

### W tym miesiącu:

Gospodarka Polski	2
Rynek nieruchomości	4
Pod lupą: Bank centralny	5
Pod lupą: Rząd i polityka	7
Monitor rynku	8
Przegląd międzynarodowy	10
Kalendarz makroekonomiczny	11
Dane i prognozy ekonomiczne	12

**Maciej Reluga**  
Główny Ekonomista  
022 586 8363

**Piotr Bielski**  
022 586 8333

**Piotr Bujak**  
022 586 8341

**Cezary Chrapek**  
022 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

## Ooops! They did it again

▪ **Stopy w górę raz za razem. Po styczniowej podwyżce Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała zaaplikować kolejną już miesiąc później.** Głównymi argumentami za podwyżką była zapewne styczniowa niespodzianka inflacyjna oraz chęć ograniczenia oczekiwań inflacyjnych w obliczu dalszego szybkiego wzrostu płac. Biorąc pod uwagę spodziewany dalszy wzrost inflacji w lutym, wydaje nam się prawdopodobne, że na posiedzeniu marcowym nastąpi trzecia z rzędu podwyżka stóp. Jednocześnie, mamy nadzieję, że zmniejszenie przez Radę odstępów pomiędzy podwyżkami stóp w tym roku wynika z przekonania, że wcześniejsze ruchy pozwolą ograniczyć łączną skalę zaostrzenia polityki pieniężnej. Ponieważ inflacja utrzyma się na poziomie powyżej 4% prawdopodobnie do jesieni, to istnieje duże ryzyko, że w ciągu roku dojdzie do jeszcze jednej podwyżki stóp procentowych i stopa referencyjna wzrośnie do 6%. Sytuacja na rynku walutowym (zmieniamy prognozy kursu złotego w kierunku większej aprecjacji) oraz dalszy rozwój sytuacji w światowej gospodarce i na rynkach globalnych będą, naszym zdaniem, elementami ograniczającymi skalę zacieśnienia polityki pieniężnej. Ponadto, nie zapominajmy, że Rada zaostrzyła już politykę pieniężną o 150 pb i efekty tych zaczną się dopiero wkrótce ujawniać.

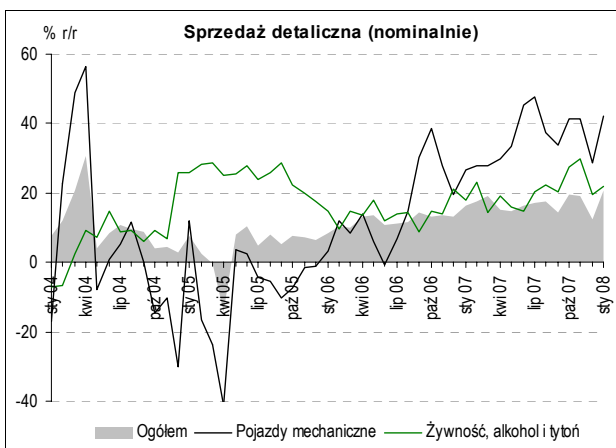
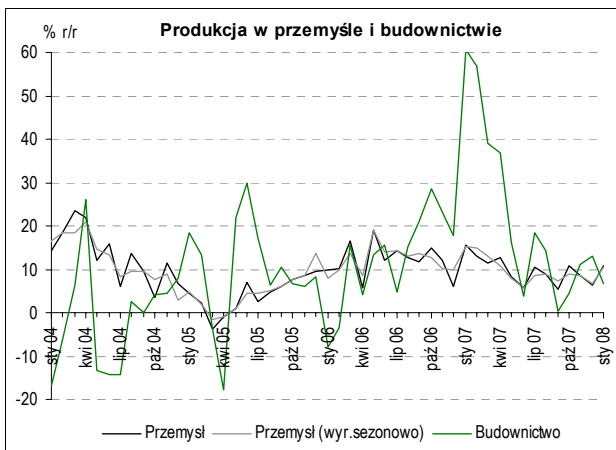
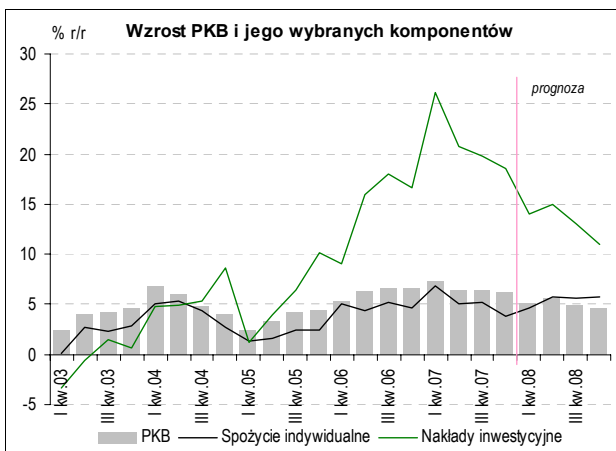
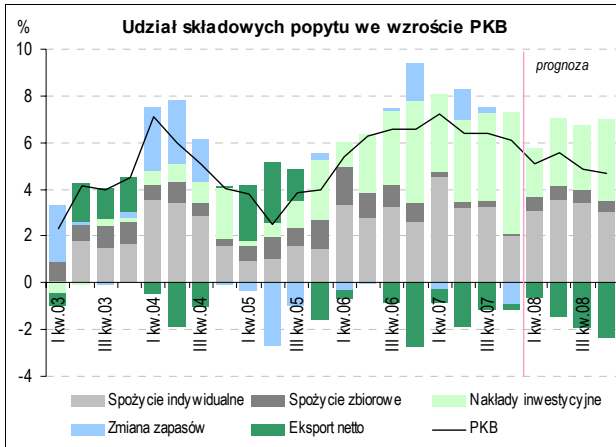
▪ **Rewizji ścieżki inflacji w górę w bieżącym roku towarzyszy zmiana prognozy tempa wzrostu gospodarczego w najbliższych kwartałach.** Po słabszych grudniowych danych pisaliśmy w ubiegłym miesiącu, że zwiększyła się niepewność co do rozwoju sytuacji gospodarczej. Wciąż wydaje nam się, że polska gospodarka pozostaje na ścieżce szybkiego wzrostu, jednak jego tempo będzie niższe w stosunku do wcześniejszych przewidywań na skutek zmiany prognoz wzrostu gospodarczego na świecie. Co prawda prognozy tempa wzrostu PKB podwyższamy nawet nieco w górę na pierwszą połowę roku, jednak w drugiej połowie roku spodziewamy się wzrostu poniżej 5%. Wynika to głównie z obniżenia oczekiwań odnośnie wzrostu eksportu i inwestycji na skutek zmiany prognoz wzrostu PKB w USA i strefie euro (o pół punktu procentowego). Podtrzymujemy jednocześnie prognozę szybkiego wzrostu konsumpcji prywatnej, czemu będzie sprzyjał szybki wzrost płac i zatrudnienia oraz rewaloryzacja świadczeń społecznych i obniżka składki rentowej, co zneutralizuje efekt wyższej inflacji obniżającej realne dochody.

▪ **Zmiana ścieżki inflacji oraz skali oczekiwanych podwyżek stóp procentowych spowodowała znaczący wzrost rentowności, które przekroczyły poziom 6%.** W lutym wzrost rentowności wyniósł ponad 40 pb, a na początku marca ten trend był kontynuowany i w stosunku do poziomów notowanych na koniec stycznia były one wyższe o ok. 60 pb (w przypadku obligacji 10-letnich 45 pb). Co ciekawe, towarzyszyło temu umocnienie złotego – w lutym o ponad 2% wobec euro i ponad 4% wobec dolara. Co prawda na początku marca miała miejsce lekka korekta i choć możliwe jest w ciągu roku chwilowe przebicie poziomu 3,60 wobec euro, to oczekujemy, że na koniec roku złoty wobec euro będzie jeszcze mocniejszy niż dziś.

Na rynku finansowym 29 lutego 2008 r.:					
Stopa depozytowa NBP	4,00	WIBOR 3M	5,94	USDPLN	2,3155
Stopa referencyjna NBP	5,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	6,09	EURPLN	3,5204
Stopa lombardowa NBP	7,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	6,14	EURUSD	1,5204

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.03.2008 r.

## Gospodarka Polski

**Początek roku bardzo dobry, później nieco gorzej**

▪ Dane o PKB w IV kw. były bliskie oczekiwaniom. Co prawda wzrost PKB ogółem wyniósł 6,1% i był wyższy od naszych szacunków na poziomie 5,9%, ale główne składowe popytu krajowego, czyli konsumpcja prywatna i nakłady brutto na środki trwałe, wzrosły dokładnie tak jak szacowaliśmy, o odpowiednio 3,8% i 18,5%. Nieco lepszy od naszych szacunków okazał się udział eksportu netto i to ta kategoria jest odpowiedzialna za trochę wyższy od prognoz wzrost PKB ogółem.

▪ Jak pokazały pierwsze miesięczne dane za rok bieżący (szczegóły poniżej), pierwszy kwartał nie będzie tak zły jak oczekiwano jeszcze parę miesięcy temu. Efekt bazy statystycznej oczywiście zadziała, choć nie w takiej skali jak można było się obawiać i dlatego podwyższamy nieco prognozy wzrostu PKB w pierwszej połowie roku (z 5% w I kw. i 5,4% w II kw.). Jednocześnie jednak przewidujemy, że w kolejnych kwartałach wzrost PKB spowolni do poniżej 5%.

▪ Związane jest to między innymi z pogorszeniem wskaźników gospodarczych zarówno dla USA jak i strefy euro (obniżenie prognozy wzrostu PKB na ten rok o 0,5 pkt proc.). Według naszych szacunków, niższy wzrost światowy wpłynie na obniżenie dynamiki polskiego eksportu (do poziomów jednocyfrowych w II połowie roku), na który dodatkowo negatywnie będzie wpływało umocnienie złotego. Spodziewamy się ponadto obniżenia dynamiki inwestycji.

▪ Utrzymujemy prognozę wzrostu PKB w całym 2008 roku wciąż (nieco) powyżej 5% dzięki utrzymaniu wysokiej dynamiki konsumpcji prywatnej. Choć wyższa średnioroczna inflacja pochłonie część dochodów, to jednak ich wysoka dynamika w ujęciu realnym zostanie podtrzymana przez szybki wzrost płac nominalnych i zatrudnienia. Dodatkowo, dochody są w tym roku podwyższane obniżką składki rentowej i waloryzacją świadczeń.

