

W tym miesiącu:

Temat miesiąca	2
<i>Na tropie stóp RPP</i>	
Gospodarka Polski	6
Rynek nieruchomości	8
Pod lupą: Bank centralny	9
Pod lupą: Rząd i polityka	11
Monitor rynku	12
Przegląd międzynarodowy	14
Kalendarz makroekonomiczny	15
Dane i prognozy ekonomiczne	16

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

Wielka niepewność

▪ Nastąpiło ponowne nasilenie kryzysu w globalnym systemie finansowym.

Poważne kłopoty kolejnych spośród największych instytucji finansowych na świecie spowodowały znaczny wzrost awersji do ryzyka. Ogłoszenie amerykańskiego planu ratunkowego nie przyniosło poprawy nastrojów. Po licznych operacjach zasilania rynku w płynność, do bardziej zdecydowanej akcji wkroczyły najważniejsze banki centralne świata, dokonując skoordynowanej obniżki stóp procentowych. Pozostaje pytanie czy dodatkowe działania wielu rządów zmierzające do dokapitalizowania banków, zwiększenia zaufania klientów banków i przywrócenia normalnego funkcjonowania rynków pieniężnych doprowadzą do ustabilizowania sytuacji.

▪ Niewątpliwie rośnie ryzyko silniejszego spowolnienia gospodarczego w otoczeniu polskiej gospodarki m.in. ze względu na paraliż rynków kredytowych.

Mogłoby to dodatkowo ograniczyć popyt na polski eksport oraz pogorszyć globalny klimat inwestycyjny, prowadząc do zmniejszenia napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski. Stąd, zdecydowaliśmy się obniżyć prognozy tempa wzrostu gospodarczego na przyszły rok (do poniżej 4%), głównie z powodu oczekiwanego mniejszego wzrostu inwestycji na środki trwałe (mniejszy napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich, ograniczona ekspansja kredytowa). Aktywność inwestycyjna wspierana będzie przez rosnący napływ środków z UE, a dodatkowo stabilizująco na wzrost gospodarczy w Polsce będzie wpływać solidny przyrost popytu konsumpcyjnego dzięki obniżce podatków, waloryzacji świadczeń społecznych oraz utrzymującym się stosunkowo dobrym nastrojom gospodarstw domowych. Niemniej, wzrost prywatnej konsumpcji będzie mniejszy niż w roku bieżącym na skutek wolniejszego przyrostu wynagrodzeń i zatrudnienia (stabilizacja stopy bezrobocia wobec powrotu emigracji).

▪ **Istotnym nowym czynnikiem dla rynku krajowego była deklaracja premiera o dążeniu Polski do możliwie szybkiego przyjęcia euro.** Konsekwentne realizowanie tego projektu powinno wspierać złotego, jednocześnie zwiększając skłonność polskich bankierów centralnych do prowadzenia bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej niż w scenariuszu późniejszego przyjęcia wspólnej waluty. Niemniej, o ile przed nasileniem kryzysu globalnego i skoordynowaną obniżką stóp na świecie oznaczało to wg nas wzrost prawdopodobieństwa podwyżki stóp procentowych na październikowym posiedzeniu RPP, to obecnie bardziej restrykcyjna polityka pieniężna niż w scenariuszu późniejszego wejścia do euro może oznaczać utrzymanie krajowych stóp procentowych bez zmian.

▪ **Dwa powyższe czynniki - kryzys na rynkach globalnych i perspektywa wejścia do strefy euro - istotnie zwiększają niepewność odnośnie prognoz złotego na przyszły rok.** Pogorszenie sytuacji gospodarczej mogłoby osłabić złotego, szczególnie w przypadku porzucenia planów o szybkim wejściu do strefy euro. Z drugiej strony, wejście do systemu ERM2 oraz uspokojenie sytuacji kredytowej i giełdowej mogłoby skłonić inwestorów do napływu kapitału na rynek polski. Póki co, utrzymujemy nasze prognozy kursowe na przyszły rok, a ewentualnej zmiany dokonamy po publikacji szczegółowego harmonogramu wejścia do strefy euro.

Na rynku finansowym 30 września 2008 r.:					
Stopa depozytowa NBP	4,50	WIBOR 3M	6,63	USDPLN	2,3708
Stopa referencyjna NBP	6,00	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	6,19	EURPLN	3,4083
Stopa lombardowa NBP	7,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,99	EURUSD	1,4376

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.10.2008 r.

Temat miesiąca

Na tropie stóp RPP*

Od pewnego czasu Rada Polityki Pieniężnej stoi przed dylematem w postaci jednoczesnego utrzymywania się silnej presji inflacyjnej oraz perspektywy osłabienia wzrostu gospodarczego. Nakłada się na to dodatkowo kryzys na światowych rynkach finansowych, i z drugiej strony deklaracja premiera o dążeniu do szybkiego przyjęcia euro. Sytuacja taka znacznie utrudnia przewidywanie polityki pieniężnej. Jeśli uwierzymy w scenariusz stopniowego uspokajania sytuacji na rynkach globalnych i jego stosunkowo niewielkiego wpływu na polską gospodarkę oraz realizację scenariusza szybkiego wejścia do systemu ERM2 i strefy euro, to stopy procentowe powinny być w Polsce wyższe (być może znacznie), niż gdybyśmy przyjęli scenariusz dotkliwej globalnej recesji oraz brak konieczności obniżenia inflacji do poziomu zapewniającego spełnienie kryterium z Maastricht. Dodatkowo, sprawę komplikuje sytuacja na rynku walutowym. Wycofanie się z zamierzeń rządu odnośnie strefy euro, wraz z pogorszeniem sytuacji globalnej wpływającej na fundamenty polskiej gospodarki, mogłoby bowiem doprowadzić do dalszego osłabienia złotego, co nie ułatwiłoby procesu dezinflacji, pomimo spowolnienia gospodarczego.

Postanowiliśmy opracować model dla polityki stóp procentowych NBP, który może służyć określeniu funkcji reakcji Rady Polityki Pieniężnej oraz oszacowaniu jej parametrów. Zależności wskazane przez model mogą się okazać przydatne zarówno przy interpretacji decyzji już podjętych przez RPP, jak i w przewidywaniu kolejnych kroków Rady. W dzisiejszych warunkach problem polega jednak na tym, że na decyzje Rady mogą wpływać, i prawdopodobnie będą wpływać wyżej wymienione czynniki pozamodelowe tj. perspektywa wejścia do strefy euro oraz potencjalne konsekwencje kryzysu globalnego. W szczególności, trudno sobie wyobrazić aby przy skoordynowanej akcji najważniejszych światowych banków centralnych w kierunku obniżek stóp procentowych, Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała się na ruch przeciwny, pomimo tego, że nasz model taki właśnie scenariusz przewiduje. Po przyjęciu najbardziej prawdopodobnych, naszym zdaniem, założeń co do kształtowania się czynników, od których zależą wg modelu decyzje RPP, okazuje się bowiem, że podwyżka stóp procentowych w tym miesiącu była bardzo prawdopodobna. Nie oznacza to jednak, że należy jej oczekiwać.

Jak to się robi(ło) w Ameryce?

Najczęściej stosowaną przez ekonomistów koncepcją teoretyczną przy modelowaniu polityki stóp procentowych jest tzw. reguła Taylora¹. W swojej oryginalnej postaci, opracowanej dla potrzeb analizy polityki stóp procentowych amerykańskiego banku centralnego, reguła Taylora ma następującą postać:

$$i_t = r^* + \pi_t + \beta_1(\pi_t - \pi^*) + \beta_2 y_t$$

gdzie:

i_t – nominalna stopa funduszy federalnych

r^* – realna naturalna stopa procentowa

π_t – roczna stopa inflacji (mierzona jako deflator PKB)

π^* – pożądana stopa inflacji

y_t – procentowe odchylenie realnego PKB od PKB potencjalnego.

Taylor, mając na uwadze prostotę, zaproponował następujące oszacowania:

$$i_t = 2 + \pi_t + 0,5(\pi_t - 2) + 0,5y_t = 4 + 1,5(\pi_t - 2) + 0,5y_t$$

Powyższa reguła oznacza, że gdy bieżąca inflacja jest na pożądanym poziomie równym 2%, a produkcja znajduje się na poziomie potencjalnym, stopa funduszy federalnych powinna być równa 4%:

$$i_t = 2\% + \pi_t, \quad \text{gdzie } \pi_t = \pi^* = 2\%$$

Każde odchylenie bieżącej produkcji od jej potencjalnego poziomu lub bieżącej inflacji od jej pożądanego poziomu o 1 pp w górę lub w dół powinno skutkować odpowiednio podniesieniem lub obniżeniem nominalnej stopy funduszy federalnych odpowiednio o 1,5 pp i 0,5 pp.

Duża prostota reguły Taylora sprawia, że jest ona często wykorzystywana w praktyce do analizy polityki stóp procentowych. Niemniej, aby w procesie modelowania nie pominąć istotnych dla prowadzenia polityki pieniężnej zmiennych, za punkt wyjściowy do budowy modelu polityki pieniężnej przyjmuje się zwykle postać funkcji reakcji, która zawiera stosunkowo szeroki zakres zmiennych. Przeprowadzane następnie próbne estymacje i testy statystyczne umożliwiają ostatecznie wyselekcjonowanie najbardziej istotnego zestawu zmiennych, wpływającego na politykę konkretnego banku centralnego. Ponownie warto zaznaczyć, że w dobie kryzysu na rynkach światowych, na kształtowanie stóp procentowych przez amerykański bank centralny wpływ mają czynniki jednorazowe, których model całkowicie nie uwzględnia, a decyzja mają na celu stabilizowanie rynków.

