcu relacja długu do PKB (bez gwarancji i poręczeń) obniżyła się do 46,1%, najniższego poziomu od 2002 r.

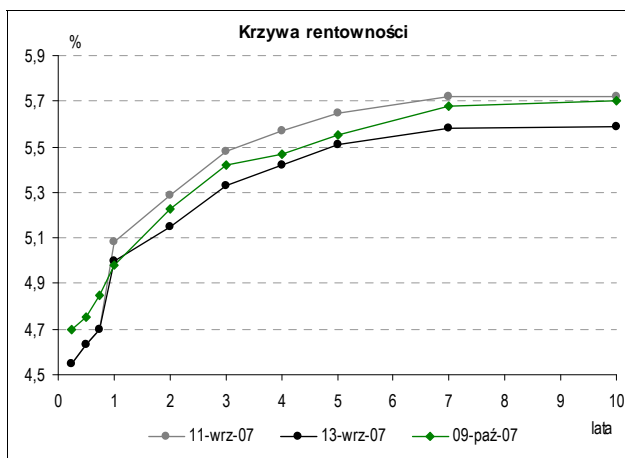
Źródło: Ministerstwo Finansów, ośrodki badania opinii publicznej, szacunki własne

Monitor rynku



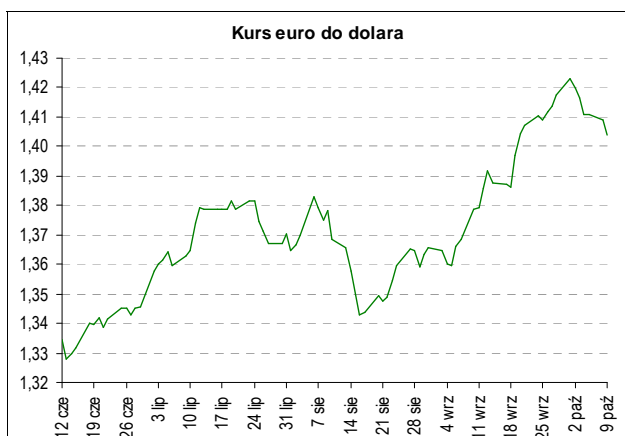
Złoty mocniejszy we wrześniu

- Po sierpniowym osłabieniu złotego spodziewaliśmy się umocnienia we wrześniu i taki scenariusz się zrealizował. Krajowa waluta zyskiwała na wartości zarówno wobec euro jak i dolara, co działo się m.in. za sprawą tracącego na światowych rynkach dolara, w oczekiwaniu na złagodzenie polityki pieniężnej w USA. Fed obniżył stopy silniej niż oczekiwano, co wsparło apetyt na ryzyko, a EURPLN ustabilizował się w przedziale 3,76-3,78. W ostatnich dniach wybił się z tego pasma w dół.
- Naszym zdaniem kurs złotego może ustabilizować się blisko obecnie notowanych poziomów. Uważamy też, że średni kurs do euro i dolara w październiku będzie niższy niż we wrześniu, m.in. za sprawą utrzymującego się względnie niskiej awersji do ryzyka i oczekiwań na dalsze obniżki stóp w USA, choć pewnym zagrożeniem może być możliwe lekkie odreagowanie dolara. Możliwy jest pozytywny wpływ wyników wyborów na złotego.