**Po kiepskim grudniu, bardzo dobry styczeń**

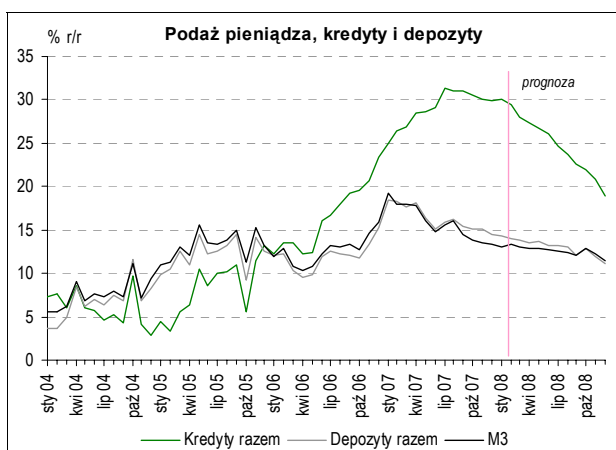
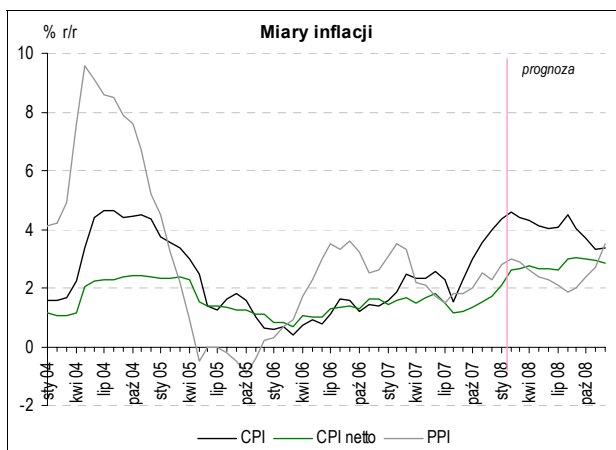
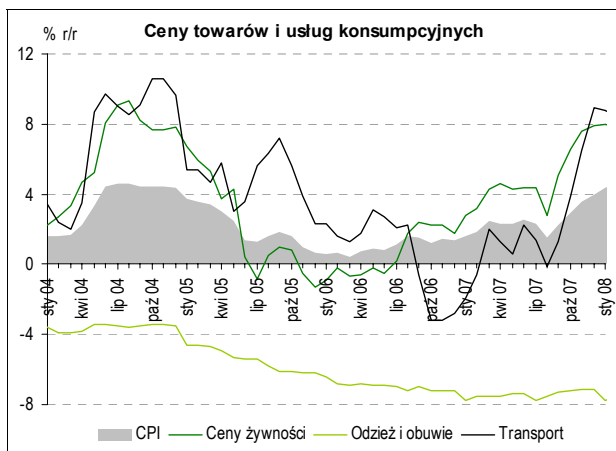
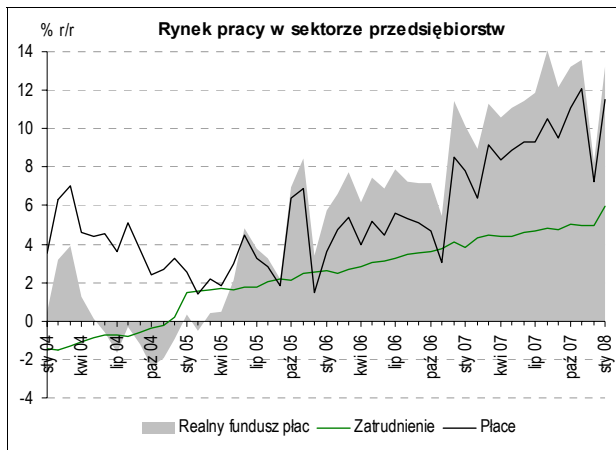
▪ O ile dane makroekonomiczne za grudzień były słabsze od oczekiwań, sugerując początek stopniowego ochłodzenia koniunktury, to dane opublikowane w kolejnym miesiącu pokazały, że polska gospodarka na początku nowego roku utrzymuje szybkie tempo wzrostu.

▪ Roczna dynamika produkcji przemysłowej wzrosła w styczniu o 10,8% wobec prognoz rynkowych na poziomie 6,8% i wzrostu o 6,2% w grudniu. Dynamika produkcji budowlano-montażowej wyniosła 6,8% (konsensus rynkowy 12,1%, grudzień 13%). Sezonowo dostosowany wzrost produkcji przemysłowej wyniósł w ujęciu rocznym 10,6%, a budowlano-montażowej 5,6%.

▪ Przyspieszenie dynamiki produkcji przemysłowej wiązało się głównie ze wzrostem dynamiki produkcji w przetwórstwie przemysłowym do 11,1% r/r. Ten fakt, wraz z informacją o dynamice produkcji wg działów przemysłu (po raz kolejny spore wzrosty w działach o dużym udziale eksportu, np. w produkcji pojazdów samochodowych), sugeruje utrzymywanie się silnej ekspansji sektora eksportowego na początku tego roku. Wydaje się jednak, że tendencja ta nie będzie do utrzymania przez cały rok. W budownictwie mimo dobrych warunków atmosferycznych w styczniu nie udało się w pełni zniwelować efektu bardzo wysokiej bazy z 2007 r. Niemniej, kolejne miesiące powinny wg nas przynieść powrót do dwucyfrowej dynamiki rocznej.

▪ Również sprzedaż detaliczna wzrosła w styczniu mocniej niż oczekiwano, o 20,9% r/r nominalnie i 15,9% r/r realnie. Spadek sprzedaży żywności w grudniu okazał się przejściowy, za to w styczniu pojawił się – zapewne również jednorazowy – mocny wzrost w sprzedaży pojazdów mechanicznych. Ogólnie dane potwierdzają, że popyt konsumpcyjny będzie w tym roku bardzo ważną siłą napędową wzrostu PKB, m.in. za sprawą sytuacji na rynku pracy.

## Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

**Grudniowe spowolnienie jednorazowe również w płacach?**

- Grudniowego spowolnienia tempa wzrostu płac nie należało traktować jako zapowiedzi odwrócenia tendencji na rynku pracy.
- Przeciętne wynagrodzenie wzrosło w styczniu o 11,5% r/r, a zatrudnienie zwiększyło się o 5,9% r/r (nowy rekord wszechczasów). W efekcie, fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw wzrósł nominalnie o 18,1% r/r, a po uwzględnieniu inflacji o 13,3% r/r.
- Trzeba zdawać sobie sprawę, że dynamika zatrudnienia może być nieco zawyżona przez to, że GUS na początku roku zmienia zwykle skład próby przedsiębiorstw, uwzględniając te, które w ciągu roku przekroczyły próg 9 osób zatrudnienia. Niemniej jednak dane zdecydowanie potwierdzają, że nie sposób obecnie mówić o sygnałach osłabienia koniunktury na polskim rynku pracy. Oczekujemy dalszego wyraźnego spadku bezrobocia.

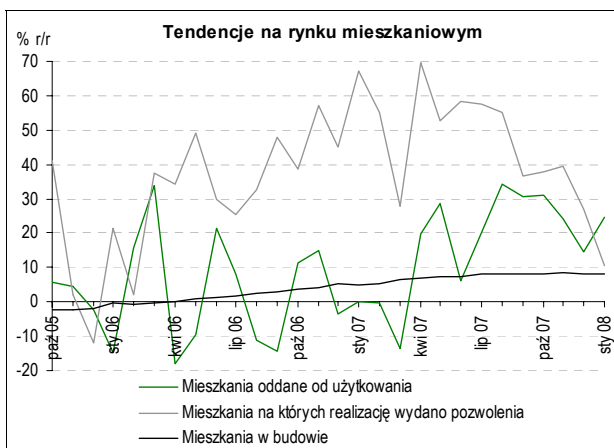
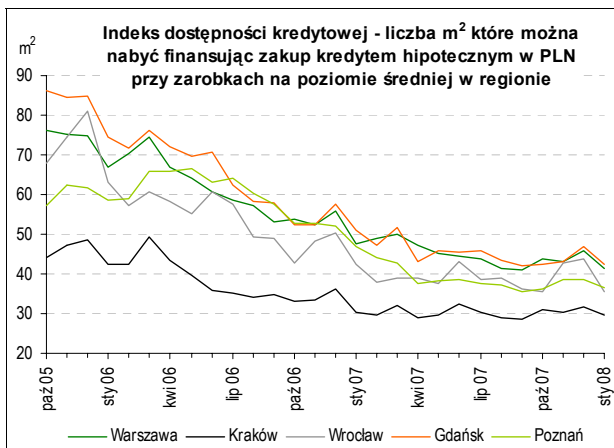
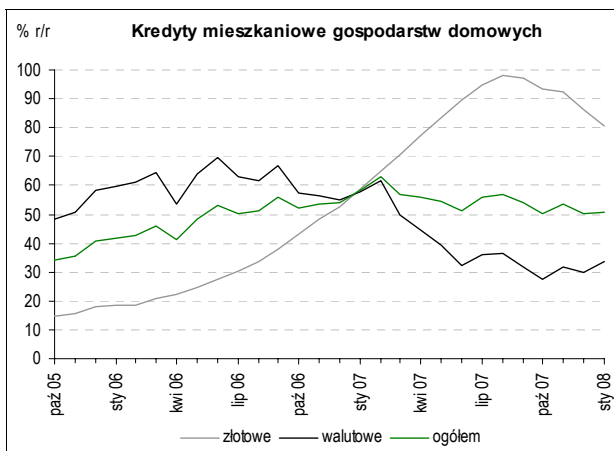
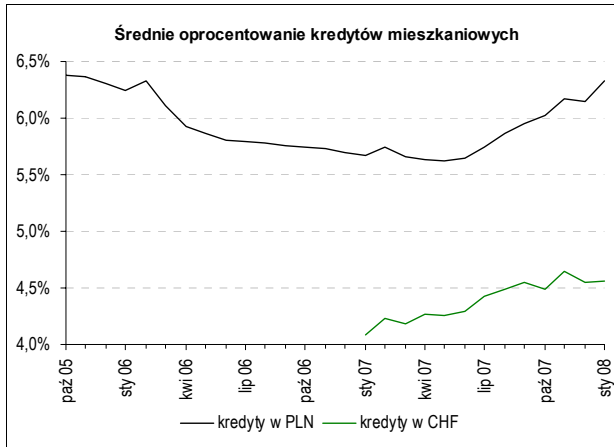
**Duża niespodzianka inflacyjna zmienia ścieżkę na cały rok**

- Wstępne szacunki styczniowej inflacji okazały się wyraźnie wyższe od oczekiwań, pokazując wzrost wskaźnika CPI do 4,3% r/r, wobec 4,0% r/r w grudniu i 3,6% w listopadzie.
- Głównym czynnikiem za to odpowiedzialnym były znaczne podwyżki opłat związanych z eksploatacją mieszkań, które wzrosły o prawie 2% wobec grudnia, i to pomimo faktu, że większość zakładów energetycznych odłożyła podwyżki cen energii elektrycznej na luty. Nieco bardziej niż się spodziewaliśmy wzrosły też ceny żywności (1,2% m/m wobec prognozy 0,9%), niższe od oczekiwań były za to ceny odzieży i obuwniczych (spadek o 3,1% m/m) i transportu (-0,8% m/m).
- W najbliższym czasie kluczowym wydarzeniem dla polskiego rynku finansowego będzie publikacja danych o inflacji za luty. Nasza prognoza wskazuje na dalsze przyspieszenie inflacji (do 4,6%), co jest zgodne z konsensem rynkowym oraz prognozą Ministerstwa Finansów. Prognozy obarczone są niepewnością ze względu na coroczną zmianą koszyka konsumpcyjnego. Wraz z publikacją nowych wag dla komponentów CPI i danymi za luty, GUS poda również zrewidowane dane za styczeń. Ryzyko dla prognozy na luty związane z efektem zmiany koszyka wydaje nam się symetryczne. Zmiana wag oznacza również niepewność dla szacunków inflacji netto. Na razie, przy starych wagach zakładamy, że przy wzroście inflacji CPI do 4,6%, inflacja netto wzrosła do 2,6% z 2,1% w styczniu.
- Wyższy CPI na początku roku oznacza, że jego średni poziom w całym roku wyniesie co najmniej 4%. Co więcej, ze względu na wzrost cen regulowanych (ceny energii w górę w lutym, ceny gazu prawdopodobnie w kwietniu), wyższa od wcześniejszych szacunków będzie również inflacja netto. Niemniej, choć inflacja netto przekroczy w dalszej części roku poziom 3%, to wciąż uważamy, że wskaźnik CPI spadnie wyraźnie w IV kw.