* Opracowanie przy współpracy Łukasza Postka, studenta WNE UW, w ramach letniego stażu w Pionie Skarbu Banku Zachodniego WBK

¹ Taylor, John B. *Discretion versus policy rules in practice*; Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 39 (1993), pp. 195-214.

Jak to zrobić w naszych warunkach?

Jak wynika z Ustawy o Narodowym Banku Polskim, podstawowym celem działalności NBP jest utrzymanie stabilnego poziomu cen, przy jednoczesnym wspieraniu polityki gospodarczej rządu, o ile nie ogranicza to celu podstawowego. Wyznaczony przez ustawę cel realizowany jest przez RPP w ramach strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, przy wykorzystaniu możliwie szerokiego spektrum informacji, tj. danych inflacyjnych, wskaźników aktywności gospodarczej oraz wszelkich innych informacji, które pomagają ocenić średnioterminowe perspektywy inflacji.

W rezultacie, funkcję reakcji RPP można przedstawić w następujący sposób (szczegóły dotyczące modelu dostępne są w aneksie poniżej):

$$r = f(\text{dotychczasowy poziom stóp, dane inflacyjne, wskaźniki aktywności gospodarczej, pozostałe dane})$$

Na potrzeby modelu dla polityki RPP przyjmujemy więc, że poziom stóp procentowych w Polsce zależy od ich przeszłych wartości oraz zasobu informacji o gospodarce dostępnego członkom RPP w momencie podejmowania decyzji. Spośród informacji o gospodarce wykorzystujemy grupę wskaźników dotyczących inflacji (CPI, PPI, wskaźniki inflacji bazowej, oczekiwania inflacyjne, fakt publikacji w danym miesiącu raportu inflacyjnego), zbiór wskaźników aktywności gospodarczej (tempo wzrostu PKB, dynamika produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej, dynamika sprzedaży detalicznej, indeks PMI) oraz inne zmienne o potencjalnie istotnym znaczeniu w prowadzeniu polityki pieniężnej (kurs EURPLN, kurs USDPLN, ceny ropy, dynamika płac i wydajności pracy).

W modelowaniu funkcji reakcji banku centralnego możliwe jest przyjęcie tzw. podejścia backward-looking, w ramach którego wykorzystuje się jedynie dane, które były dostępne dla RPP w momencie podejmowania decyzji. Alternatywnie, stosuje się również podejście forward-looking, które umożliwia korzystanie również z danych przyszłych (nieznanych bankowi centralnemu w momencie podejmowania decyzji). Ponieważ jednak podejście to związane jest z pewnymi wątpliwościami metodologicznymi, wykorzystujemy to pierwsze podejście.

Ponadto, modelując politykę stóp procentowych w Polsce, postanowiliśmy przyjąć podejście polegające na badaniu funkcji reakcji RPP jako całości, a nie osobnym badaniu funkcji reakcji każdego z dziesięciu członków Rady. Podwyżka stóp procentowych stosunkiem głosów 10:0 jest w tym przypadku traktowana dokładnie tak samo jak 6:4, co w rzeczywistości może mieć pewne znaczenie w kontekście prognozowania przyszłych decyzji Rady. Niemniej, osobne modelowanie dla

każdego z członków RPP ma istotną wadę związaną z ograniczoną czasową dostępnością danych o sposobie głosowania poszczególnych członków Rady. Informacje te dostępne są w pełnym zakresie ze znacznym opóźnieniem w publikowanych trzy razy w roku w Raportach o inflacji (ostatnia publikacja *Raportu* miała miejsce w czerwcu, a najbliższa będzie w październiku).

Co jest najbardziej istotne dla RPP?

Przeprowadzona przez nas analiza ekonometryczna wskazuje, że spośród wyjściowego zestawu zmiennych najbardziej istotne dla decyzji podejmowanych przez RPP okazują się być: przeszła wartość stopy procentowej, inflacja CPI, fakt publikacji w danym miesiącu raportu inflacyjnego, dynamika PKB, dynamika płac, dynamika indeksu PMI oraz dynamika cen ropy. W sumie, te elementy łącznie tłumaczą w sensie statystycznym ponad 99% zmienności stopy referencyjnej NBP. Co ważniejsze, oszacowania dla wszystkich parametrów dla tych zmiennych są zgodne z teorią ekonomii, a testy diagnostyczne kwalifikują model jako ekonometrycznie poprawny.

Uzyskanie wyniku nie oznaczają, że inne dane nie są ważne dla RPP w momencie podejmowania decyzji. Ich wpływ może nie być po prostu na tyle silny i regularny, aby został przez model wychwycony i uznany za istotny. Ponadto, pewne zależności nie są liniowe i mają charakter bardziej jakościowy niż ilościowy, co znaczy, że czasem nie sposób ująć je w ramy ilościowej analizy.

Reakcja RPP na dane inflacyjne

Po pierwsze, wykonane przez nas próbne estymacje wskazują, że jako „punkt zwrotny” w polityce pieniężnej dla RPP można przyjąć nie cel inflacyjny na poziomie 2,5%, lecz nieco niższy poziom inflacji, w okolicach 2,25%. Założenie, że Rada podnosi stopy dopiero, gdy inflacja przekroczy 2,5% skutkuje pewnym pogorszeniem właściwości prognostycznych modelu. Jest to zresztą zgodne z intuicją, bowiem działania RPP powinny mieć charakter prewencyjny i wyprzedzający.

Ponadto, działania RPP względem poziomu inflacji 2,25% nie są w pełni symetryczne. Rada reaguje szybciej i jest bardziej zdecydowana, gdy inflacja CPI przekracza 2,25% w górę, niż gdy znajduje się poniżej tej wartości. Gdy inflacja jest niska, Rada woli poczekać nieco dłużej i upewnić się, czy sygnał jest trwały. Obniżki stóp nie są jednak wtedy tak zdecydowane jak w przypadku podwyżek. Niemniej jednak, w dłuższym okresie średnia reakcja co do siły jest podobna w obydwu przypadkach, co świadczy o tym, że osiągnięcie przez inflację CPI poziomu 2,25% faktycznie można nazwać orientacyjnym „punktem zwrotnym” w polityce RPP.

Przeprowadzona analiza pozwala również stwierdzić, że fakt publikacji raportu inflacyjnego jest dla decyzji RPP dużo istotniejszy w przypadku występowania podwyższonej inflacji i prowadzenia restrykcyjnej polityki pieniężnej. Projekcje mają wtedy większą wagę, z czego można wnioskować, że Rada stara się być ostrożna z dawkowaniem gospodarce podwyżek i nie dokonuje ich, jeśli perspektywy inflacji i gospodarki wynikające z danych nie zostaną potwierdzone w projekcji, wskazując, że zaostrzenie polityki pieniężnej jest rzeczywiście konieczne.

Co więcej, uzyskane oszacowania wskazują, że przeciętna naturalna stopa procentowa wymagana do utrzymania inflacji na poziomie bliskim 2,25% wynosi w percepcji RPP ok. 5%. Oznacza to, że w przypadku, gdy mamy do czynienia ze stabilizacją inflacji na poziomie 2,25% (brak jest presji na wzrost lub spadek inflacji), stopa referencyjna zdaniem RPP powinna być utrzymywana na poziomie 5%. Porównując ten poziom z obecnym poziomem stopy referencyjnej można określić relatywny stopień restrykcyjności polityki pieniężnej.

Reakcja RPP na wskaźniki aktywności gospodarczej

Istotnym czynnikiem dla prowadzenia polityki pieniężnej są informacje o wzroście PKB. Uważa się przy tym, że istnieje pewien bezpieczny z inflacyjnego punktu widzenia poziom wzrostu PKB nazywany potencjalnym. Dopiero jego przekroczenie powoduje narastanie presji inflacyjnej i konieczność podwyższenia stóp. Co ciekawe, nasz model pokazuje, że ważniejsze od samego poziomu dynamiki PKB (a nawet jego luki w stosunku do wzrostu potencjalnego, jeśli założymy go na poziomie 5%) są zmiany dynamiki PKB tzn. kwartalne zmiany rocznego tempa wzrostu PKB. Można przy tym również zauważyć, że Rada jest bardziej wrażliwa na spadek dynamiki wzrostu PKB niż na jej wzrost. W pierwszym przypadku obniżki stóp mają przeciętnie większą skalę niż podwyżki stóp w drugim przypadku.

Jak się okazuje na podstawie wyników naszej analizy, istotnym z punktu widzenia prowadzenia polityki pieniężnej jest wyprzedzający wskaźnik koniunktury, czyli roczna dynamika PMI, której dodatni wpływ na stopy ujawnia się przeciętnie dopiero po około kwartale.