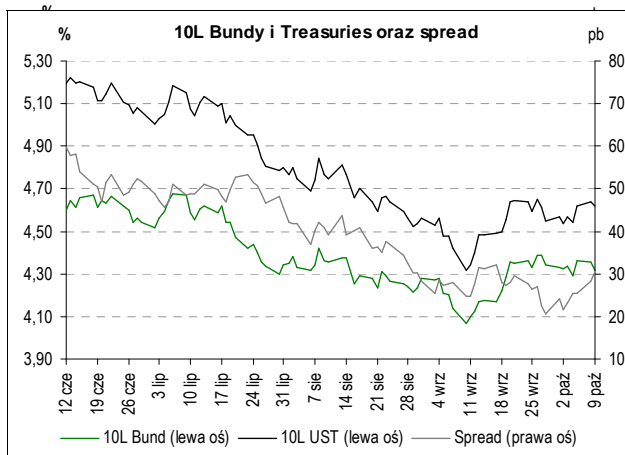
Nieznaczne umocnienie na rynku długu

- Pozytywny efekt niskiej sierpniowej inflacji, który doprowadził do znaczącego spadku stawek na rynku stopy procentowej, jedynie częściowo został zniwelowany przez mocne dane z rynku pracy. Decyzja Fed w sprawie stóp wsparła chwilowo polski rynek, jednak później stawki zaczęły ponownie rosnąć, choć spread wobec rynków bazowych zawężał się. Negatywny wydzźwięk miała ostatnio prognoza inflacji resortu finansów, choć mało „jastrzębie” komentarze członków Rady działały w przeciwnym kierunku.
- Kolejne komentarze członków RPP mogą wspierać rynek obligacji, podobnie jak utrzymująca się wg nas niska inflacja. Również pozytywnie mogą oddziaływać słabe dane z USA oraz strefy euro. Negatywny wpływ będą miały bardzo dobre dane z rynku pracy. Naszym zdaniem do podwyżki dojdzie jednak w listopadzie, a do kolejnych dwóch w przyszłym roku.



Znaczący spadek dolara w reakcji na cięcie stóp Fed

- Po obniżce stóp przez amerykański bank centralny doszło do silnego osłabienia dolara, w związku z oczekiwaniami na dalsze zawężanie się dysparytetu stóp między USA i strefą euro. Kurs EURUSD z dnia na dzień ustanawiał nowe rekordowo wysokie poziomy i po tym jak wzrósł powyżej 1,42 inwestorzy zaczęli realizować zyski. Nastąpiła techniczna korekta i odreagowanie dolara również w związku ze zbliżającym się spotkaniem G7 wobec powtarzających się wypowiedzi o zbyt dużej sile euro. Lepsze od oczekiwań dane z rynku pracy w USA oraz ich korekta za poprzednie miesiące również nieco wsparła dolara.
- Do końca roku spodziewamy się utrzymania dolara na słabych poziomach wobec euro w związku z oczekiwanymi dalszymi obniżkami stóp przez Fed oraz utrzymaniem stóp bez zmian do czerwca przyszłego roku w strefie euro.

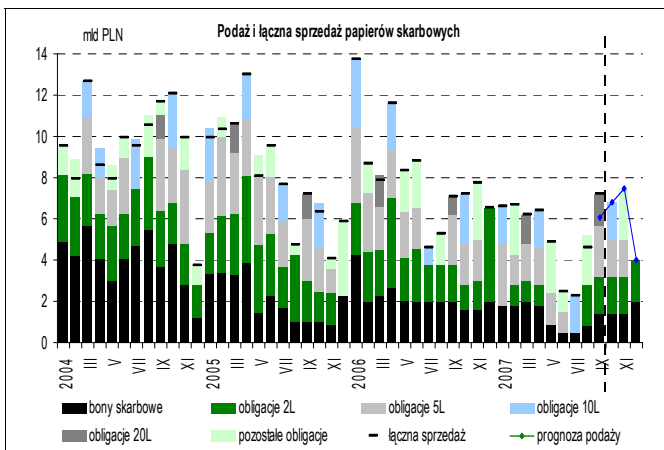
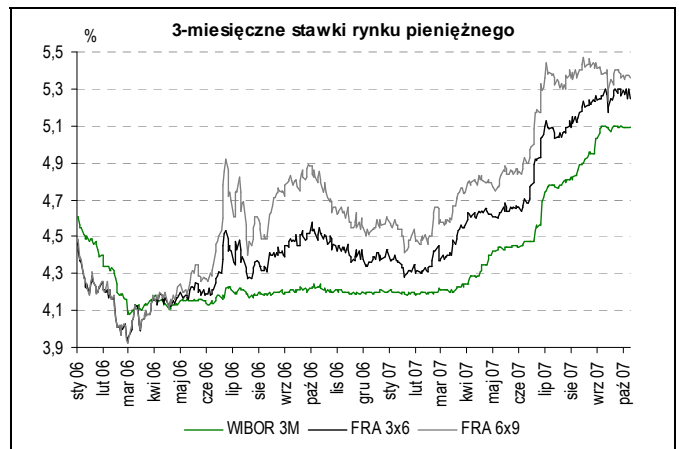
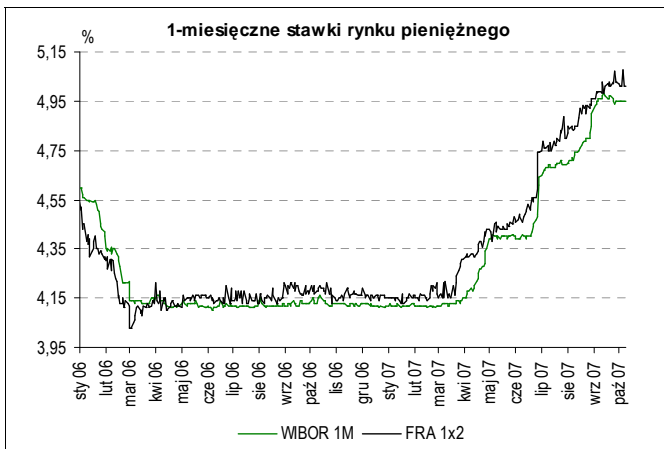
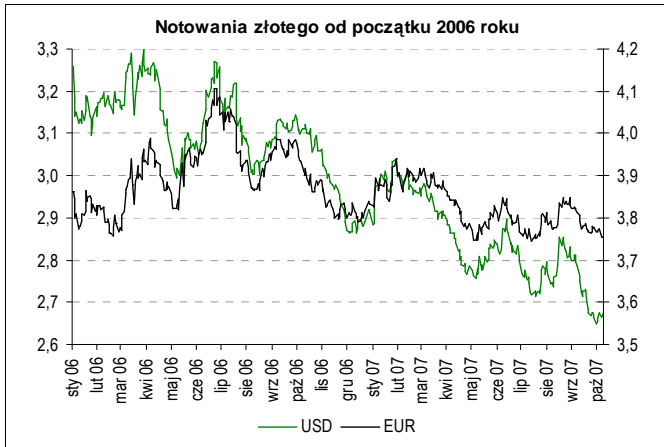