**Co dalej z depozytami i kredytami?**

- Obniżenie prognozy tempa wzrostu gospodarczego ze względu na zawirowania na świecie (głównie na rynku kredytowym), wraz ze zwiększoną skalą oczekiwanych podwyżek stóp procentowych przez RPP powoduje delikatne zmiany jeśli chodzi o prognozy kredytów, których dynamika może nie przekroczyć w tym roku 20%. W styczniu to wciąż było 30% r/r (38% dla gospodarstw domowych i 26% dla firm).
- Z drugiej strony, zawirowania na rynku kapitałowym wraz z podwyższonym oprocentowaniem depozytów stwarzają szansę na wyższy przyrost depozytów w sektorze gospodarstw domowych. Widoczne to było w statystykach podaży pieniądza za ostatnie miesiące. Dynamika depozytów ogólnem utrzymuje się na wysokim poziomie dzięki napływowi pieniędzy pochodzących z umorzeń jednostek funduszy inwestycyjnych.

# Rynek nieruchomości



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

## Drożej w PLN, bez zmian w CHF

- Kontynuacja podwyżek stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej i dyskontowanie przez uczestników rynku pieniężnego dalszych podwyżek przekłada się na wzrost oprocentowania kredytów mieszkaniowych w złotych.
- Jednocześnie, na stabilnym poziomie nieco powyżej 4,5% utrzymuje się oprocentowanie kredytów we frankach.
- Co więcej, perspektywy polityki pieniężnej w Polsce i Szwajcarii wskazują, że różnica pomiędzy oprocentowaniem kredytów mieszkaniowych w złotych oraz we frankach może się dalej powiększać.
- W takiej sytuacji można się spodziewać substytucji kredytów złotych przez kredyty walutowe i w efekcie zmniejszenia wpływu podwyżek stóp przez RPP na popyt na mieszkania finansowany kredytem.

## Efekt substytucji działa

- Efekt substytucji drożejących kredytów złotych kredytami we frankach jest wyraźnie widoczny w statystykach pieniężnych NBP za styczeń.
- Kredyty mieszkaniowe w złotych zwiększyły się w styczniu zaledwie o 927 mln zł wobec średniego miesięcznego przyrostu o przeszło 2 mld zł w 2007 roku.
- Kredyty mieszkaniowe w walutach obcych wzrosły natomiast w pierwszym miesiącu tego roku aż o równowartość 4,8 mld zł, co jest wynikiem dużo lepszym niż średni miesięczny przyrost o 1,2 mld zł w ciągu poprzedniego roku.
- O ile w grudniu udział kredytów mieszkaniowych w walutach obcych w kredytach mieszkaniowych ogółem spadł do 55%, czyli najniższego poziomu od kwietnia 2002 r., to w styczniu bieżącego roku udział ten zwiększył się do 57%.

## Sezonowy spadek indeksu dostępności kredytowej

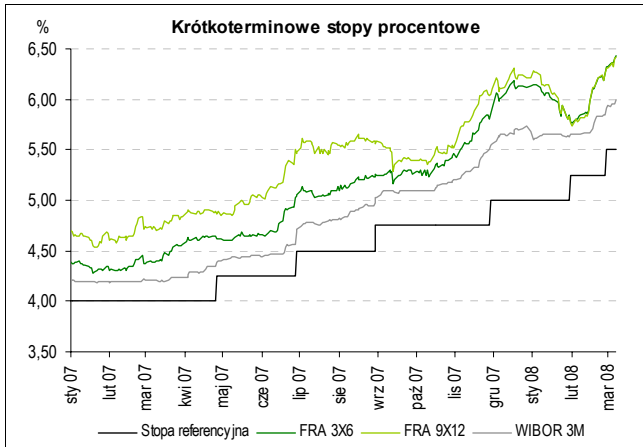
- Informacje z biur nieruchomości wskazują, że na początku tego roku na większości lokalnych rynków nieruchomości nastąpiła stabilizacja cen mieszkań.
- Niemniej, zakładając, że we wszystkich miastach, dla których prowadzimy obliczenia, ceny nie uległy w styczniu zmianie wobec grudnia (oficjalne dane za styczeń z wykorzystywanego przez nas źródła nie są jeszcze dostępne), indeks dostępności kredytowej zanotował spadki, najgłębszy we Wrocławiu.
- Spadek indeksu dostępności kredytowej to efekt wzrostu oprocentowania kredytów złotych (patrz wyżej) oraz sezonowego spadku przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia w styczniu we wszystkich regionach kraju.
- Wzrost płac w dalszej części roku powinien zahamować dalszy spadek indeksu dostępności kredytowej.

## Dostosowanie rynku po stronie podaży

- W styczniu po raz kolejny nastąpiło obniżenie dynamiki liczby mieszkań, na których budowę wydano pozwolenia. Potencjalny popyt związany z zaspokajaniem potrzeb mieszkaniowych pozostaje silny, ale gospodarstwa domowe wstrzymują się z zakupami licząc na dalsze spadki cen po korekcie w II połowie 2007. W efekcie, następuje dostosowanie strony podażowej.
- W pierwszym miesiącu roku wzrosła liczba mieszkań oddawanych do użytkowania, co obrazuje przyrost podaży wynikający z silnego przyrostu nowych projektów mieszkaniowych w latach 2006-2007. Utrzymanie się tej tendencji w kolejnych miesiącach, przy założeniu stabilizacji popytu, powinno działać w kierunku stabilizacji cen.
- Dynamika mieszkań w budowie jest od ponad pół roku stabilna na poziomie ok. 8%.



## Pod lupą: Bank centralny



### Fragmenty komunikatu po lutym posiedzeniu RPP

Dane makroekonomiczne, które napłynęły od ostatniego posiedzenia Rady wskazują na utrzymanie się wysokiego tempa wzrostu gospodarczego w Polsce na początku 2008 r. Utrzymuje się niepewność co do perspektyw wzrostu gospodarki światowej, a w konsekwencji gospodarki polskiej.

Czynnikiem, który doprowadził do wzrostu inflacji, był wzrost dynamiki cen usług związanych z użytkowaniem mieszkania oraz nośników energii. Podobnie jak w wielu innych krajach, do utrzymania podwyższonej inflacji w dużym stopniu przyczyniła się wysoka roczna dynamika cen żywności i paliw. Dodatkowym czynnikiem zwiększającym inflację był wzrost dynamiki cen części usług. Rada ocenia, że w najbliższym okresie inflacja utrzyma się powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego, do czego w znacznym stopniu może przyczynić się również oczekiwany wzrost cen kontrolowanych.

Prawdopodobne jest dalsze narastanie presji płacowej i w konsekwencji presji inflacyjnej. (...) Rodzi to ryzyko utrzymania się oczekiwań inflacyjnych na wysokim poziomie, a w konsekwencji ryzyko wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy.

### Projekcje inflacji (% r/r)

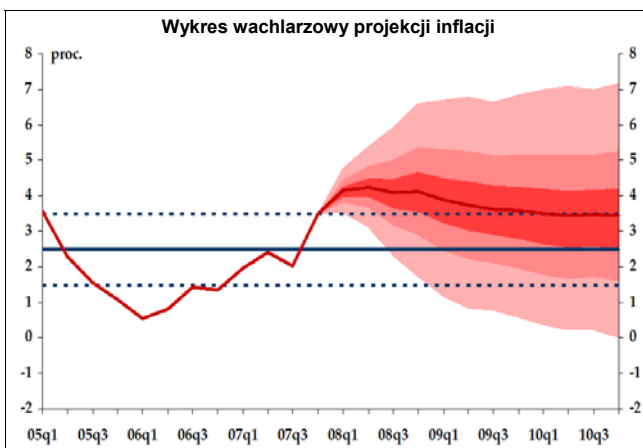
	Sty '07*	Kwi '07*	Lip '07	Paź '07	Lut '08
2008	2,2-4,5	1,6-3,8	2,1-3,8	2,2-3,5	3,6-4,7
2009	2,4-5,2	2,1-4,6	2,1-4,3	2,5-4,6	2,6-4,9
2010	-	-	-	-	2,1-4,8

### Projekcje wzrostu PKB (%)

	Sty '07	Kwi '07	Lip '07	Paź '07	Lut '08
2008	3,6-6,4	4,0-6,3	4,3-6,7	4,4-6,2	4,4-5,8
2009	3,5-6,5	4,0-7,0	4,0-7,2	3,8-6,7	3,5-6,1
2010	-	-	-	-	3,6-6,9

\* dotyczy średniej inflacji w IV kw. danego roku;

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



Źródło: NBP, Reuters

### RPP skracza odstęp między decyzjami

Zaledwie miesiąc po podwyżce styczniowej, Rada Polityki Pieniężnej podniosła stopy procentowe po raz kolejny o 25 pb i w efekcie stopa referencyjna znalazła się na poziomie 5,50%, o 1,5 pkt. proc. powyżej poziomu sprzed roku.

Treść oficjalnego komunikatu oraz wypowiedzi przedstawicieli RPP wskazują, że Rada zdaje sobie sprawę, iż nie ma wpływu na czynniki, które będą utrzymywać inflację na wysokim poziomie w najbliższych miesiącach – podwyżki cen kontrolowanych, ceny żywności i surowców.

Decyzja o kolejnej podwyżce stóp umotywowana była głównie chęcią przeciwdziałania tzw. efektem drugiej rundy, które mogłyby się pojawić w wyniku utrzymywania się „przejściowo podwyższonej inflacji” oraz jednocześnie wysokich oczekiwań inflacyjnych i napiętej sytuacji na rynku pracy. Skrócenie odstępu między podwyżkami do jednego miesiąca sygnalizuje przy tym, że Rada chciała wysłać silniejszy niż dotąd sygnał dla podmiotów gospodarczych. Prawdopodobnie RPP uznała też, że dzięki szybszemu zacieśnieniu polityki pieniężnej ogólna skala potrzebnych podwyżek stóp może okazać się mniejsza.