Reakcja RPP na pozostałe informacje

Wbrew oczekiwaniom okazało się, że ani nominalny ani realny kurs walutowy względem euro i dolara (czy też ich dynamiki) nie są istotnymi statystycznie czynnikami stopy referencyjnej. Wynika to prawdopodobnie ze stosunkowo dużej zmienności kursu walutowego, przez co nie wszystkie jego wahania odbierane są przez model jako fundamentalnie istotne. Aby precyzyjnie modelować wpływ kursu walutowego na decyzje RPP, należałoby w

inny sposób zdefiniować go jako zmienną. Być może, bardziej przydatnym byłby poziom odchylenia kursu bieżącego od tzw. kursu równowagi (RPP w swoich komunikatach odnosi się do tej relacji), ale w tym przypadku trudno byłoby nam określić ścieżkę kursu równowagi postrzeganą przez RPP.

Niespodzianką nie jest natomiast wyraźny, choć bezpośrednio niezbyt znaczny, wpływ ceny ropy na politykę pieniężną. Większa część ich oddziaływania materializuje się pośrednio poprzez udział w CPI. Jak można było oczekiwać wpływ ten występuje z pewnym czasowym opóźnieniem (ponad kwartalnym), ze względu na wydłużoną transmisję rynkowych cen ropy na wskaźniki inflacyjne.

Istotną determinantą stóp NBP wg wyników naszej analizy jest również dynamika płac, przy czym wpływa ona na decyzje RPP z dość długim, pięciomiesięcznym opóźnieniem. Należy przy tym zaznaczyć, że zmienna dotycząca płac zdefiniowana jako roczne tempo wzrostu wynagrodzeń, okazała się statycznie nieistotna. Dlatego też zdecydowaliśmy na jej charakter zerojedynkowy względem dynamiki na ustalonym poziomie 6,5% r/r. Oznacza to, że gdy roczna dynamika wynagrodzeń przekracza 6,5%, to Rada postrzega to jako sygnał występowania presji inflacyjnej wymagający reakcji ze strony polityki pieniężnej. Poziom 6,5% niektórzy członkowie Rady Polityki Pieniężnej uznawali w debacie publicznej jako spójny z celem inflacyjnym 2,5%, bo przekraczający go tylko w skali wynikającej z tempa wzrostu wydajności pracy.

Do modelu wprowadziliśmy również tzw. zmienną zero-jedynkową o wartości 1 dla marca i kwietnia 2005 r., ponieważ w okresie tym mieliśmy do czynienia z tzw. obserwacjami nietypowymi. Były to jedyne miesiące, dla których sezonowo wyrównana dynamika produkcji przemysłowej była ujemna. Co więcej, dla tych miesięcy również dynamika sprzedaży detalicznej notowała ujemną dynamikę, co z pewnością budziło poważne obawy o stan polskiej gospodarki i mogło mieć istotny wpływ na decyzje RPP. Ponieważ taka sytuacja wystąpiła jedynie dwukrotnie (w kolejnych dwóch miesiącach), nie można dokładnie stwierdzić, które ze zmiennych były bezpośrednią przyczyną obniżenia stopy referencyjnej przez RPP i w jakim stopniu. Z drugiej strony, faktu tego nie można zbagatelizować, ponieważ wpływa on negatywnie na ocenę dopasowań modelu do danych. Jak pokazuje oszacowanie dla tak zdefiniowanej zmiennej, w danych miesiącach stopa NBP odchyliła się od reguły implikowanej przez model średnio o ponad 30 punktów bazowych w dół.

Dokąd idą stopy?

Zakładając, że zbudowany przez nas model funkcji reakcji RPP pozwolił zidentyfikować wskaźniki o największym statystycznym znaczeniu w prowadzeniu polityki pieniężnej, przydatną jego własnością mogłoby być przewidywanie decyzji RPP. Uzyskane oszacowania umożliwiły określenie relatywnej siły oraz opóźnienia reakcji dla poszczególnych wskaźników ekonomicznych, co pozwala interpretować decyzje już podjęte przez RPP, ale również daje możliwości przewidywania przyszłych decyzji. Analiza wartości dopasowanych do szeregu czasowego stóp procentowych NBP oraz reszt z modelu pokazuje, że równanie dobrze odczytuje trend w zmianach stóp procentowych, natomiast ma pewne problemy ze wskazaniem dokładnego momentu decyzji. Istotnie myli się 2 razy, za każdym razem prognozując zbyt niską stopę procentową. Może to ujawniać metodologiczną słabość zastosowanego podejścia, zgodnie z którym stopę referencyjną traktuje się jak stacjonarną zmienną ciągłą, a RPP jako monolit decyzyjny.

Aneks techniczny

Funkcję reakcji RPP można przybliżyć następującą formułą:

$$r_t = c + \alpha_1 r_{t-1} + \varphi_1^1 (cpi - 2,25)_{t-1}^1 + \varphi_1^0 (cpi - 2,25)_{t-1}^0 + \varphi_2^0 (cpi - 2,25)_{t-2}^0 + \varphi_2^1 \text{raport}_0 (cpi - 2,25)_{t-1}^1 + \gamma_1^1 d.pkb_{t-1}^0 + \gamma_1^0 d.pkb_{t-1}^1 + \gamma_2^1 pmi_{t-3} + \theta_1^1 oil_{t-4} + \theta_2^1 \text{place}_{t-5} + \theta_3^1 instr_t$$

gdzie:

$(cpi - 2,25)_{t-1}^0$ - wskaźnik CPI - 2,25, o ile różnica ta jest ujemna; w przeciwnym przypadku: 0

$(cpi - 2,25)_{t-1}^1$ - wskaźnik CPI - 2,25, o ile różnica ta jest dodatnia; w przeciwnym przypadku: 0

raport_0 - zmienna przyjmuje wartość 1 gdy w danym miesiącu publikowany jest raport o inflacji

$d.pkb_{t-1}^0$ - różnica pomiędzy dwoma ostatnimi odczytami wzrostu PKB dostępnymi dla RPP w momencie podejmowania decyzji, o ile ta różnica jest ujemna; w przeciwnym przypadku: 0

$d.pkb_{t-1}^1$ - różnica pomiędzy dwoma ostatnimi odczytami wzrostu PKB dostępnymi dla RPP w momencie podejmowania decyzji, o ile ta różnica jest dodatnia; w przeciwnym przypadku: 0

pmi_{t-3} - roczna dynamika wskaźnika PMI (opóźniona o 3 miesiące)

$instr_t$ - zmienna instrumentalna, która przyjmuje wartość 1 dla marca i kwietnia 2005; w przeciwnym przypadku: 0

oil_{t-4} - miesięczna dynamika cen ropy (opóźniona o 4 miesiące) według kwotowania West Texas Intermediate ze strony www.eia.doe.gov

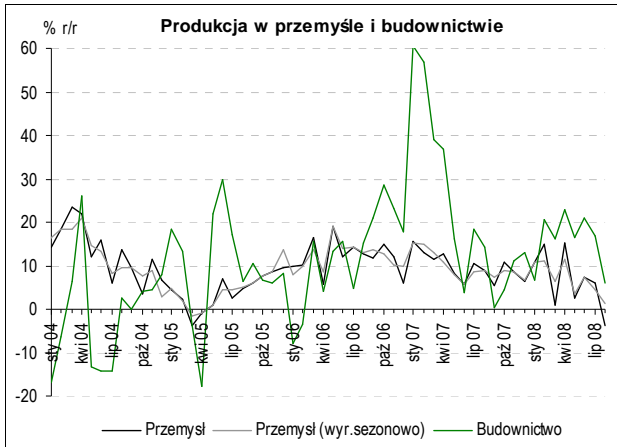
place_{t-5} - zmienna przyjmuje wartość 1 gdy dynamika płac w gospodarce przekracza 6,5%; w przeciwnym przypadku: 0. Zmienna jest opóźniona o 5 miesięcy.

Oczywiście, wynik takich prognoz zależy jest od przyjętych założeń, czyli ścieżki przyszłych wskaźników gospodarczych obecnych w funkcji reakcji RPP. Biorąc pod uwagę strukturę opóźnień zmiennych występujących w naszym modelu, wskazuje on, że niezależnie od przyjętego scenariusza makroekonomicznego istniała bardzo duża szansa na podwyżkę stóp procentowych na październikowym posiedzeniu. W kolejnych miesiącach możliwa była zmiana kierunku krajowej polityki pieniężnej, w zależności od przyjętych założeń. Model dla większości scenariuszy wskazywał na powrót stopy referencyjnej do poziomu 6% na przełomie roku i utrzymanie jej bez zmian do końca pierwszego kwartału. Jednakże, jak napisaliśmy na wstępie niniejszego opracowania, wydaje się, że na dalsze decyzje RPP będą miały wpływ czynniki nieuwzględnione w modelu. W szczególności, podwyżka w październiku wydaje się mało prawdopodobna w obliczu nasilenia kolejnej fali kryzysu i obniżek stóp przez główne banki centralne. W późniejszym okresie, dodatkowym elementem będzie perspektywa wejścia do strefy euro i ewentualna „wiążąca decyzja” rządu w tej sprawie.