Spore wystromienie krzywej rentowności w USA

- Decyzja Fed o większym cięciu stóp niż oczekiwano doprowadziła do zwiększenia obaw inflacyjnych w USA i znaczącego wystromienia krzywej, za którym podażyły niemieckie Bundy mimo zmniejszenia oczekiwań na dalsze podwyżki stóp. Po lekkim odreagowaniu rentowności ponownie wzrosły w reakcji na lepsze dane z rynku pracy w USA. Rentowności 10-letnich Treasuries wzrosły od połowy września z 4,34% do 4,64%, a 10-letnich Bundów z 4,10% do 4,36%.
- Sądzymy, że Fed jeszcze raz obetnie stopy do końca tego roku, a do kolejnej obniżki stóp dojdzie w I kw. 2008. Sądzymy, że EBC wstrzyma się w tym roku z podwyżkami, a do kolejnej może dojść dopiero w 2008 r. w zależności od rozwoju sytuacji gospodarczej w USA. Rentowności 10-letnie mogą pozostać na podwyższonych poziomach w związku z obawami o inflację oraz w oczekiwaniu na podwyżki stóp po ustabilizowaniu sytuacji w USA.

Źródło: Reuters, BZ WBK

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

OFERTA / SPRZEDAŻ		
Data przetargu	52-tyg.	Suma
06.08.2007	800 / 800	800 / 800
20.08.2007	-	-
razem sierpień	800 / 800	800 / 800
03.09.2007	900 / 900	900 / 900
17.09.2007	500 / 500	500 / 500
razem wrzesień	1 400 / 1 400	1 400 / 1 400
08.10.2007	500 / 500	500 / 500
22.10.2007	500-1 000	500-1 000
razem październik*	1 000 – 1 500	1 000 – 1 500