Biorąc pod uwagę przewidywany dalszy silny wzrost inflacji w lutym oraz prognozowane mocne dane miesięczne nt. aktywności ekonomicznej i rynku pracy, wydaje się bardzo prawdopodobne, że marcu główne stopy procentowe wzrosną po raz trzeci z rzędu.

Co więcej, prawdopodobnie nie będzie to ostatnia podwyżka w tym roku. Ze względu na podwyższenie prognozy inflacji spodziewamy się wzrostu stopy referencyjnej do 6,0% w połowie roku. Dokładny termin podwyżki będzie mocno uzależniony od nowych danych nt. wzrostu cen i aktywności ekonomicznej.

### Wyższa projekcja w krótkim horyzoncie

Nowa projekcja zawarta w *Raporcie o inflacji* pokazała wyraźne podwyższenie ścieżki inflacji w krótkim okresie.

Prognozowane tempo wzrostu CPI jest do połowy 2009 r. o wiele wyższe od oczekiwanego w październikowej projekcji, głównie z powodu podwyżek cen regulowanych. Centralna projekcja inflacji znajduje się powyżej górnej granicy odchyień od celu NBP, a przedział, w jakim inflacja znajdzie się w 2008 r. z prawdopodobieństwem 50%, przesunął się w górę o prawie 1,5 pkt. proc.

W II połowie 2009 r. przewidywana inflacja CPI jest zbliżona do poprzedniej ścieżki z października, a w roku 2010 (który po raz pierwszy pojawił się w projekcji) inflacja obniża się, ale tylko nieznacznie wobec 2009 r.

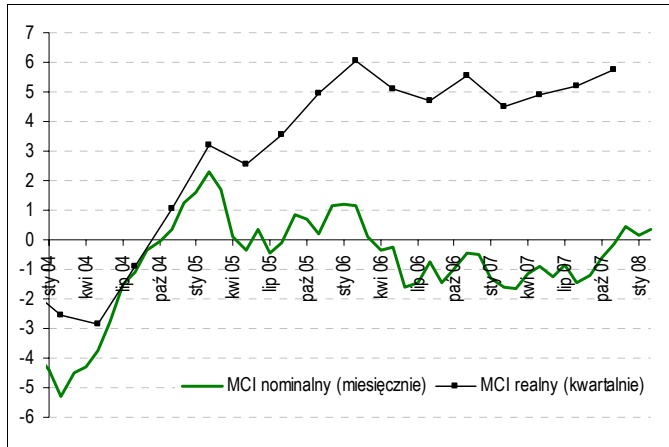
Wg centralnej ścieżki projekcji inflacja bazowa netto rośnie w 2009 r. o 3,8% r/r, jeszcze szybciej niż CPI, a w 2010 spada w mniejszej skali, do 3,6% r/r.

Przewidywane tempo wzrostu PKB w 2008-2009 r. jest nieznacznie niższe od tego z poprzedniego raportu, ale nadal umiarkowanie szybkie, w okolicach 5% r/r.

O ile zdaniem autorów projekcji z NBP w krótkim okresie ryzyko dla projekcji jest symetryczne, to w długim horyzoncie jest asymetryczne w dół m.in. ze względu na sytuację na rynku żywności (możliwy mniejszy wzrost cen) i spowolnienie gospodarcze na świecie.

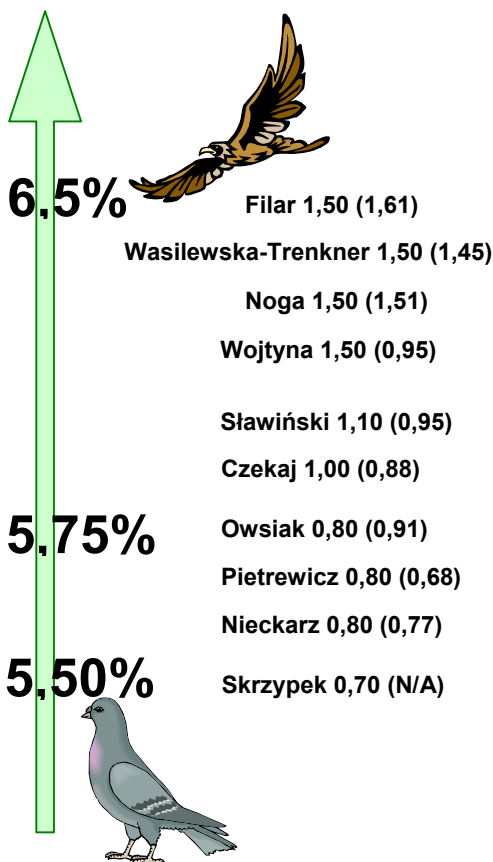
Jeśli chodzi o ryzyko w krótkim terminie, projekcja nie uwzględnia m.in. mocnych podwyżek cen gazu w najbliższych miesiącach, a także nie bierze pod uwagę wyższego punktu startowego. W długim okresie, ważnym czynnikiem powodującym asymetrię ryzyka w dół jest zakładana w modelu NBP nominalna deprecjacja złotego.

## Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



### Polityka pieniężna trochę ostrzejsza

- W lutym nasz miesięczny nominalny indeks MCI wskazywał na lekki wzrost restrykcyjności polityki pieniężnej, za sprawą delikatnego wzrostu stawek rynku pieniężnego WIBOR oraz umocnienia średniego kursu EURPLN. Wprawdzie wzrost nie zrekompensował w pełni spadku z poprzedniego miesiąca, ale biorąc pod uwagę zachowanie kursu złotego i stóp WIBOR w pierwszych dniach marca można się spodziewać dalszego wzrostu indeksu w tym miesiącu.
- Realny indeks MCI zanotował kolejny, trzeci z rzędu kwartał wzrostu w IV kw. 2007. Wynikało to przede wszystkim ze znacznego umocnienia realnego efektywnego kursu złotego pod koniec roku oraz w mniejszym stopniu ze wzrostu realnej stopy procentowej.



Indeks przyjmuje wartości od 0 do 2. Za głosowanie zgodne z poglądem większości przyznawany jest 1 punkt. Za głosowanie za bardziej jastrzębią decyzją niż pogląd większości przyznawane są 2 punkty. Natomiast za głosowanie za mniej jastrzębią decyzją niż pogląd większości przyznawane jest 0 punktów. Średnia punktów za wszystkie głosowania to wartość indeksu dla danego bankiera centralnego.

Liczby bezpośrednio przy nazwisku danego członka to wartości indeksu liczone dla okresu od początku kadencji prezesa Skrzyпка, a liczby w nawiasach to wartości indeksu dla lat 2004-2006.

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

### W grudniu taki sam rozkład głosów jak w październiku

Wyniki głosowań RPP opublikowane w *Raporcie o inflacji* pokazały, że po jednogłośnie podwyżce stóp w listopadzie, w grudniu za kolejną decyzją o podniesieniu oprocentowania głosowała ta sama czwórka członków RPP co w październiku. W sumie, nie wpłynęło to na kolejność uszeregowania członków Rady względem naszego indeksu restrykcyjności. Być może punktacja w grupie „jastrzębi” ulegnie zróżnicowaniu po ogłoszeniu pełnych wyników głosowań w styczniu i w lutym, ponieważ m.in. wypowiedzi Andrzeja Wojtyny wskazywały, że nie popierał on zwiększenia skali podwyżek do 50 pb (a taki wniosek został zgłoszony w styczniu i niewykluczone, że również w lutym). Poza tym, ciekawe jak znaczna była przewaga w RPP zwolenników podwyżek dokonanych w ostatnich dwóch miesiącach.

### Nie słabną głosy o konieczności dalszych podwyżek

Niewątpliwie dokonana skala zacieśnienia polityki pieniężnej nie zaspokoila apetytów największych „jastrzębi” w Radzie. Halina Wasilewska-Trenkner powiedziała, że cykl zaostrzenia polityki pieniężnej nie został jeszcze zakończony i „nie można wykluczyć jeszcze 1-3 podwyżek”, przy czym Rada nie powinna zwiększać skali kroków do 50 pb. Zdaniem Dariusza Filara stopa referencyjna powinna wzrosnąć do 6,0% „w stosunkowo krótkim czasie”, po czym Rada może dać sobie trochę czasu na analizę sytuacji. Z kolei w opinii Mariana Nogi stopa procentowa, która umożliwiłaby sprowadzenie inflacji w okolice celu wynosi 6,2%, chociaż jego zdaniem już po podwyżce w marcu RPP może pozwolić sobie na 3-4 miesiące przerwy w celu obserwacji danych. W sumie, opinie wymienionych członków RPP co do skali niezbędnego zacieśnienia polityki pieniężnej są zbliżone, chociaż nieco różnią się w kwestii tempa dochodzenia do docelowego poziomu. Nadal na miano „pierwszego jastrzębia” zasługuje prof. Filar, m.in. ze względu na to, że jako jedyny wskazywał na konieczność zwiększenia kroków do 50 pb.

### ... chociaż prezes NBP wolałby je uciszyć

Wypowiedzi członków RPP nt. skali koniecznych ich zdaniem podwyżek stóp skrytykował prezes NBP. Odnosząc się do wywiadu z Haliną Wasilewską-Trenkner Sławomir Skrzypek stwierdził, że bardzo nie podoba mu się sposób komunikacji niektórych członków Rady i prezentowanie własnych opinii na temat przyszłej ścieżki stóp procentowych „bo tego typu opinie dotyczące podwyżek nie są właściwe”. Zauważmy jednak, że nie krytykował on w podobny sposób wypowiedzi tych członków RPP, którzy sugerowali mniejszą skalę podwyżek (choć one również dotyczyły przyszłej ścieżki stóp). Przy okazji, Skrzypek powiedział, że rozważa wprowadzenie zapowiedzi ścieżki przyszłych podwyżek w formie „fanchartu”, ale na przygotowanie do tego potrzeba ok. 2 lat.

### Podwyżki w marcu nie wyklucza nawet Pietrewicz

Tymczasem, ostatnie decyzje i wypowiedzi RPP wskazują, że nawet umiarkowani członkowie Rady obecnie wydają się przywiązywać większą wagę do ryzyka wzrostu inflacji, a co więcej są skłonni działać szybciej niż do tej pory. Podwyżki stóp w marcu nie wykluczali nie tylko członkowie o „jastrzębi” nastawieniu, ale też Jan Czekaj, a nawet Mirosław Pietrewicz. W decyzji o następnej podwyżce powinny pomóc, obok wysokiej inflacji, kolejne mocne dane nt. aktywności ekonomicznej w lutym.

## Pod lupą: Rząd i polityka

### Proponowane założenia makroekonomiczne do aktualizacji Programu Konwergencji

	2008	2009	2010
Wzrost PKB, %	5,5 (5,5)	5,0 (5,2)	5,0 (5,0)
Inflacja średniorocznie, %	3,5 (2,4)	2,9 (2,5)	2,5 (2,5)
Saldo general government, % PKB	-2,5 (-3,0)	-2,0 (-2,8)	-1,5 (-2,5)

Uwaga: w nawiasach założenia z poprzedniej aktualizacji Programu Konwergencji z października 2007 r.