Oszacowania MNK oraz diagnostyka dla tak zdefiniowanego modelu są następujące:

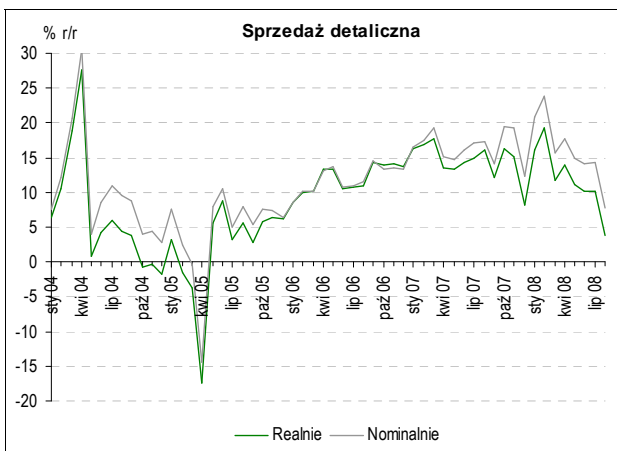
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
c	0.643730	0.139965	4.599210	0.0000
r(-1)	0.865738	0.028698	30.16701	0.0000
(cpi - 2.25) ⁰ (-1)	0.075635	0.040402	1.872045	0.0679
(cpi - 2.25) ¹ (-1)	0.094044	0.023406	4.017985	0.0002
(cpi - 2.25) ⁰ (-2)	0.097578	0.045570	2.141256	0.0378
raport(cpi - 2.25) ¹ (-1)	0.079281	0.019745	4.015349	0.0002
instr	-0.301560	0.063069	-4.781436	0.0000
pmi(-3)	0.011905	0.001480	8.043526	0.0000
oil(-4)	0.006778	0.002699	2.511238	0.0158
pkb ¹ (-1)	0.077933	0.028371	2.746955	0.0087
pkb ⁰ (-1)	0.085936	0.033679	2.551601	0.0143
place(-5)	0.050760	0.027827	1.824121	0.0749
R2	0.994259	Mean dependent var		5.0268
Adjusted R2	0.992824	S.D. dependent var		0.8812
S.E. of regression	0.074650	Akaike info criterion		-2.165
Sum squared resid	0.245195	Schwarz criterion		-1.731
Log likelihood	72.60889	F-statistic		692.74
Durbin-Watson stat	2.257110	Prob(F-statistic)		0

Gospodarka Polski



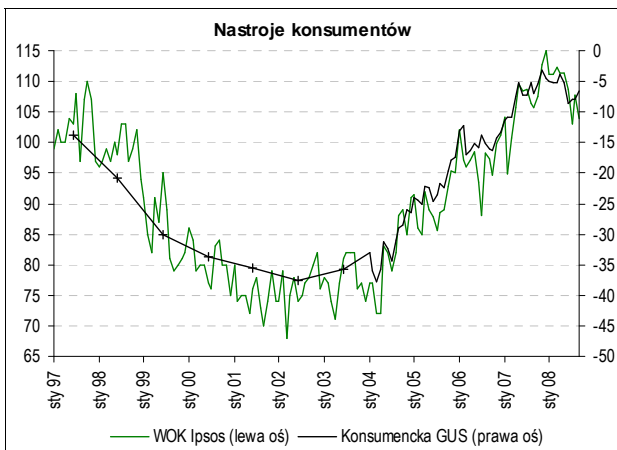
Spadek produkcji przemysłowej w sierpniu

- Produkcja przemysłowa w sierpniu spadła o 3,7% r/r po wzroście o 5,9% w lipcu oraz o 8,6% średnio w I połowie br.
- Duży wpływ na znaczny spadek rocznej dynamiki produkcji w sierpniu miał negatywny efekt mniejszej liczby dni roboczych (o 2 wobec sierpnia 2007). Niemniej, sezonowo dostosowany wzrost produkcji wyniósł zaledwie 1,2% r/r wobec wzrostu o 4,4% r/r w lipcu i 8,4% r/r średnio w I połowie roku, co wskazuje, że mamy do czynienia nie tylko ze statystycznym efektem mniejszej liczby dni roboczych, ale osłabieniem trendu wzrostu.
- Osłabienie wzrostu produkcji nastąpiło nie tylko w przemyśle, ale też w budownictwie: do 5,9% r/r z 16,8% r/r w lipcu i 17,3% r/r średnio w I poł. br. W sumie, dane o produkcji za sierpień były jednym z elementów, który skłonił nas do obniżenia naszej prognozy wzrostu PKB w III i IV kw. br. do 4,5% z 4,8%.



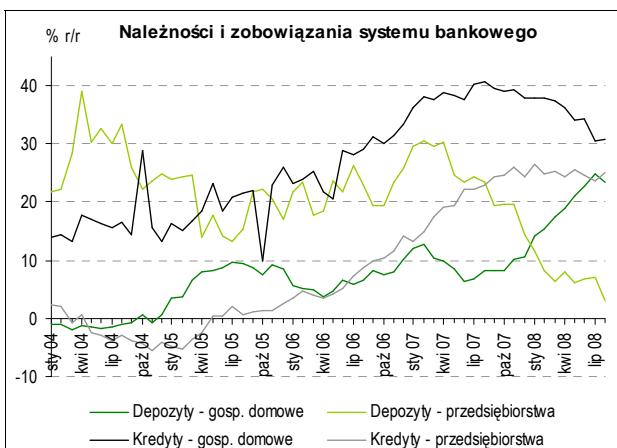
Sprzedaż detaliczna nie tak źle jak na pierwszy rzut oka

- Tempo wzrostu sprzedaży detalicznej spowolniło w sierpniu gwałtownie do 7,7% r/r, najniższego poziomu od ok. 3 lat. Realny wzrost sprzedaży wyniósł 3,9% r/r wobec 10,1% w lipcu.
- Głównym czynnikiem odpowiedzialnym za bardzo słaby wynik było załamanie sprzedaży pojazdów mechanicznych (-17,8% r/r po -5,6% r/r w lipcu). Dane nie obejmują jednak prywatnego importu nowych i używanych aut. Spadek sprzedaży nastąpił też w żywności, napojach i wyrobach tytoniowych (-1,6% r/r).
- W pozostałych kategoriach utrzymało się jednak wysokie, dwucyfrowe tempo wzrostu. W szczególności, sprzedaż mebli, artykułów AGD i RTV wzrosła o 28,1% r/r, szybciej niż przed miesiącem, a sprzedaż odzieży i obuwia wyniosła 30,3% r/r (dynamika w cenach stałych była wręcz bliska 40% r/r, przekraczając średnią za siedem pierwszych miesięcy roku).



Mieszane sygnały wskaźników koniunktury

- Wskaźniki koniunktury GUS za wrzesień spadły dla wszystkich analizowanych sektorów. Dla przetwórstwa przemysłowego spadek był silniejszy niż wynika z sezonowości (pogłębił się roczny spadek), potwierdzając, że ten sektor gospodarki przeżywa najpoważniejsze problemy. Potwierdził to też spadek PMI we wrześniu do 44,9 z 45,8 w sierpniu.
- Z drugiej strony, we wrześniu nastąpiła poprawa koniunktury konsumpcyjnej wg GUS. Poprawiła się m.in. ocena sytuacji gospodarczej, możliwości dokonywania ważnych zakupów oraz możliwości oszczędzania, a także zahamowaniu uległ wzrost obaw o wzrost bezrobocia. Wskaźnik WOK też pokazał poprawę oceny sytuacji gospodarczej. Utrzymujący się relatywnie duży optymizm gospodarstw domowych sugeruje, że wzrost popytu konsumpcyjnego powinien utrzymać się na solidnym poziomie.

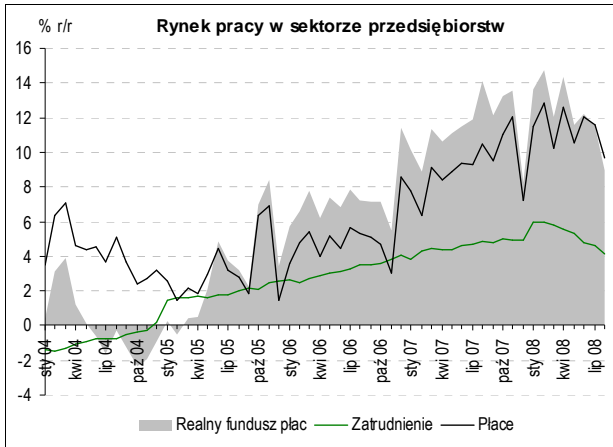


Akcja kredytowa na razie nadal silnie rośnie

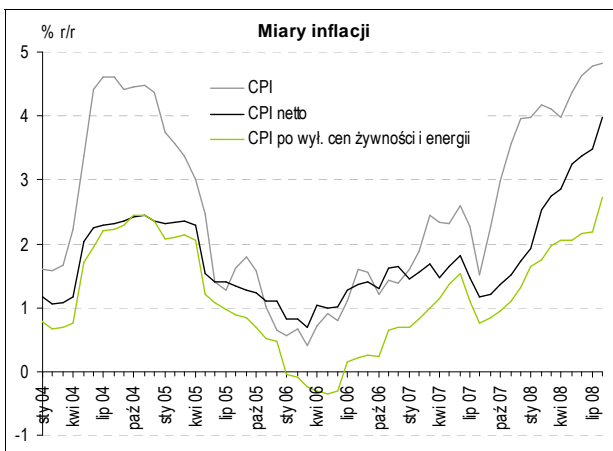
- Statystyki pieniężne za sierpień nie wskazują na znaczące spowolnienie gospodarcze w Polsce. Tempo wzrostu szerokiej miary podaży pieniądza M3 spowolniło co prawda do 16,6% r/r z 16,8% w lipcu, ale było powyżej oczekiwanych ok. 16%.
- Roczne tempo wzrostu kredytów ogółem przyspieszyło o 1 pp do 26,3% r/r, głównie dzięki przyspieszeniu wzrostu kredytów dla firm (do 25,2% z 23,5% w lipcu) i utrzymaniu wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych powyżej 30% r/r.
- Utrzymuje się szybkie tempo wzrostu depozytów gospodarstw domowych (23,5% r/r) i kontynuowane jest spowolnienie wzrostu depozytów firm (do 3,1% r/r z 7% r/r w lipcu).
- Chociaż dotąd wzrost kredytów był silny, wspierając wzrost gospodarczy, prawdopodobne zaostreżenie polityki kredytowej będzie negatywnie wpływać na tempo wzrostu gospodarczego.