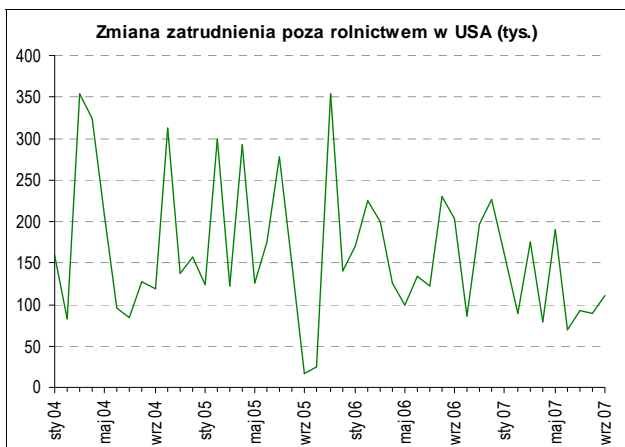
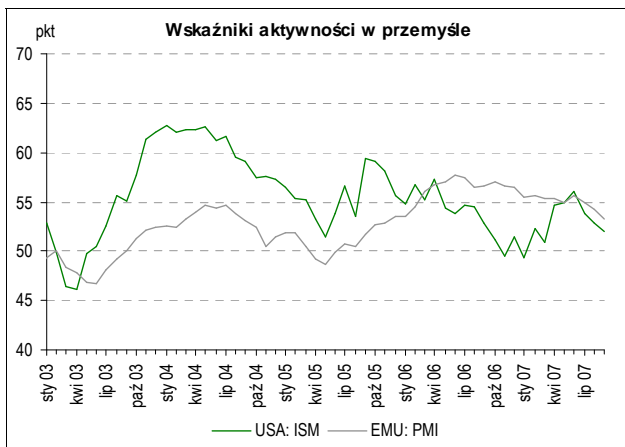
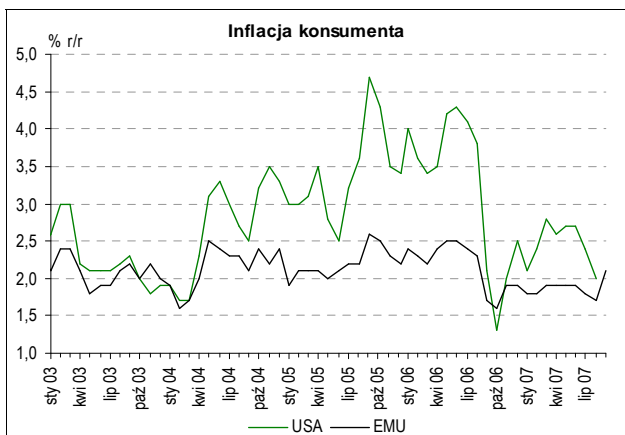
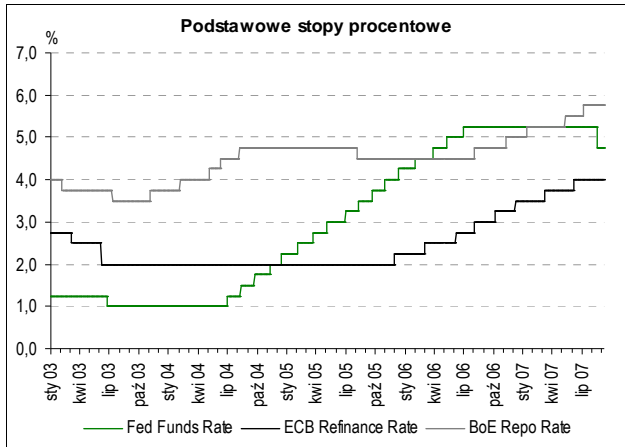
* na podstawie informacji Ministerstwa Finansów

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	1 800	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	1 500
czerwiec	06.06	-	-	-	13.06	WS0437	1 000	1 000	20.06	PS0412	1 000	1 002
lipiec	04.07	-	-	-	11.07	DS1017	1 800	1 800	-	-	-	-
sierpień	01.08	OK0709	2 000	1 400	08.08	WZ0118 IZ0816	2 400 0	2 400 0	-	-	-	-
wrzesień	05.09	OK0709	1 800	1 800	12.09	WS0922	1 500	1 500	19.09	PS0412	2 500	2 500
październik	03.10	OK0709	1 800	1 800	10.10	DS1017	1 800	-	17.10	PS0412	1 500-2 500	-
listopad	07.11	2L	-	-	14.11	10L WIBOR 12L CPI	-	-	21.11	5L	-	-
grudzień	05.12	2L	-	-	-	-	-	-	-	5L	-	-

* razem z przetargiem uzupełniającym

Przegląd międzynarodowy



Źródło: Reuters, EBC, Federal Reserve

Fed śmiało tnie stopy, kolejna pauza EBC

▪ Fed obniżył stopy procentowe aż o 50 pb, tj. w większej skali niż spodziewał się rynek. W komunikacie wyjaśniono, że decyzja została podjęta, aby zapobiec wystąpieniu negatywnych efektów dla realnej sfery gospodarki, które mogłyby się pojawić jako skutek zamieszania na rynkach finansowych, a także by podtrzymać umiarkowane tempo wzrostu gospodarczego. Równocześnie jednak bank odnotował, że pewne ryzyko dla inflacji pozostało.