### Rating dla długoterminowych zobowiązań w walutach obcych (w nawiasach perspektywa ratingu)

Agencja ratingowa	Polska	Czechy	Słowacja	Węgry
Standard and Poor's	A- (pozytywna)	A (stabilna)	A (pozytywna)	BBB+ (stabilna)
Moody's	A2 (stabilna)	A1 (pozytywna)	A1 (stabilna)	A2 (stabilna)
Fitch Ratings	A- (stabilna)	A+ (stabilna)	A (pozytywna)	BBB+ (stabilna)

### Wkrótce prezentacja aktualizacji programu konwergencji

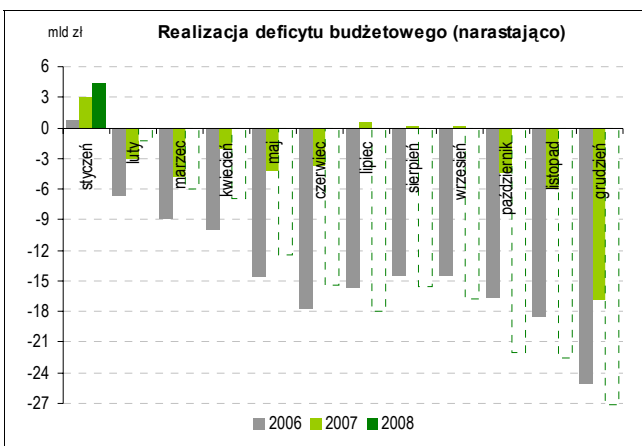
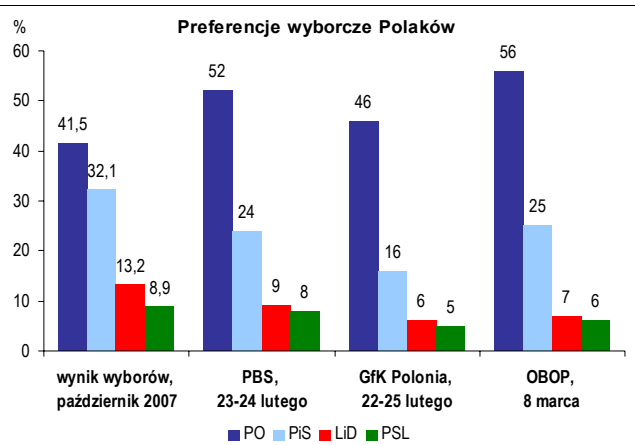
- Ministerstwo Finansów finalizuje prace nad aktualizacją Programu Konwergencji, który ma zostać przesłany do Brukseli do końca marca.
- Nowe założenia makroekonomiczne przygotowane zostały w oparciu o najnowsze dane ze stycznia. Choć można je uznać za dość realistyczne (w świetle naszych nowych prognoz nieco za duży optymizm można ewentualnie przypisać prognozie wzrostu PKB w tym roku), to wiarygodność ścieżki redukcji deficytu jest na razie trudna do określenia ze względu na brak szczegółów co do sposobów realizacji celów fiskalnych, w tym działań po stronie wydatkowej budżetu.
- Na razie wiemy jedynie, że program aktywizacji zawodowej osób po 50. roku życia ma w ciągu 2-3 lat przynieść budżetowi korzyść rzędu 20-30 mld zł, co wydaje się ambitnym celem.

### Poprawa perspektywy ratingu Polski

- Nie oglądając się na dotychczasowy brak działań w sferze fiskalnej, agencja S&P podwyższyła perspektywę ratingu Polski dla długu w walucie obcej do pozytywnej ze stabilnej. Zmiana nastąpiła w związku z poprawą klimatu dla reform pod kierownictwem nowego rządu. Podniesienie ratingu może nastąpić, gdyby ewentualne reformy przyniosły efekty, czego należy spodziewać się bardziej w przyszłym niż tym roku.
- Naszym zdaniem argumenty za dokonaną zmianą są aktualne od wyborów parlamentarnych, co oznacza, że perspektywa ratingu Polski mogła zostać poprawiona już kilka miesięcy temu. Biorąc pod uwagę pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego, inflacji oraz niewiele konkretnych ze strony rządu po 100 dniach urzędowania można uznać, że moment decyzji agencji S&P był niezbyt fortunny.

### Platforma utrzymuje wysokie poparcie społeczne

- Wyniki badań opinii społecznej cały czas dają Platformie Obywatelskiej duży komfort w zakresie proponowania odważnych reform. Lider rządzącej koalicji utrzymuje bardzo dużą przewagę nad pozostałymi ugrupowaniami.
- Warto zwrócić uwagę, że o ile PO nie musi obawiać się ewentualnych przedterminowych wyborów, to jego koalicjant, czyli PSL balansuje na krawędzi progu wyborczego. Taka sytuacja powinna ułatwiać Platformie przekonywanie partnera koalicyjnego do odważnych reform.
- Nie można jednak wykluczyć, że poparcie dla partii politycznych ulegnie zmianie, jeśli rzeczywiście pojawią się propozycje niepopularnych reform. Byłoby tak szczególnie wówczas, gdyby doszło do pogorszenia koniunktury gospodarczej, które staje się coraz bardziej prawdopodobne.



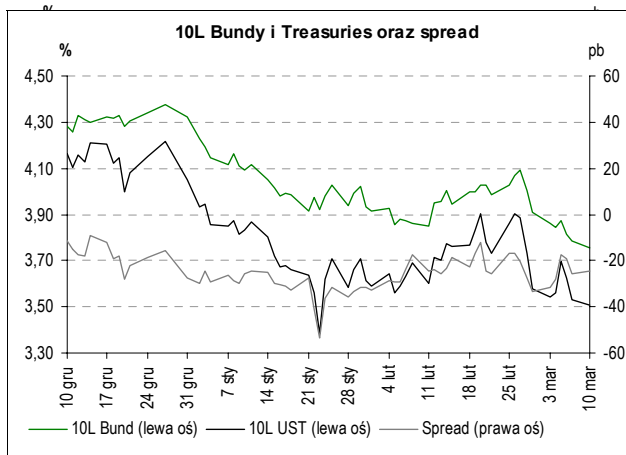
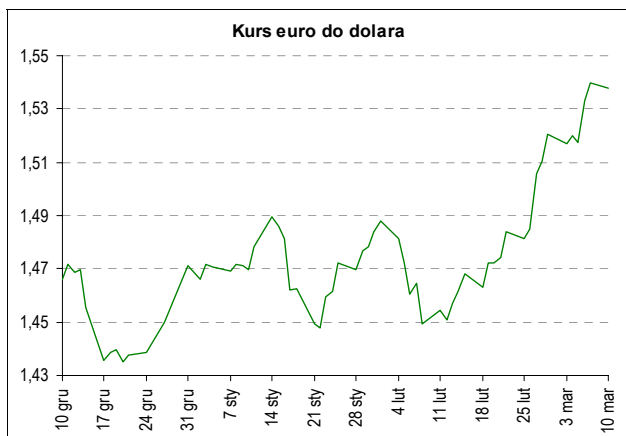
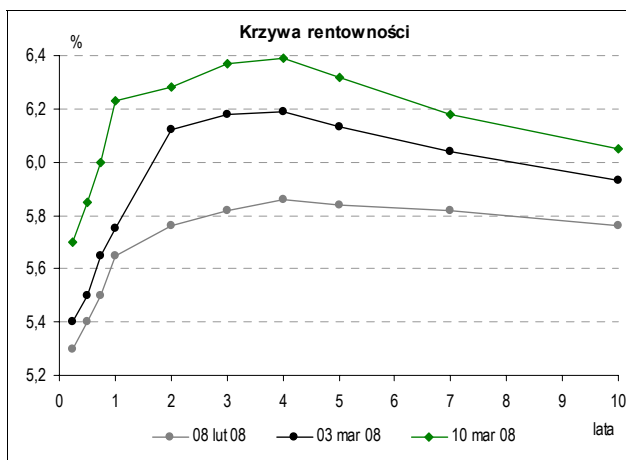
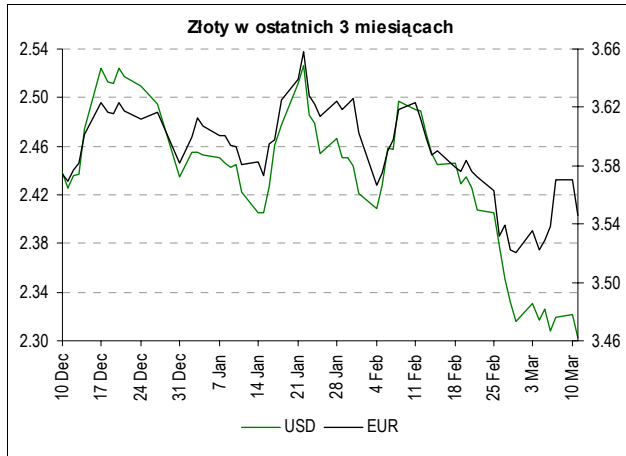
### Realizacja budżetu 2008 na razie bez zgrzytów

- Według harmonogramu realizacji tegorocznego budżetu, przedstawionego przez Ministerstwo Finansów, deficyt budżetu centralnego na koniec lutego br. wyniósł niespełna 1,33 mld zł. Oznacza to, że ścieżka realizacji tegorocznego budżetu pozostaje lepsze niż w ostatnich dwóch latach.
- Ministerstwo zakłada w harmonogramie, że już od marca wynik budżetu będzie gorszy niż w 2007 r., a w II połowie roku będzie gorszy nawet w porównaniu z 2006 r.
- Spodziewane przez nas osłabienie wzrostu PKB w drugim półroczu rzeczywiście może zaszkodzić wynikom budżetu, ale z drugiej strony pozytywnie na dochody będzie wpływać dużo wyższa od wcześniejszych założeń MinFin inflacja (przy okazji warto jednak podkreślić, że wyższa inflacja w tym roku zwiększy skalę waloryzacji wydatków w 2009 r.).

Źródło: Ministerstwo Finansów, ośrodki badawcze, szacunki własne



## Monitor rynku



### Huśtawka nastrojów steruje złotym

Pod koniec lutego doszło do wyraźnego umocnienia złotego wobec głównych walut za sprawą oczekiwanego zacieśnienia polityki pieniężnej przez RPP oraz aprecjacji walut regionu (w tym głównie węgierskiego forinta po zniesieniu parytetu wahań). Kurs EURPLN zbliżył się do poziomu 3,50 wobec euro a kurs USDPLN do 2,30. Jednak w ostatnich dniach doszło do tymczasowej korekty w związku ze wzrostem awersji do ryzyka oraz falą wyprzedzaży aktywów, która nie ominęła regionu i wpłynęła na polskie obligacje i akcje oraz złote. Korekta kursu USDPLN była mniejsza za sprawą silnego wzrostu kursu EURUSD na rynkach międzynarodowych.