Źródło: GUS, NBP, Ipsos, obliczenia własne

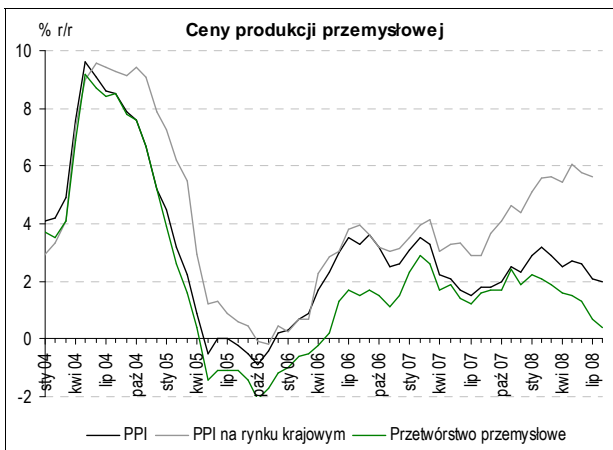
Gospodarka Polski

**Stopniowe schłodzenie sytuacji na rynku pracy**

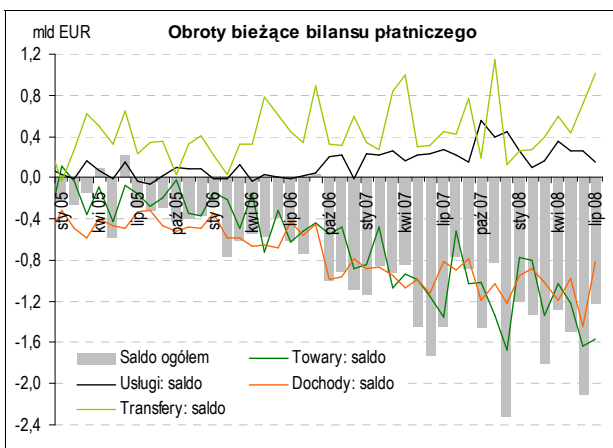
- Roczne wzrosty płac i zatrudnienia w przedsiębiorstwach w sierpniu wyniosły „tylko” 9,7% i 4,2%, poniżej oczekiwań. W rezultacie, wzrost funduszu wynagrodzeń w firmach spowolnił w sierpniu do 14,3% r/r nominalnie i 9% r/r realnie. Wprawdzie jest to najwolniejszy wzrost od grudnia, ale nadal oznacza zdecydowany wzrost dochodów gospodarstw domowych.
- Ponadto, dynamika płac w sierpniu została obniżona przez efekt mniejszej liczby przepracowanych godzin (2 dni robocze mniej niż rok wcześniej). Dlatego, we wrześniu spodziewamy się ponownego przyspieszenia wzrostu płac.
- W dalszej perspektywie czasu presja płacowa może jednak stopniowo słabnąć na co wskazuje kontynuacja trwającej od maja nieznacznej redukcji zatrudnienia w przetwórstwie przemysłowym (w sierpniu -0,1% m/m).

**Szczyt inflacji CPI poniżej 5%, inflacja bazowa powyżej celu**

- Stopa inflacji CPI pozostała w sierpniu na poziomie 4,8% r/r z lipca, po spadku cen konsumpcyjnych o 0,4% m/m, podczas gdy rynek oczekiwał 5% r/r. Największym zaskoczeniem było zachowanie cen żywności i napojów bezalkoholowych, które zanotowały w sierpniu spadek aż o 1,6% m/m. Najwyraźniej albo wpływ warunków atmosferycznych na tegoroczne zbiory był znacznie słabszy niż wynikało z wcześniejszych doniesień, albo import żywności zdołał to zneutralizować.
- Prognozujemy, że w kolejnych miesiącach inflacja CPI będzie się stopniowo obniżać, ale co przynajmniej do końca przyszłego roku nie spadnie trwale poniżej górnej granicy dopuszczalnego przedziału odchyłań od celu.
- Jednocześnie spodziewamy się, że najsłabiej obserwowane wskaźniki inflacji bazowej, po wzroście w sierpniu (inflacja netto do 4% r/r z 3,5% r/r, a CPI po wyłączeniu cen żywności i energii do 2,7% r/r z 2,2% r/r), też pozostaną na dłużej powyżej celu.

**Nadal silna presja cenowa na poziomie producentów**

- Ceny produkcji sprzedanej przemysłu wzrosły w sierpniu o 0,2% m/m i 2,0% r/r. W przetwórstwie przemysłowym tempo wzrostu cen spowolniło przy tym do 0,4% r/r z 0,7% r/r w lipcu. Na pierwszy rzut oka takie dane wskazują na słabą presję na wzrost cen na poziomie producentów, ale należy pamiętać, że dynamika cen produkcji w przetwórstwie przemysłowym jest zaniżana przez spadek wyrażonych w złotych cen eksportowych pod wpływem aprecjacji złotego w ujęciu rocznym (jej skala w sierpniu wyniosła aż 13,7% r/r, nieco więcej niż w lipcu). Lepszą miarą siły presji inflacyjnej na poziomie producentów jest dynamika PPI na rynku krajowym, która w lipcu wyniosła 5,6% r/r, nieznacznie spadając z 5,8% r/r w czerwcu (dane o PPI na rynku krajowym publikowane są z większym opóźnieniem niż PPI ogółem).

**Spadek deficytu obrotów bieżących po rewizji w górę**

- Deficyt obrotów bieżących w lipcu spadł dzięki poprawie sald dochodów i transferów oraz silnemu przyspieszeniu wzrostu eksportu. W kolejnych miesiącach należy się liczyć ze spadkiem dynamiki eksportu, co będzie opóźnionym efektem silnego złoże i osłabienia popytu zagranicznego, ale nie będzie to gwałtowne załamanie, a ujemny wpływ eksportu netto na wzrost PKB w III kw. może być mniejszy niż oczekiwano.
- Skumulowany deficyt obr. bież. za 12M obniżył się po lipcu do 4,8% PKB ze zrewidowanych w górę 5% po czerwcu (rewizja w górę za 2007 r., w dół za II kw. br.). Na koniec roku osiągnie wg nas ponownie 5%, a w 2009 r. przekroczy 6%. Pozytywne jest jednak to, że chociaż stopień pokrycia deficytu obrotów bieżących przez kapitał długoterminowy (FDI plus środki z UE) stopniowo się zmniejsza, to nadal wynosi blisko 100%.

Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

Rynek nieruchomości

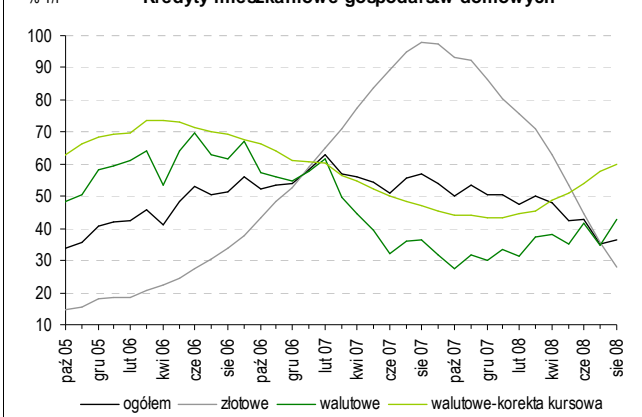
Średnie ceny ofertowe mieszkań na rynku wtórnym w sierpniu

Miasto	Cena (1 m ²)	Zmiana 1M (%)	Zmiana 12M (%)
Białystok	4847	0,4	b.d.
Bydgoszcz	4349	0,4	b.d.
Gdańsk	6791	-2,5	-3,0
Gdynia	7034	-5,4	b.d.
Katowice	4335	0,0	b.d.
Kraków	7753	-0,3	-9,5
Lublin	5215	-0,6	b.d.
Łódź	4423	-1,3	-9,8
Poznań	5895	-0,3	-12,3
Rzeszów	5037	4,7	b.d.
Sopot	10955	-4,1	b.d.
Szczecin	5344	1,8	b.d.
Warszawa	9599	0,9	-2,0
Wrocław	7151	2,1	-2,2

Mieszaniowa stagnacja trwa

- Wg danych portalu Oferty.net, w sierpniu w polskich miastach dominowały spadki cen nieruchomości w porównaniu z poprzednim miesiącem, chociaż w kilku przypadkach (m.in. w Warszawie i w mniejszych miejscowościach) zanotowano wzrosty cen. W ciągu roku w większości dużych miast nastąpił wyraźny spadek cen mieszkań (najgłębszy w Krakowie, Łodzi i Poznaniu). Warto pamiętać, że dostępne dane dotyczą cen ofertowych. Marazm po stronie popytu zwiększa skłonność sprzedających do obniżania cen transakcyjnych w stosunku do pierwotnej oferty.
- O ile łatwiej jest znaleźć okazję w przypadku zakupu mieszkania, na rynku wynajmu w dużych miastach popyt wydaje się przeważać nad podażą. Wg danych Oferty.net średni czynsz za wynajem kawalerki w Warszawie wzrósł o ponad 13% w ciągu roku i wyniósł w sierpniu 1756 zł/mies.