▪ EBC pozostawił główną stopę procentową na poziomie 4,0% i zrezygnował ze sformułowania, że polityka pieniężna w EMU pozostaje akomodacyjna. Bank podtrzymał opinię, że głównym zmartwieniem pozostaje troska o stabilność cenową, jednak potrzeba więcej danych przed kolejną decyzją o zmianie stóp wobec ryzyka w górę dla inflacji i w dół dla wzrostu gospodarczego. Prezes EBC dodał, że należy podjąć działania, aby pomóc rynkom finansowym w normalnym funkcjonowaniu.

Inflacja blisko strefy komfortu Fed

▪ Opublikowane dane z USA na temat inflacji za sierpień pokazały spadek cen konsumentów o 0,1% m/m wobec oczekiwanego braku zmiany, głównie za sprawą spadku cen ropy. Inflacji bazowa wyniosła 0,2% m/m. Roczne wskaźniki spadły odpowiednio do 2,0% r/r i 2,1% r/r. Bazowy indeks PCE wzrósł we wrześniu 0,1% m/m, a w ujęciu rocznym jego dynamika obniżyła się do 1,8%. Wskaźnik PPI spadł w sierpniu o 1,4% m/m (+2,2% r/r) wobec oczekiwanego spadku o 0,2% m/m, głównie za sprawą cen żywności i energii. Bazowy indeks PPI wzrósł o 0,2% m/m (2,2% r/r) przy oczekiwaniach na poziomie 0,1% m/m.

▪ Inflacja w strefie euro mierzona wskaźnikiem HICP wyniosła w sierpniu 1,7% r/r, natomiast we wrześniu przyspieszyła wg szacunków Eurostatu do 2,1% r/r za sprawą wyższych cen ropy, przekraczając poziom celu EBC po raz pierwszy od 13 miesięcy.

Indeksy aktywności nieco niżej

▪ Z kolei indeks ISM dla amerykańskiego sektora przemysłowego spadł we wrześniu do 52,0 pkt z 52,9 pkt w sierpniu, co było nieco poniżej rynkowych oczekiwań, choć zanotowano też wzrost indeksu zatrudnienia. Z kolei aktywność gospodarcza w Stanach Zjednoczonych w sektorze usług mierzona przy pomocy indeksu ISM wzrosła we wrześniu, choć nieco wolniej niż sierpniu oraz nieco słabiej w porównaniu z oczekiwaniami. Indeks ISM wyniósł 54,8 pkt przy wzroście indeksu zatrudnienia oraz indeksu cen, które zniwelowały negatywny wydzźwięk obniżenia indeksu.

▪ Indeks PMI dla strefy euro dla sektora przemysłowego wyniósł we wrześniu 53,2 pkt (najniższy poziom od 2 lat) wobec 54,3 pkt w poprzednim miesiącu. Indeks PMI dla sektora usług strefy euro spadł we wrześniu nieco mniej niż oczekiwano, do 54,2 pkt z 58 pkt w sierpniu, choć i tak był to największy spadek w ujęciu miesięcznym w ciągu ostatnich 9-u lat (najsilniejszy spadek indeksu dla Niemiec). Wpływ na spadek indeksów miał moment cyklu koniunkturalnego, zacieśnienie warunków na rynkach kredytowych oraz silne euro.

▪ Wg finalnych danych PKB za II kw. w USA wzrósł o 3,8% (wobec 4,0% wg wcześniejszych szacunków i prognozy 3,9%). Rewizja dotyczyła przede wszystkim eksportu netto. Import okazał się wyższy niż oczekiwano.

Znaczna poprawa w danych z amerykańskiego rynku pracy

▪ Dane o zatrudnieniu poza rolnictwem pokazały we wrześniu wzrost o 110 tys. wobec oczekiwanych 100 tys., natomiast dane za poprzednie dwa miesiące zostały zrewidowane w górę, za sierpień ze spadku o 4 tys. na wzrost o 89 tys. oraz w lipcu z 68 tys. do 93 tys. Stopa bezrobocia wzrosła do 4,7% z 4,6%.