Po zmniejszeniu awersji do ryzyka i uspokojeniu sytuacji na rynkach międzynarodowych złoty powinien ponownie się zyskać na wartości szczególnie wobec euro za sprawą silnych fundamentów i oczekiwań na podwyżki stóp procentowych. Umocnienie do dolara może być mniejsze za sprawą możliwego spadku kursu EURUSD.

### Dług pod wpływem awersji do ryzyka i podwyżek stóp

Przez większość lutego trwał trend na osłabienie na rynku obligacji, co było związane z wyższymi od oczekiwań wartościami publikowanych danych, m.in. o CPI, produkcji, płacach, zatrudnieniu i sprzedaży. Dodatkowym czynnikiem, który wpłynął na spadek cen obligacji była decyzja RPP o podwyżce stóp w lutym, a ostatnio osłabienie na rynku zostało pogłębione za sprawą wyprzedzaży ryzykownych aktywów na rynkach międzynarodowych. Rentowności obligacji wzrosły w ciągu miesiąca o 30-55 pb, a krzywa dochodowości wypłaszczyła się.

Przy obecnej napiętej sytuacji rynkowej rynek długu może jedynie nieznacznie stracić po danych o CPI za luty. Publikacja innych istotnych danych z gospodarki może mieć nieco pozytywny wpływ na rynek, choć warto zaznaczyć, że będzie nad nim ciążyła oczekiwana podwyżka stóp już w marcu. Rynek długu powinien jednak odreagować przy wzroście apetytu na ryzyko.

### Rekordowo słaby dolar

Zgodnie z naszymi oczekiwaniami dolar tracił wobec euro przez ostatnie tygodnie, choć skala osłabienia była nieco wyższa niż się spodziewaliśmy. Kurs EURUSD wzrósł do rekordowo wysokiego poziomu powyżej 1,54 z 1,45 w połowie lutego. Główną przyczyną spadku wartości dolara był wzrost obaw o perspektywy amerykańskiej gospodarki (za sprawą słabych danych z amerykańskiej gospodarki) oraz lepsze dane ze strefy euro. Ponadto euro było wsparte przez „jastrzębie” komentarze prezesa EBC, a negatywny wpływ na dolara miały wypowiedzi Bena Bernanke, które wywołały wzrost oczekiwań na głębsze cięcie stóp przez Fed.

Euro będzie wciąż wspierane przez mało „gołębie” nastawienie EBC w kwestii stóp procentowych i dalsze cięcia stóp w USA. Po tymczasowej stabilizacji kursu EURUSD w pobliżu obecnych poziomów w ciągu kolejnych miesięcy powinien spaść poniżej 1,50.

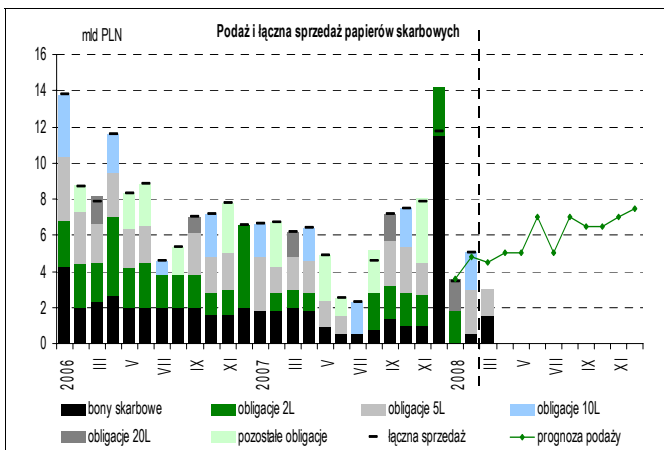
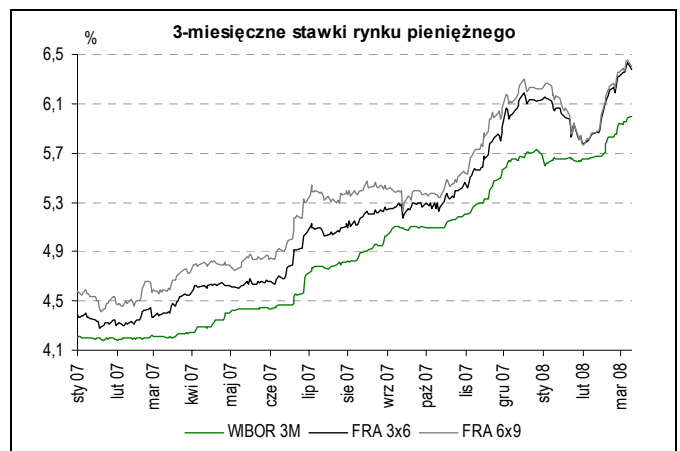
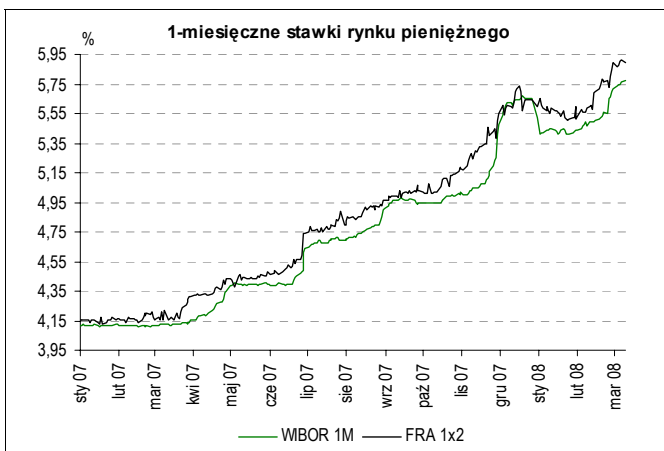
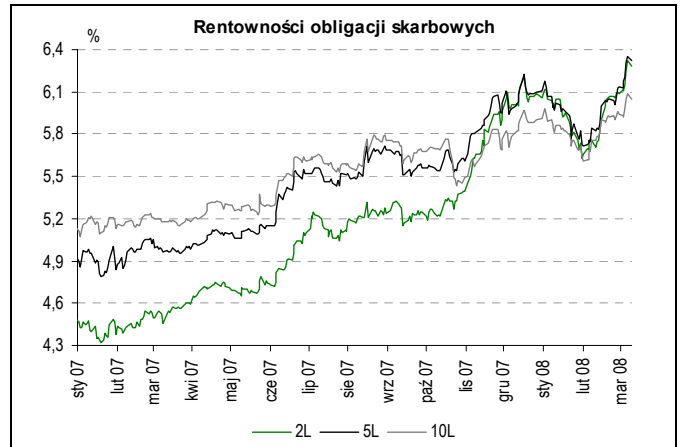
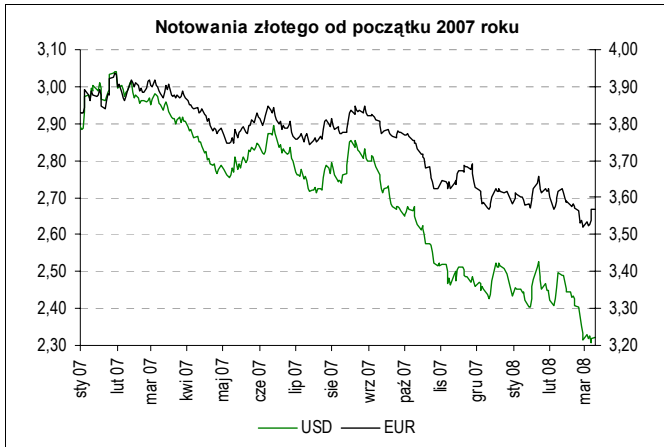
### Napiływ inwestorów na rynek bezpiecznych aktywów

W lutym doszło do osłabienia długoterminowych obligacji na rynkach bazowych przy spadku awersji do ryzyka, wzroście obaw o inflację i nieco lepszych od oczekiwań danych z EMU. Pod koniec lutego słabsze dane z USA i spadki na giełdach przyczyniły się do spadku apetytu na ryzyko i zwiększenia zainteresowania bazowym rynkiem długu, na którym doszło do wyraźnego umocnienia. Do wzrostu awersji do ryzyka przyczyniły się informacje o problemach instytucji finansowych, a także bardzo słabe dane z amerykańskiego rynku pracy. Rentowności 10-letnich Treasuries obniżyły się od połowy lutego z 3,68% do 3,50%, a Bunday z 3,86% do 3,76%.

Spodziewamy się nieco mniejszej skali cięć w USA niż wycenia to rynek, tj. o 50 pb w marcu i dalej o 50 pb w II kw. i naszym zdaniem ruch w dół dla rentowności 10L Treasuries może być ograniczony. Z kolei po ostatnich komentarzach EBC przesunęliśmy oczekiwane obniżki stóp w EMU po 25 pb na III kw. i IV kw.



# Monitor rynku



**Przetargi bonów skarbowych (mln zł)**

OFERTA / SPRZEDAŻ			
Data przetargu	52-tyg.	5 tyg.	Data przetargu
14.01.2008	2 000 / 2 000	-	11.08.2008
11.02.2008	500 / 500	-	08.09.2008
10.03.2008	1 000 / 1 417	500 / 737	22.09.2008
14.04.2008	-	-	13.10.2008
12.05.2008	-	-	27.10.2008
09.06.2008	-	-	17.11.2008
14.07.2008	-	-	18.12.2008