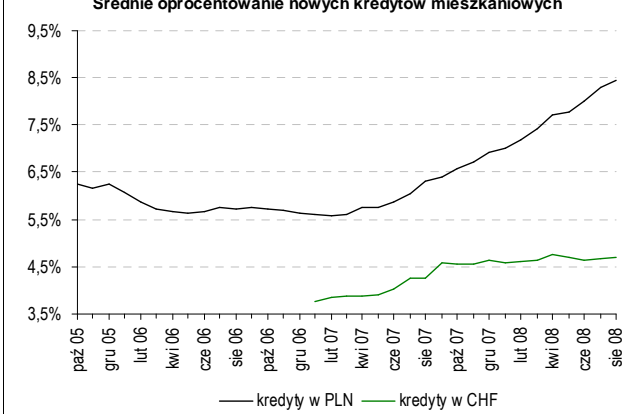
% r/r Kredyty mieszkaniowe gospodarstw domowych



Nie brakuje chętnych na kredyty mieszkaniowe

- Mimo oznak słabości popytu, wzrost kredytów mieszkaniowych utrzymuje się na wysokim poziomie. Wg danych NBP w sierpniu zadłużenie gospodarstw domowych z tytułu kredytów mieszkaniowych wzrosło o 8,6 mld zł wobec lipca. Część z tej kwoty sierpniu wynikała z osłabienia kursu złotego, jednak wg naszych szacunków po korekcie uwzględniającej zmiany kursowe popyt na kredyty mieszkaniowe utrzymuje się na wysokim poziomie i w sierpniu wzrósł o 47,3% r/r (36,6% r/r bez korekty).
- Praktycznie cały przyrost kredytów mieszkaniowych w sierpniu dotyczył kredytów w walutach obcych. Ich tempo wzrostu przyspieszyło do ok. 60% r/r po uwzględnieniu korekty kursowej. Tymczasem, popyt na kredyty w złotych od kilku miesięcy pozostaje w stagnacji (roczne tempo wzrostu w dół do 28% r/r).

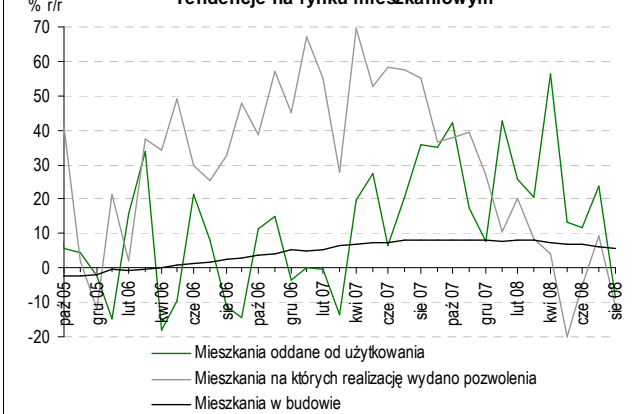
Średnie oprocentowanie nowych kredytów mieszkaniowych



... ale kryzys finansowy zmniejszy dostępność kredytu

- Sierpień był drugim z rzędu miesiącem wyraźnego wzrostu średnich marż kredytowych w sektorze bankowym (średnia marża dla kredytów złotych 1,9 pp wobec 1,5 pp w czerwcu).
- Pogłębienie kryzysu na rynkach finansowych i ograniczenie płynności na rynkach pieniężnych, które spowodowało m.in. mocny wzrost stawek LIBOR, spowoduje dalszy wzrost marż i spadek dostępności kredytów mieszkaniowych w najbliższych miesiącach. Oprócz wyższych kosztów finansowania, klienci powinni się liczyć z zaciśnięciem kryteriów przyznawania pożyczek, szczególnie w walutach obcych, m.in. pod wpływem zaleceń KNF.
- Z tego względu, możliwe jest dalsze osłabienie popytu na mieszkania w najbliższych miesiącach. W krótkim okresie może to spowodować spadek cen. Jednak w horyzoncie kilku lat popyt z pewnością wzrośnie, a podaż może zostać ograniczona.

Tendencje na rynku mieszkaniowym



Podaż nowych mieszkań także może zmaleć

- Pogorszenie warunków kredytowania prawdopodobnie dotknie nie tylko gospodarstwa domowe, zainteresowane zakupem nieruchomości, ale również deweloperów.
- Ze względu na ograniczenie dostępności kredytu oraz mocne pogorszenie koniunktury i prognoz popytu, prawdopodobne jest znaczne ograniczenie nowych inwestycji przez firmy budowlane w najbliższych kwartałach.
- O ile w najbliższych miesiącach liczba oddawanych do użytku mieszkań będzie nadal wysoka, ze względu na finalizację projektów rozpoczętych wcześniej, w perspektywie 1-2 lat może nastąpić ponowny wyraźny spadek liczby nowo oddawanych mieszkań. Ponieważ strukturalny popyt jest nadal na wysokim poziomie, może to oznaczać kolejną falę wzrostu cen nieruchomości za ok. dwa lata.

Źródło: GUS, NBP, Oferty.net, obliczenia własne

Pod lupą: Bank centralny

Kluczowe zmiany w komunikacie w porównaniu z poprzednim miesiącem

Gospodarka Polski znajduje się nadal w okresie wzrostu obejmującego większość jej sektorów. Dane, które napłynęły w ostatnim okresie potwierdzają jednak wcześniejsze sygnały, że tempo wzrostu gospodarczego stopniowo się obniża. Dane, które napłynęły w ostatnim okresie sygnalizują, że – pomimo lepszych od oczekiwań danych o PKB w II kw. br. – tempo wzrostu gospodarczego może ulec wyraźnemu obniżeniu w kolejnych kwartałach. Jednocześnie informacje o sytuacji na rynku pracy wskazują na utrzymywanie się wysokiej dynamiki wynagrodzeń oraz kształtowanie się nadal niekorzystnej relacji między wzrostem wynagrodzeń i wydajności pracy.

Zarówno dane o rachunkach narodowych, jak i pozostałe informacje dotyczące aktywności gospodarczej w strefie euro, wskazują na silniejsze niż oczekiwane dalsze wyraźne obniżanie się tempa wzrostu PKB w tym regionie. W Stanach Zjednoczonych, mimo korzystnych danych za II kw. br., w kolejnych kwartałach nadal oczekuje się spowolnienia aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach. Dodatkowo nasilenie się zaburzeń na rynkach finansowych w ostatnim okresie może pogłębić osłabienie wzrostu gospodarczego w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki. Jednocześnie w wielu krajach nadal obserwowany jest utrzymuje się podwyższony, choć obniżający się, poziom inflacji. W ostatnim okresie wyraźnie nadal obniżały się ceny ropy naftowej na rynkach światowych, choć pozostają one na relatywnie wysokim poziomie.

W ocenie Rady, w najbliższych kwartałach prawdopodobne jest utrzymanie się presji na wzrost wynagrodzeń, jednak obniżające się stopniowo tempo wzrostu gospodarczego, prawdopodobnie poniżej tempa wzrostu produktu potencjalnego, i ograniczenie popytu na pracę oraz pogarszająca się sytuacja finansowa przedsiębiorstw powinny łagodzić presję płacową, a w konsekwencji także presję inflacyjną.

Wobec utrzymującej się niepewności co do skali spowolnienia wzrostu w gospodarce polskiej Rada uznała, że pełniejsza ocena perspektyw inflacji będzie możliwa po analizie danych napływających w nadchodzącym okresie oraz po zapoznaniu się z październikową projekcją inflacji i PKB.

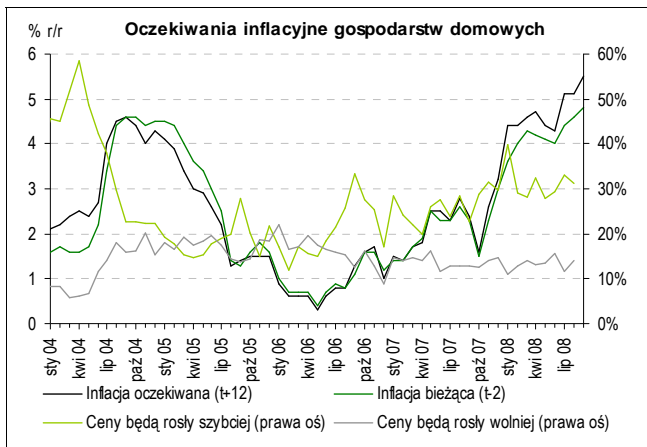
Rada podjęła uchwałę w sprawie ustalenia Założeń polityki pieniężnej na rok 2009, w których uwzględniono wyniki spotkania Rady Polityki Pieniężnej z premierem i przedstawicielami Rządu w dniu 16 września 2008 r. dotyczącego możliwości przystąpienia Polski do strefy euro.

Fragmenty Założeń polityki pieniężnej na 2009 rok

Podstawowym celem polityki pieniężnej prowadzonej w 2009 r. będzie – podobnie jak w latach poprzednich – dążenie do utrzymania inflacji w średnim okresie na poziomie 2,5%. Jednocześnie polityka pieniężna będzie nadal prowadzona w taki sposób, aby sprzyjać utrzymaniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego.