▪ To właśnie słabe dane za sierpień oraz rewizje za poprzednie dwa miesiące były argumentem, który umożliwił Fed znaczne cięcie stóp. Lepsze dane poprawiły nastroje.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
8 października POL: Przetarg bonów skarbowych US: Dzień wolny	9 USA: Protokół z posiedzenia FOMC	10 POL: Aukcja obligacji 10-letnich USA: Zapasy hurtowe (VIII)	11 EMU: PKB (II kw.) USA: Ceny w handlu zagranicznym (import) (IX) USA: Bilans handlowy (VIII)	12 POL: Podaż pieniądza (IX) USA: PPI (IX) USA: Sprzedaż detaliczna (IX) USA: Wstępny Michigan (X)
15 POL: CPI (IX) POL: Place i zatrudnienie (IX) POL: Bilans płatniczy (VIII) USA: Indeks NY Fed (X)	16 GER: Indeks ZEW (X) EMU: Finalny HICP (IX) USA: Przepływy kapitałowe netto (VIII) USA: Wykorzystanie mocy produkcyjnej (IX) USA: Produkcja przemysłu (IX)	17 POL: Aukcja obligacji 5-letnich USA: CPI (IX) USA: Sprzedaż domów (IX)	18 POL: Produkcja przemysłowa (IX) POL: Ceny produkcji (IX) USA: Indeks Philadelphia Fed (X) USA: Liczba nowych bezrobotnych	19
22 POL: Przetarg bonów skarbowych POL: Inflacja bazowa (IX)	23 POL: Wskaźniki koniunktury (X) POL: Sprzedaż detaliczna (IX) POL: Bezrobocie (IX)	24 POL: Aukcja zamiany EMU: Wstępny PMI sektor przetwórczy (X) EMU: PMI sektor usług (X) USA: Sprzedaż domów (IX)	25 POL: Minutes RPP (IX) GER: Indeks Ifo (X) USA: Dobra trwałe (X) USA: Liczba nowych bezrobotnych USA: Sprzedaż nowych domów (IX)	26 EMU: Podaż pieniądza M3 (X) USA: Finalny Michigan (X)
29	30 POL: Spotkanie RPP USA: Wskaźnik zaufania konsumentów (X)	31 POL: Spotkanie RPP – decyzja JP: Decyzja Banku Japonii EMU: Wskaźnik nastrojów (X) EMU: Wstępny HICP (X) USA: Bazowy PCE (III kw.) USA: Wstępny PKB (III kw.) USA: Deflator PKB (III kw.) USA: Raport ADP (X) USA: Chicago PMI (X) USA: Spotkanie Fed- decyzja (X)	1 listopada POL: Dzień Wszystkich Świętych USA: Bazowy PCE (IX) USA: Liczba nowych bezrobotnych USA: ISM sektor przetwórczy (IX) USA: Sprzedaż domów w toku (IX)	2 EMU: PMI sektor przetwórczy (X) USA: Zatrudnienie poza rolnictwem (X) USA: Bezrobocie (X) USA: Zamówienia w przemyśle (IX)
5 POL: Przetarg bonów skarbowych USA: ISM sektor usług (X)	6 EMU: PMI sektor usług (X) EMU: Sprzedaż detaliczna (IX)	7 POL: Aukcja obligacji 2-letnich USA: Koszty pracy (III kw.) USA: Wydajność pracy (III kw.) USA: Zapasy hurtowe (IX)	8 GB: Spotkanie Banku Anglii - decyzja (XI) EMU: Spotkanie EBC- decyzja (XI) USA: Liczba nowych bezrobotnych	9 USA: Ceny w handlu zagranicznym (import) (X) USA: Bilans handlowy (IX) USA: Wstępny Michigan (XI)

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
Minutes RPP	-	-	-	-	24	21	19	23	20	25	22	13
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	25	25	26	24	24	25	23	-	-
Place brutto, zatrudnienie	16	15	15	17	17	19	16	16	17	15	16	17
Bezrobocie	29	23	23	25	25	26	24	24	25	23	-	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	2	-	30	-	-	29	-	-	28	-	-	-
Bilans płatniczy	16 ^c	12	14	13	18	15	13	13	12	15	13	12
Podaż pieniądza	12	14	14	13	14	14	13	14	14	12	14	14
Bilans NBP	5	7	7	6	7	6	6	7	7	5	7	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 2006 itd., ^d za styczeń, ^e za luty

Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		wrz 06	paź 06	lis 06	gru 06	sty 07	lut 07	mar 07	kwi 07	maj 07	cze 07	lip 07	sie 07	wrze 07	paź 07
Produkcja przemysłowa	% r/r	11,6	14,8	12,0	5,9	15,4	13,0	11,3	12,6	8,1	5,6	10,4	9,0	4,2	9,1
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	14,5	13,3	13,6	13,3	16,5	17,5	19,2	15,1	14,8	16,2	17,1	17,4	14,5	17,2
Stopa bezrobocia	%	15,2	14,9	14,8	14,9	15,1	14,9	14,4	13,7	13,0	12,4	12,2	12,0	11,7	11,5
Place brutto ^{b c}	% r/r	5,1	4,7	3,1	8,5	7,8	6,4	9,1	8,4	8,9	9,3	9,3	10,5	10,6	10,3
Zatrudnienie ^b	% r/r	3,5	3,6	3,8	4,1	3,8	4,3	4,5	4,4	4,4	4,6	4,7	4,8	4,9	4,9
Eksport (w euro) ^d	% r/r	16,9	23,8	21,7	10,2	15,4	13,8	15,0	16,8	9,8	10,7	17,4	13,6	10,3	9,3
Import (w euro) ^d	% r/r	19,9	29,3	22,6	18,2	19,6	12,2	18,5	23,8	12,9	16,6	23,3	18,4	14,3	15,5
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-399	-404	-499	-996	-542	-141	-757	-781	-1030	-786	-1278	-967	-795	-1038
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-25	-906	-993	-1290	-881	-545	-681	-740	-1524	-1343	-1300	-977	-545	-973
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-2,6	-2,8	-3,0	-3,2	-3,4	-3,2	-3,2	-3,2	-3,4	-3,7	-3,8	-3,8	-4,0	-4,0
Deficyt budżetowy (narastająco)	mlrd PLN	-14,5	-16,6	-18,5	-25,1	3,1	-3,0	-4,8	-2,1	-4,3	-3,7	0,6	0,3	0,1	-6,4
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu ^e	57,8	66,3	73,9	100,0	-10,3	10,1	16,1	6,9	14,2	12,3	-2,1	-0,9	-0,4	21,3
Inflacja (CPI)	% r/r	1,6	1,2	1,4	1,4	1,6	1,9	2,5	2,3	2,3	2,6	2,3	1,5	1,8	2,1
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,6	3,2	2,5	2,6	3,1	3,5	3,3	2,2	2,1	1,7	1,5	1,7	1,9	2,4
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	13,4	12,8	14,6	16,0	19,3	18,0	18,0	17,8	16,0	14,7	15,6	15,6	15,0	15,7
Depozyty	% r/r	12,1	11,8	13,4	15,2	18,5	18,3	17,7	18,2	16,4	15,2	15,9	15,6	14,7	14,6
Kredyty	% r/r	19,2	19,5	20,7	23,4	25,0	26,5	26,8	28,4	28,6	29,2	31,4	31,1	30,3	30,0
USD/PLN	PLN	3,12	3,09	2,97	2,88	2,98	2,98	2,94	2,83	2,80	2,84	2,75	2,80	2,73	2,67
EUR/PLN	PLN	3,97	3,90	3,82	3,81	3,88	3,90	3,89	3,82	3,78	3,81	3,77	3,81	3,79	3,76
Stopa interwencyjna ^a	%	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,25	4,25	4,50	4,50	4,75	4,75	4,75
Stopa lombardowa ^a	%	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,75	5,75	6,00	6,00	6,25	6,25	6,25
WIBOR 3M	%	4,21	4,22	4,20	4,20	4,20	4,20	4,22	4,32	4,44	4,52	4,78	4,80	5,09	5,05
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,44	4,35	4,29	4,20	4,14	4,07	4,23	4,36	4,43	4,42	4,70	4,80	5,01	5,00
Rentowność obligacji 2L	%	4,87	4,84	4,65	4,54	4,41	4,46	4,55	4,71	4,70	4,93	5,14	5,23	5,25	5,25
Rentowność obligacji 5L	%	5,31	5,24	5,01	4,91	4,90	4,97	4,98	5,07	5,11	5,40	5,50	5,61	5,60	5,60
Rentowność obligacji 10L	%	5,48	5,39	5,18	5,10	5,16	5,18	5,18	5,27	5,28	5,52	5,60	5,68	5,69	5,70