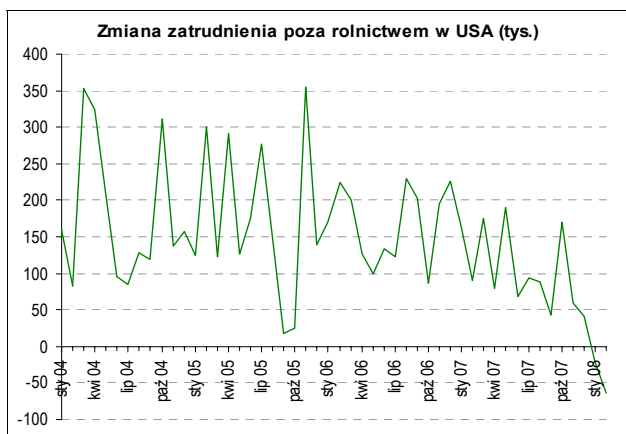
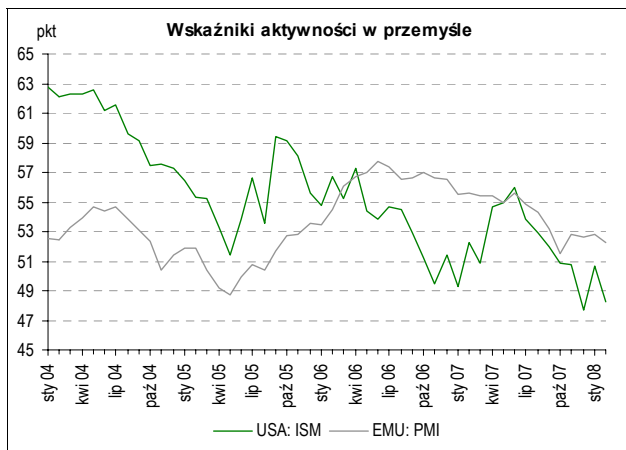
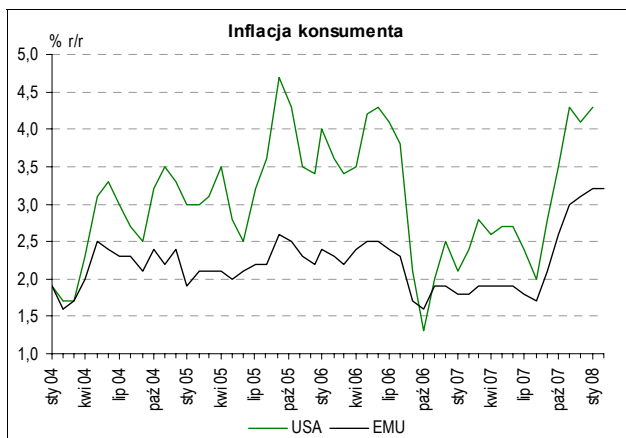
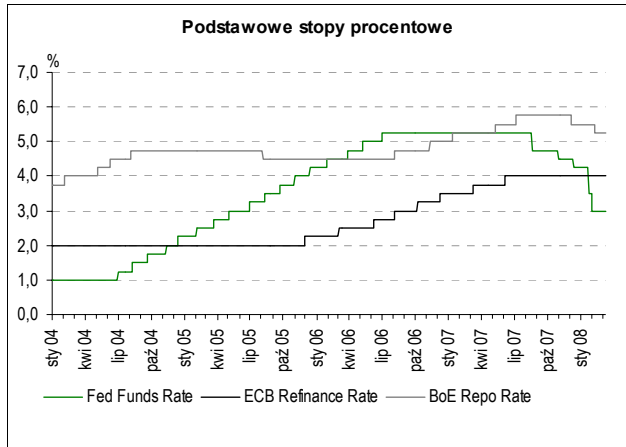
**Przetargi obligacji skarbowych w 2008 r. (mln zł)**

miesiąc	I przetarg				II przetarg				Przetarg zamiany		
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	sprzedaż
styczeń	02.01	OK0710	1 800	1 655	09.01	WS0922	1 800	1 800	16.01	PS0413 / IZ0816 / WS0922	524 / 766 / 431
lut	06.02	PS0413	2 500	2 500	13.02	DS1017	2 000	2 000	20.02	WZ0816 / WZ1118	855 / 914
marzec	05.03	PS0413	1 500	1 500	12.03	WS0437	700	700	19.03	-	-
kwiecień	02.04	2L	-	-	09.04	10L	-	-	-	-	-
maj	07.05	5L	-	-	14.05	20L	-	-	-	-	-
czerwiec	04.06	5L	-	-	11.06	12L CPI   10L zm.	-	-	-	-	-
lipiec	02.07	2L	-	-	09.07	10L	-	-	-	-	-
sierpień	06.08	2L	-	-	13.08	12L CPI   10L zm.	-	-	-	-	-
wrzesień	03.09	5L	-	-	10.09	20L	-	-	-	-	-
październik	01.10	5L	-	-	08.10	10L	-	-	-	-	-
listopad	05.11	5L	-	-	12.11	12L CPI   10L zm.	-	-	-	-	-
grudzień	03.12	2L	-	-	-	-	-	-	-	-	-

\* razem z przetargiem uzupełniającym

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

## Przegląd międzynarodowy



Źródło: Reuters, EBC, Federal Reserve

**Gołębi Fed, jastrzębi EBC**

- Protokół ze styczniowego posiedzenia Fed zawierał prognozę wzrostu PKB na 2008 r., która została obniżona do 1,3-2,0% z poziomu 1,8-2,5% i nie zawierała treści, które mogłyby osłabić nadzieje na kolejną obniżkę o 50 pb w marcu, chociaż w raporcie znalazła się sugestia, że ostatnie mocne obniżki stóp mogą zostać szybko odwrócone, gdy gospodarka zacznie się odbijać od dna. Ostatnie wypowiedzi Bena Bernanke sugerowały zdecydowane działania Fed wspierające wzrost gospodarczy.
- Po tym jak EBC pozostawił w marcu stopy procentowe bez zmian prezes EBC powtórzył, że priorytetem banku jest utrzymanie stabilności cen w średnim okresie i zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych. EBC oczekuje utrzymania wyższej inflacji przez dłuższy okres przy ryzyku dla inflacji w górę i obniżeniu prognozy wzrostu gospodarczego. Mimo to Trichet powiedział, że fundamenty gospodarki europejskiej są solidne.

**Kłopotliwa inflacja**

- Inflacja w USA wyniosła w styczniu 0,4% m/m (oczekiwania 0,3%), a w ujęciu rocznym wzrost cen przyspieszył do 4,3% z 4,1% w grudniu. Inflacja bazowa wyniosła z kolei 0,3% m/m oraz 2,5% r/r, wobec prognoz 0,2% m/m i 2,5% r/r. PPI w USA wzrósł o 1% m/m wobec oczekiwanego wzrostu o 0,4% oraz 7,4% r/r przy wzroście bazowego PPI o 0,4% m/m (oczekiwania: 0,2%) i 2,3% r/r. Bazowy indeks PCE wzrósł o 0,3% m/m (2,2% r/r).
- Według finalnych danych Eurostatu inflacja HICP dla strefy euro utrzymała się w lutym na poziomie ze stycznia, tj. 3,2% r/r.
- Utrzymująca się podwyższona inflacja utrudnia bankom centralnym prowadzenie polityki pieniężnej, a szczególnie EBC. Szczególnie niepokojące dla Fed może być przyspieszenie inflacji bazowej, co może oznaczać przenoszenie się cen energii i żywności na inne kategorie.

**Obniżenie aktywności gospodarczej w USA**

- Indeks ISM dla przemysłu w USA spadł w lutym do najniższego poziomu od kwietnia 2003 r. i wyniósł 48,3 pkt wobec 50,7 pkt w styczniu (konsensus 48,0 pkt), a rynek obawiał się, że wynik może być słabszy od prognoz. Odnotowano m.in. spadek indeksu zatrudnienia do poziomu 46,0 pkt (najniżej od czerwca 2003 r.). Indeks ISM dla usług wzrósł w lutym do poziomu 49,3 pkt z 41,9, wobec oczekiwanego wzrostu do 47,0 pkt. Wskaźniki cen płaconych dla obydwu indeksów utrzymały się na podwyższonym poziomie.
- Indeks PMI dla strefy euro spadł w lutym do poziomu 52,3 pkt zgodnie z wstępnym szacunkiem. Indeks PMI dla usług wzrósł z 50,6 pkt w styczniu do 52,3 pkt w lutym zgodnie z prognozami.
- Wstępny szacunek dynamiki PKB w USA za IV kw. nie został zrewidowany z 0,6% wobec oczekiwań 0,7%. Rewizji w dół uległa konsumpcja prywatna i inwestycje. Gdyby nie lepszy wynik w handlu gospodarka USA doświadczyłaby recesji w obliczu spadku popytu wewnętrznego. Bazowy indeks PCE nie został zrewidowany i wyniósł w IV kw. 2,7%. Wobec obniżenia wskaźników aktywności sądzymy, że amerykańska gospodarka oscyluje na krawędzi recesji.
- Wzrost gospodarczy w EMU wyniósł w IV kw. ub.r. 0,4% kw./kw. oraz 2,2% r/r wobec oczekiwań na poziomie 2,3% r/r.

**Drugi z rzędu miesiąc spadku zatrudnienia w USA**

- Dane z amerykańskiego rynku pracy pokazały spadek zatrudnienia poza rolnictwem w lutym o 63 tys. po spadku o 22 tys. w styczniu, podczas gdy analitycy rynkowi oczekiwali wzrostu o 25 tys. wobec spadku o 17 tys. w styczniu przed rewizją. Ponadto zrewidowano dane z grudnia, ze wzrostu o 82 tys. przed rewizją do połowę mniejszego przyrostu o 41 tys.
- Stopa bezrobocia spadła do 4,8% z 4,9%, wobec oczekiwanego wzrostu do 5%, co wynikało ze spadku zasobu siły roboczej.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>10 marca</b> <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> US: Zapasy hurtowe (I)	<b>11</b> DE: Indeks ZEW (III) US: Bilans handlowy (I)	<b>12</b> <i>PL: Aukcja obligacji 30-letnich</i> EZ: Produkcja przemysłowa (I)	<b>13</b> <i>PL: CPI (I &amp; II)</i> <i>PL: Bilans płatniczy (I)</i> US: Ceny w handlu zagranicznym (II) US: Sprzedaż detaliczna (II)	<b>14</b> <i>PL: Podaż pieniądza (II)</i> EZ: Finalny HICP (II) US: CPI (II) US: Wstępny Michigan (III)
<b>17</b> <i>PL: Płace i zatrudnienie (II)</i> US: Indeks NY Fed (III) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnej (II) US: Produkcja przemysłu (II) US: Raport o przepływach kapitału (I)	<b>18</b> US: PPI (II) US: Rozpoczęcie budowy domów (II) US: Spotkanie Fed – decyzja	<b>19</b> <i>PL: Przetarg zamiany</i> <i>PL: Produkcja przemysłowa (II)</i> <i>PL: PPI (II)</i>	<b>20</b> <i>PL: Minutes RPP (II)</i> EZ: Wstępny PMI sektor przetwórczy (III) EZ: Wstępny PMI sektor usług (III) US: Liczba nowych bezrobotnych US: Indeks Philadelphia Fed (III)	<b>21</b> <i>PL: Inflacja bazowa (I &amp; II)</i> <i>PL: Wskaźniki koniunktury (II)</i> US, DE, GB: Dzień wolny
<b>24</b> <i>POL: Poniedziałek Wielkanocny</i> DE, GB: Dzień wolny US: Sprzedaż domów (II)	<b>25</b> <i>PL: Spotkanie RPP</i> US: Indeks zaufania konsumentów (III)	<b>26</b> <i>PL: Sprzedaż detaliczna (II)</i> <i>PL: Bezrobocie (II)</i> <i>PL: Spotkanie RPP – decyzja</i> DE: Indeks Ifo (III) US: Zamówienia na dobra trwałe (II) US: Sprzedaż nowych domów (II)	<b>27</b> US: Finalny PKB (IV kw.) US: Bazowy PCE (IV kw.) US: Deflator PKB (IV kw.) US: Liczba nowych bezrobotnych	<b>28</b> US: Bazowy PCE (II) US: Finalny Michigan (III)
<b>31</b> <i>PL: Bilans płatniczy (IV kw.)</i> EZ: Podaż pieniądza M3 (II) EZ: Indeks nastrojów (III) EZ: Wstępny HICP (III) US: Chicago PMI (III)	<b>1 kwietnia</b> EZ: PMI - sektor przetwórczy (III) US: ISM - sektor przetwórczy (III)	<b>2</b> <i>PL: Aukcja obligacji 2-letnich</i> EZ: PPI (II) US: Raport ADP (III) US: Zamówienia w przemyśle (II)	<b>3</b> EZ: PMI - sektor usług (III) US: Liczba nowych bezrobotnych US: ISM - sektor usług (III)	<b>4</b> US: Zatrudnienie poza rolnictwem (III) US: Bezrobocie (III)
<b>7</b>	<b>8</b> US: Sprzedaż domów w toku (II) US: Protokół FOMC	<b>9</b> <i>PL: Aukcja obligacji 10-letnich</i> JP: Decyzja w sprawie stóp procentowych EZ: Zrewidowany PKB (IV kw.) US: Zapasy hurtowe (II)	<b>10</b> GB: Spotkanie Banku Anglii - decyzja EZ: Spotkanie EBC- decyzja US: Liczba nowych bezrobotnych	<b>11</b> US: Ceny w handlu zagranicznym (III) US: Wstępny Michigan (IV)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

## Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2008 roku

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

\* dane kwartalne; <sup>a</sup> dane wstępne za styczeń, <sup>b</sup> dane za styczeń i luty, <sup>c</sup> za listopad 2007 itd.