W przypadku podjęcia wiążącej decyzji dotyczącej daty planowanego przystąpienia przez Polskę do strefy euro, Rada będzie prowadziła politykę pieniężną umożliwiającą spełnienie kryteriów konwergencji, a tym samym umożliwiającą przyjęcie przez Polskę euro w wyznaczonym terminie.

W Polsce, w 2009 r. oczekiwane jest obniżenie tempa wzrostu gospodarczego. Struktura wzrostu PKB prawdopodobnie nie ulegnie istotnej zmianie; nadal główną rolę odgrywać będzie wzrost popytu krajowego (choć w porównaniu z 2008 r. będzie on w większym stopniu związany ze wzrostem konsumpcji, a w mniejszym – inwestycji), a wkład eksportu netto do wzrostu PKB pozostanie ujemny. Obniżenie tempa wzrostu gospodarczego powinno łagodzić presję inflacyjną oraz oddziaływać w kierunku stabilizacji deficytu obrotów bieżących.



Źródło: NBP, Reuters

Niższe stopy za granicą wpłyną na decyzje RPP

Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła we wrześniu stopy procentowe bez zmian. Treść oficjalnego komunikatu była zbliżona do wersji sprzed miesiąca, choć jego wydźwięk był bardziej gołębi niż w sierpniu.

Na uwagę zasługuje fakt, że znacznie mocniej niż do tej pory zaakcentowano ryzyko wyraźnego spowolnienia wzrostu PKB w kolejnych kwartałach, zarówno w kraju jak i za granicą. Rada po raz pierwszy stwierdziła, że tempo wzrostu gospodarczego w Polsce może obniżyć się poniżej wzrostu potencjalnego.

Mimo większych niż przed miesiącem obaw o skalę spowolnienia gospodarki, RPP podtrzymała nieformalne restrykcyjne nastawienie, nie wykluczając kolejnych podwyżek.

RPP spotkała się na specjalnym posiedzeniu tuż po obniżce stóp przez najważniejsze banki centralne za granicą. Krajowe stopy pozostały bez zmian, a Rada napisała w komunikacie, że skutki działań banków centralnych będą uwzględnione w analizie perspektyw inflacji i wzrostu PKB na posiedzeniu decyzyjnym pod koniec miesiąca.

Czy oznacza to obniżkę stóp procentowych niebawem? Naszym zdaniem nie, ponieważ perspektywy wzrostu gospodarczego i stabilności systemu finansowego w Polsce są wyraźnie lepsze niż za granicą, a inflacja wyraźnie powyżej celu. Jednak prawdopodobieństwo kolejnych podwyżek stóp wyraźnie spadło. Niewykluczone, że na kolejnym posiedzeniu RPP zasugeruje neutralne nastawienie polityki pieniężnej.

Ważne dla decyzji RPP będą wyniki nowej projekcji inflacji, które pokażą na ile oczekiwane spowolnienie gospodarcze może się przełożyć na proces deflacji. W kwestii wejścia do strefy euro, Rada uznała, że będzie czekać na „wiązącą decyzję” w tej sprawie (patrz niżej).

RPP czeka na wiążącą decyzję o euro

Założenia polityki pieniężnej na rok 2009 nie różnią się zasadniczo od dokumentu na 2008 r. Cel polityki pieniężnej i narzędzia jej realizacji na razie pozostają bez zmian.

RPP stwierdziła, że dopiero po podjęciu „wiążącej decyzji” w sprawie wejścia do strefy euro nastąpi dostosowanie strategii polityki pieniężnej oraz polityki kursowej do warunków wynikających z konieczności spełnienia kryteriów konwergencji.

Polityka pieniężna będzie wówczas podporządkowana trwałemu spełnieniu wszystkich kryteriów konwergencji, co wg członków Rady mogłoby wymagać jej większej restrykcyjności.

Nie wiadomo, czy Rada uzna za „wiązącą decyzję” rządowy harmonogram działań na drodze do strefy euro. Tym bardziej, że zamiast w połowie miesiąca rząd może opublikować dokument dopiero pod koniec października, być może po spotkaniu RPP.

Oczekiwania inflacyjne ciągle rosną

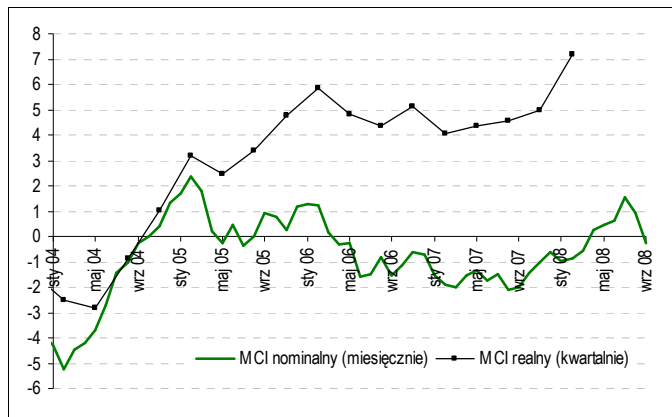
We wrześniu wskaźnik oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych wzrósł po raz kolejny, osiągając poziom 5,5%, najwyższy od siedmiu lat.

W dużym stopniu wynikało to ze wzrostu wskaźnika obserwowanej bieżącej inflacji, od którego uzależniony jest miernik oczekiwań.

Niemniej jednak, odsetek respondentów uważających, że ceny będą w przyszłości rosły w tym samym tempie jak obecnie lub szybciej (ok. 78%) był jedynie nieznacznie mniejszy niż w lipcu (80%).

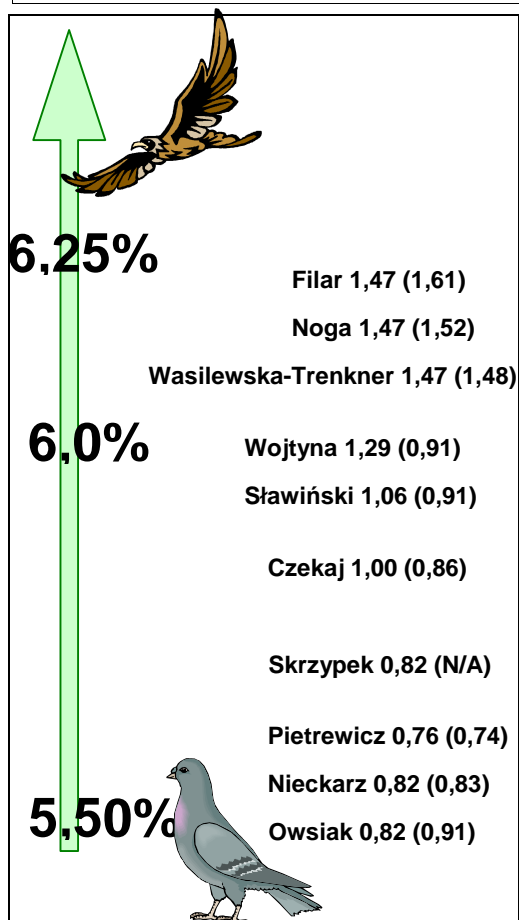
Równocześnie, nieco wzrósł (z 11,5% do 14,2%) udział gospodarstw domowych, które spodziewają się, że w ciągu najbliższych 12 miesięcy ceny będą rosły wolniej.

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



MCI we wrześniu drugi miesiąc z rzędu w dół

- Wrzesień przyniósł wyraźny spadek nominalnego MCI. Stało się tak głównie za sprawą wzrostu kursu EUR/PLN, które zmniejszyło skalę odchylenia rynkowego kursu złotego wobec euro w stronę aprecjacji od obliczanego przez nas długoterminowego trendu.
- Skala tego odchylenia wzrastała silnie od kwietnia do lipca i szczególnie pod koniec tego okresu niektórzy członkowie wyrażali opinię, że skala aprecjacji złotego przekracza tempo aprecjacji kursu równowagi. Stanowiło to wówczas argument przeciw podwyżkom stóp. Oslabienie złotego w ostatnich dwóch miesiącach eliminuje ten argument.
- Biorąc pod uwagę ostatnie wydarzenia na rynku walutowym, w październiku można spodziewać się kolejnego spadku MCI, mimo wzrostu stawek na rynku pieniężnym.



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

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

Kierunek 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.

Indeks restrykcyjności bez zmian, docelowe poziomy stóp ponownie dół

W ciągu ostatniego miesiąca wiedza o wynikach głosowań na posiedzeniach RPP nie uległa zwiększeniu. Już przez publikacją naszego poprzedniego raportu poznaliśmy wyniki głosowania nad podwyżką stóp o 25 pb w czerwcu. Wyniki ewentualnych innych głosowań, które nie zakończyły się podwyżkami stóp ujawnione zostaną dopiero w nowym *Raporcie o inflacji*.