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

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

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2005	2006	2007	2008	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	983,3	1 060,2	1 155,5	1 248,9	242,4	253,9	261,4	300,1	267,1	279,6	282,8	326,1
PKB	% r/r	3,6	6,2	6,5	5,5	5,5	6,0	6,3	6,6	7,4	6,7	6,1	6,1
Popyt krajowy	% r/r	2,4	7,3	8,0	7,2	5,3	5,4	6,9	8,6	8,6	9,3	7,1	7,2
Spożycie indywidualne	% r/r	2,0	4,8	5,7	5,9	5,4	4,8	5,6	5,1	6,9	5,1	5,4	5,4
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,5	15,6	19,0	14,0	7,6	14,5	19,3	19,3	29,6	22,3	16,0	15,5
Produkcja przemysłowa	% r/r	4,0	12,5	9,6	8,7	12,4	12,1	12,3	10,8	13,0	8,5	7,9	8,9
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,5	11,9	15,2	14,9	9,0	11,8	13,8	12,6	17,4	14,1	14,7	14,4
Stopa bezrobocia ^a	%	17,6	14,9	11,5	8,5	17,8	16,0	15,2	14,9	14,4	12,4	11,7	11,5
Place realne brutto ^c	% r/r	1,2	4,2	6,9	6,0	4,3	3,9	4,1	4,5	5,9	6,5	8,1	7,4
Zatrudnienie ^c	% r/r	1,9	3,2	4,6	4,0	2,6	3,0	3,4	3,8	4,2	4,5	4,8	4,7
Eksport (w euro) ^b	% r/r	17,8	20,4	12,5	13,0	23,4	20,1	19,8	18,8	14,7	12,3	13,6	9,7
Import (w euro) ^b	% r/r	13,4	24,0	17,0	17,3	26,2	22,5	24,0	23,4	16,8	17,5	18,5	15,5
Bilans handlowy ^b	mln EUR	-2 242	-5 536	-10 759	-17 107	-845	-1 199	-1 599	-1 893	-1 440	-2 594	-3 040	-3 685
Rachunek bieżący ^b	mln EUR	-3 866	-8 787	-12 181	-18 529	-1 972	-2 025	-1 602	-3 188	-2 104	-3 610	-2 822	-3 645
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-1,6	-3,2	-4,0	-5,5	-2,0	-2,5	-2,6	-3,2	-3,2	-3,7	-4,0	-4,0
Deficyt budżetowy ^a	mld PLN	-28,6	-25,1	-21,9	-28,0	-9,0	-17,7	-14,5	-25,1	-4,8	-3,7	0,1	-21,9
Deficyt budżetowy	% PKB	-2,9	-2,4	-1,9	-2,2	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2,1	1,0	2,2	2,6	0,6	0,8	1,4	1,3	2,0	2,4	1,9	2,4
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	0,7	1,4	2,7	2,6	0,4	0,8	1,6	1,4	2,5	2,6	1,8	2,7
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	0,7	2,5	2,5	2,8	0,9	3,0	3,6	2,6	3,3	2,0	1,7	3,1
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	13,1	16,0	12,8	11,9	10,9	12,2	13,4	16,0	18,0	14,7	15,0	12,8
Zobowiązania ^a	% r/r	12,6	15,2	10,5	9,9	10,3	11,9	12,1	15,2	17,7	15,2	14,7	10,5
Należności ^a	% r/r	13,3	23,4	29,6	23,1	13,6	16,0	19,2	23,4	26,8	29,2	30,3	29,6
USD/PLN	PLN	3,23	3,10	2,80	2,67	3,19	3,14	3,10	2,98	2,97	2,82	2,76	2,65
EUR/PLN	PLN	4,02	3,90	3,80	3,68	3,83	3,95	3,96	3,85	3,89	3,80	3,79	3,74
Stopa interwencyjna ^a	%	4,50	4,00	5,00	5,50	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,50	4,75	5,00
Stopa lombardowa ^a	%	6,00	5,50	6,50	7,00	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	6,00	6,25	6,50
WIBOR 3M	%	5,29	4,21	4,65	5,56	4,29	4,15	4,20	4,20	4,20	4,42	4,89	5,07
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,92	4,18	4,62	5,40	4,02	4,06	4,37	4,28	4,14	4,40	4,84	5,10
Rentowność obligacji 2L	%	5,04	4,57	4,95	5,40	4,23	4,49	4,89	4,67	4,47	4,78	5,21	5,33
Rentowność obligacji 5L	%	5,25	5,03	5,35	5,70	4,67	5,04	5,36	5,05	4,95	5,19	5,57	5,68
Rentowność obligacji 10L	%	5,24	5,22	5,48	5,90	4,83	5,27	5,55	5,22	5,17	5,36	5,66	5,75

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 09.10.2007 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.