Źródło: GUS, NBP

## Dane i prognozy ekonomiczne

## Wskaźniki miesięczne

		lut 07	mar 07	kwi 07	maj 07	cze 07	lip 07	sie 07	wrze 07	paź 07	lis 07	gru 07	sty 08	lut 08	mar 08
Produkcja przemysłowa	% r/r	13,0	11,3	12,6	8,1	5,6	10,4	8,9	5,4	10,8	8,5	6,4	10,8	9,9	4,9
Sprzedaż detaliczna <sup>c</sup>	% r/r	17,5	19,2	15,1	14,8	16,2	17,1	17,4	14,2	19,4	19,2	12,4	20,9	19,9	20,3
Stopa bezrobocia	%	14,8	14,3	13,6	12,9	12,3	12,1	11,9	11,6	11,3	11,2	11,4	11,7	11,5	11,0
Place brutto <sup>b c</sup>	% r/r	6,4	9,1	8,4	8,9	9,3	9,3	10,5	9,5	11,0	12,0	7,2	11,5	10,9	9,6
Zatrudnienie <sup>b</sup>	% r/r	4,3	4,5	4,4	4,4	4,6	4,7	4,8	4,7	5,0	5,0	4,9	5,9	5,8	5,6
Eksport (w euro) <sup>d</sup>	% r/r	13,8	15,0	17,1	13,1	11,5	19,1	16,0	9,0	15,8	14,6	20,0	20,2	18,6	14,0
Import (w euro) <sup>d</sup>	% r/r	12,2	18,5	24,9	12,7	18,6	22,6	13,0	14,4	17,2	14,5	21,2	23,2	23,7	15,1
Bilans handlowy <sup>d</sup>	mln EUR	-141	-757	-836	-762	-882	-1090	-362	-917	-604	-562	-1294	-905	-578	-966
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	mln EUR	-545	-681	-798	-1274	-1488	-1127	-513	-620	-1289	-120	-1944	-1225	-888	-886
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	% PKB	-3,2	-3,2	-3,2	-3,3	-3,6	-3,7	-3,6	-3,8	-3,8	-3,5	-3,7	-3,9	-3,9	-4,0
Deficyt budżetowy (narastająco)	mln PLN	-3,0	-4,8	-2,1	-4,3	-3,7	0,6	0,3	0,2	-4,4	-6,0	-16,9	4,4	0,0	-4,7
Deficyt budżetowy (narastająco)	% planu <sup>e</sup>	17,9	28,6	12,2	25,2	21,7	-3,6	-1,6	-1,2	26,2	35,5	100,0	-16,4	0,1	17,5
Inflacja (CPI)	% r/r	1,9	2,5	2,3	2,3	2,6	2,3	1,5	2,3	3,0	3,6	4,0	4,3	4,6	4,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,5	3,3	2,2	2,1	1,7	1,5	1,8	1,8	2,0	2,5	2,3	2,8	3,0	2,9
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	18,0	18,0	17,8	16,0	14,7	15,6	16,1	14,4	13,8	13,6	13,4	13,1	13,4	13,1
Depozyty	% r/r	18,3	17,7	18,2	16,4	15,2	15,9	16,3	15,4	15,2	15,1	14,5	14,4	14,1	13,8
Kredyty	% r/r	26,5	26,8	28,4	28,6	29,2	31,4	31,1	31,0	30,6	30,1	30,0	30,1	29,5	28,0
USD/PLN	PLN	2,98	2,94	2,83	2,80	2,84	2,75	2,80	2,73	2,61	2,49	2,47	2,46	2,43	2,36
EUR/PLN	PLN	3,90	3,89	3,82	3,78	3,81	3,77	3,81	3,79	3,71	3,66	3,60	3,61	3,58	3,54
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	4,00	4,00	4,25	4,25	4,50	4,50	4,75	4,75	4,75	5,00	5,00	5,25	5,50	5,75
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	5,50	5,50	5,75	5,75	6,00	6,00	6,25	6,25	6,25	6,50	6,50	6,75	7,00	7,25
WIBOR 3M	%	4,20	4,22	4,32	4,44	4,52	4,78	4,80	5,09	5,13	5,36	5,67	5,64	5,74	5,95
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,07	4,23	4,36	4,43	4,42	4,70	4,80	5,01	5,04	5,30	5,78	5,75	5,66	6,10
Rentowność obligacji 2L	%	4,46	4,55	4,71	4,70	4,93	5,14	5,23	5,25	5,30	5,77	6,06	5,92	5,90	6,25
Rentowność obligacji 5L	%	4,97	4,98	5,07	5,11	5,40	5,50	5,61	5,60	5,59	5,90	6,07	5,94	5,93	6,25
Rentowność obligacji 10L	%	5,18	5,18	5,27	5,28	5,52	5,60	5,68	5,69	5,64	5,70	5,85	5,81	5,82	6,00

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**

		2005	2006	2007	2008	I kw. 07	II kw. 07	III kw. 07	IV kw. 07	I kw. 08	II kw. 08	III kw. 08	IV kw. 08
PKB	mld PLN	983,3	1 060,2	1 162,9	1 271,4	266,7	280,2	286,8	329,2	293,4	308,2	313,4	356,4
PKB	% r/r	3,6	6,2	6,5	5,1	7,2	6,4	6,4	6,1	5,3	5,6	4,9	4,7
Popyt krajowy	% r/r	2,4	7,3	7,3	6,6	7,7	8,2	7,4	6,2	5,9	6,9	6,6	6,9
Spożycie indywidualne	% r/r	2,0	4,9	5,2	5,5	6,9	5,1	5,2	3,8	5,0	5,7	5,6	5,7
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,5	15,6	20,4	12,8	26,2	20,8	19,8	18,5	14,0	15,0	13,0	11,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	4,0	12,5	9,7	6,6	13,0	8,5	8,1	9,6	8,5	7,9	5,2	5,0
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	1,5	11,9	14,0	16,1	17,4	14,1	12,8	12,2	15,4	15,9	16,2	16,7
Stopa bezrobocia <sup>a</sup>	%	17,6	14,8	11,4	8,5	14,3	12,3	11,6	11,4	11,0	8,9	8,3	8,5
Place realne brutto <sup>c</sup>	% r/r	1,2	4,2	6,7	5,9	5,9	6,5	8,1	6,5	6,0	6,0	6,0	5,5
Zatrudnienie <sup>c</sup>	% r/r	1,9	3,2	4,6	5,3	4,2	4,5	4,8	5,0	5,8	5,5	5,2	4,6
Eksport (w euro) <sup>b</sup>	% r/r	17,8	20,4	14,9	10,5	14,7	13,8	14,4	16,5	17,4	12,0	8,0	5,5
Import (w euro) <sup>b</sup>	% r/r	13,4	24,0	17,3	15,7	16,8	18,4	16,6	17,5	20,3	17,0	14,0	12,5
Bilans handlowy <sup>b</sup>	mln EUR	-2 242	-5 536	-8 747	-15 798	-1 440	-2 481	-2 366	-2 460	-2 449	-4 198	-4 296	-4 856
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	mln EUR	-3 866	-8 787	-11 276	-18 113	-2 104	-3 559	-2 260	-3 353	-2 999	-5 276	-4 090	-5 749
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	% PKB	-1,6	-3,2	-3,7	-5,1	-3,2	-3,6	-3,8	-3,7	-3,8	-4,1	-4,5	-5,1
Deficyt budżetowy <sup>a</sup>	mld PLN	-28,6	-25,1	-16,9	-25,8	-4,8	-3,7	0,2	-16,9	-4,7	-14,2	-15,4	-25,8
Deficyt budżetowy	% PKB	-2,9	-2,4	-1,5	-2,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2,1	1,0	2,5	4,1	2,0	2,4	2,0	3,5	4,4	4,2	4,2	3,5
Inflacja (CPI) <sup>a</sup>	% r/r	0,7	1,4	4,0	3,4	2,5	2,6	2,3	4,0	4,4	4,0	4,0	3,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	0,7	2,5	2,3	2,5	3,3	2,0	1,7	2,3	2,9	2,4	2,0	2,9
Podaż pieniądza (M3) <sup>a</sup>	% r/r	13,1	16,0	13,4	11,5	18,0	14,7	14,4	13,4	13,1	12,8	12,1	11,5
Zobowiązania <sup>a</sup>	% r/r	12,6	15,2	14,5	11,1	17,7	15,2	15,4	14,5	13,8	13,2	12,2	11,1
Należności <sup>a</sup>	% r/r	13,3	23,4	30,0	19,0	26,8	29,2	31,0	30,0	28,0	26,0	22,6	19,0
USD/PLN	PLN	3,23	3,10	2,77	2,43	2,97	2,82	2,76	2,52	2,41	2,38	2,46	2,47
EUR/PLN	PLN	4,02	3,90	3,78	3,55	3,89	3,80	3,79	3,65	3,58	3,51	3,57	3,53
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	4,50	4,00	5,00	6,00	4,00	4,50	4,75	5,00	5,75	6,00	6,00	6,00
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	6,00	5,50	6,50	7,50	5,50	6,00	6,25	6,50	7,25	7,50	7,50	7,50
WIBOR 3M	%	5,29	4,21	4,73	6,11	4,20	4,42	4,89	5,39	5,77	6,11	6,30	6,25
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,92	4,18	4,69	5,98	4,14	4,40	4,84	5,37	5,84	6,10	6,00	6,00
Rentowność obligacji 2L	%	5,04	4,57	5,22	6,11	4,47	4,78	5,21	5,71	6,02	6,20	6,15	6,05
Rentowność obligacji 5L	%	5,25	5,03	5,51	6,11	4,95	5,19	5,57	5,85	6,04	6,20	6,15	6,05
Rentowność obligacji 10L	%	5,24	5,22	5,55	5,91	5,17	5,36	5,66	5,73	5,88	6,00	5,90	5,85

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 10.03.2008 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.