Jastrzębie nadal chcą podwyżek

Jastrzębia frakcja RPP nie ustaje w nawoływaniu do podwyżek stóp. Oczywiście nawoływanie to było bardziej zdecydowane przed skoordynowaną decyzją głównych banków centralnych na świecie o obniżce stóp procentowych. Przykładowo, Marian Noga mówił 2 października w wywiadzie dla Reuters, że aby sprowadzić inflację do celu Rady, czyli 2,5% w średnim terminie potrzebna jest jeszcze jedna podwyżka i powinna ona nastąpić jak najszybciej. Jednocześnie zasugerował jednak, że jeśli perspektywy inflacji będą się poprawiać, to w przyszłym roku nastawienie RPP może zostać złagodzone do neutralnego. Do pierwszych obniżek stóp mogłoby jednak dojść jego zdaniem nie wcześniej niż w 2010 r. W podobnym tonie wypowiadali się Dariusz Filar oraz Halina Wasilewska-Trenkner. Zdaniem Nogi duże znaczenie dla decyzji Rady będą mieć wyniki nowej projekcji inflacji NBP. Noga stwierdził też, że stopa referencyjna NBP musi się zbliżyć do stopy EBC i w tym świetle decyzja o obniżce stóp w strefie euro o 50 pb może odebrać prof. Nodze oraz pozostałym jastrzębiom ochotę do podwyżki stóp.

Sławiński zwraca uwagę na znaczenie wejścia do strefy euro

Do niedawna frakcja jastrzębi mogła liczyć na umiarkowanego członka RPP Andrzeja Sławińskiego. Przykładowo, po deklaracji premiera Tuska o dążeniu szybkiego przyjęcie euro w Polsce, prof. Sławiński mówił w wywiadzie dla TVN CNBC, że „projekt wejścia Polski do systemu ERM2, a później do strefy euro sprawa, że prawdopodobnie nasza polityka pieniężna będzie relatywnie bardziej restrykcyjna, niż gdyby taka sytuacja nie miała miejsca”. Wydaje się jednak, że o ile przed decyzją o skoordynowanej obniżce stóp na świecie o 50 pb „relatywnie bardziej restrykcyjna” polityka mogła dla niego oznaczać możliwość podwyżki stóp w Polsce, to obecnie będzie to utrzymanie stóp przez dłuższy czas bez zmian.

Czekaj stawia znak zapytania nad potrzebą podwyżki

Drugi umiarkowany członek RPP, Jan Czekaj (od początku 2007 r. jako jedyny członek Rady głosujący zawsze zgodnie z większością), pod koniec września mówił jeszcze w wywiadzie dla TVN CNBC, że po danych za wrzesień i publikacji nowej projekcji inflacji „nie można wykluczyć jednej podwyżki stóp”, choć już wówczas spodziewał się, że wzrost PKB w IV kw. br. i I kw. 2009 może spaść poniżej 4%. Na początku października prof. Czekaj w wypowiedzi dla agencji Reuters postawił jednak znak zapytania nad potrzebą dalszego zaostrzenia polityki pieniężnej. „Sądzę, że nie ma takiej sytuacji, żeby dokonać podwyżki stóp natychmiast. Ja się nawet zastanawiam, czy ona w ogóle będzie potrzebna”, powiedział. Teraz może mieć jeszcze większe wątpliwości.

Czy prezes NBP może poprzeć podwyżkę?

Odpowiedź na to pytanie wydawała się twierdząca przed skoordynowaną obniżką stóp na świecie. Prezes Skrzypek podkreślał bowiem znaczenie perspektywy przyjęcia euro w Polsce. Obecnie jednak jego skłonność do podwyżki zapewne zmalała podobnie jak w przypadku innych członków RPP, a być może zmieniła się w skłonność do obniżki stóp.

Pod lupą: Rząd i polityka

Komunikat po spotkaniu premiera z przedstawicielami RPP

W dniu 16 września 2008 odbyło się spotkanie premiera Donalda Tuska i przedstawicieli Rządu z Radą Polityki Pieniężnej i jej przewodniczącym, Prezesem NBP Sławomirem Skrzypkiem.

Podczas spotkania ustalono:

- rok 2011 powinien być rokiem spełnienia kryteriów i pozytywnej decyzji Komisji Europejskiej dotyczącej wejścia Polski do strefy euro,
- rząd, Rada Polityki Pieniężnej i Narodowy Bank Polski gotowe są do ścisłej współpracy dla osiągnięcia tego celu,
- szczegółowy harmonogram zostanie przygotowany w październiku, także po konsultacjach politycznych,
- w najbliższym czasie rozpoczną pracę zespoły robocze Ministerstwa Finansów i Narodowego Banku Polskiego przygotowujące ścieżkę wejścia do mechanizmu kursów walutowych (ERM II).

Wypowiedzi polityków nt. wejścia do strefy euro

Donald Tusk, premier, Reuters, 7 października

Otrzymałem informację, że posłowie opozycji chcieliby (...) jutro w Sejmie usłyszeć szczegółowy harmonogram (...). Jutro na pewno taki szczegółowy harmonogram nie będzie gotowy, ale zakładaliśmy, że do końca października ta mapa drogowa będzie gotowa i przedstawimy ją publicznie.

Jacek Rostowski, minister finansów, PAP, 9 października

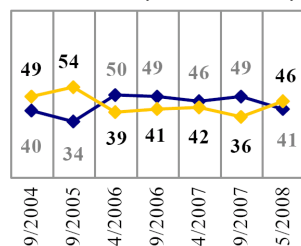
Potwierdzam, że ambitnym, ale realistycznym celem rządu jest, aby Polska została przyjęta do strefy euro w 2011 roku. Według tego planu pierwsza połowa przyszłego roku to najlepszy moment do przystąpienia do systemu ERM2. W połowie 2011 wystąpimy do Komisji Europejskiej o potwierdzenie gotowości Polski na przystąpienie do strefy euro i przeliczenie kursu złotego na euro. Wierzę, że 1 stycznia 2012 nastąpi formalne przyjęcie nowej waluty.

Katarzyna Zajdel-Kurowska, wicemin. finansów, Reuters, 8 października

Polska waluta jest w trwałym trendzie aprecjacyjnym. Im bardziej będziemy zwlekali (z wejściem do ERM2) tym bardziej kurs będzie niekorzystny.

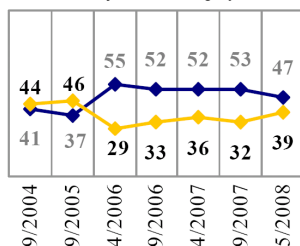
Czy jesteś zadowolony, że euro zastąpi złotego?

- zadowolony i b.zadowolony
- niezadowolony i b.niezadowolony



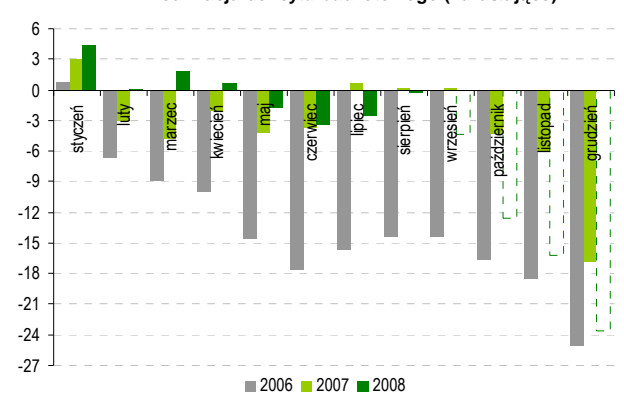
Jakie skutki wprowadzenie euro będzie miało dla kraju?

- raczej i bardzo pozytywne
- raczej i bardzo negatywne



Flash Eurobarometer, The Gallup Organization

Realizacja deficytu budżetowego (narastająco)



Skrócenie drogi do euro?

- We wrześniu nastąpiła istotna zmiana stanowiska rządu w sprawie wejścia Polski do strefy euro. O ile do tej pory unikano określenia docelowej daty wprowadzenia euro, teraz zadeklarowano, że „rok 2011 powinien być rokiem spełnienia kryteriów i pozytywnej decyzji Komisji Europejskiej dotyczącej wejścia Polski do strefy euro”. Sugeruje to, że zastąpienie złotego przez euro mogłoby nastąpić w 2012 r.
- Realizacja zapowiedzianego scenariusza nie będzie łatwa. Podstawowym problemem, z którym będzie musiał zmierzyć się rząd, jest brak wystarczającego poparcia w Sejmie dla zmian w konstytucji, które są niezbędne przed wejściem do strefy euro. Bez pewności, że zmiany te uda się wprowadzić, bardzo ryzykowne jest podjęcie decyzji o wejściu do ERM-2, systemu kursowego, w którym złoty musi przebywać przez przynajmniej dwa lata aby uzyskać zgodę UE na przyjęcie wspólnej waluty. Aby euro w 2012 r. było możliwe, wejście do ERM-2 powinno nastąpić najpóźniej w połowie 2009 r.
- Wg premiera Tuska, jeśli PiS nie zgodzi się na zmiany w konstytucji, możliwe jest referendum w tej sprawie na wiosnę 2009. Problem w tym, że wynik oraz frekwencja w referendum są pod znakiem zapytania (co pokazało m.in. niedawne badanie OBOP, szczegóły niżej).
- W efekcie, mimo silnej deklaracji rządu, wejście do strefy euro w 2012 r. obarczone jest dużą niepewnością. Niemniej, podanie daty docelowej i rozpoczęcie działań w tym kierunku powinno być czynnikiem stabilizującym dla rynku walutowego w okresie kryzysu zaufania na świecie.
- Pod koniec października rząd ma przedstawić harmonogram działań związanych z dążeniem do strefy euro. Po jego prezentacji, w następnym MAKROskopie opublikujemy pełniejszy raport poświęcony tej kwestii.

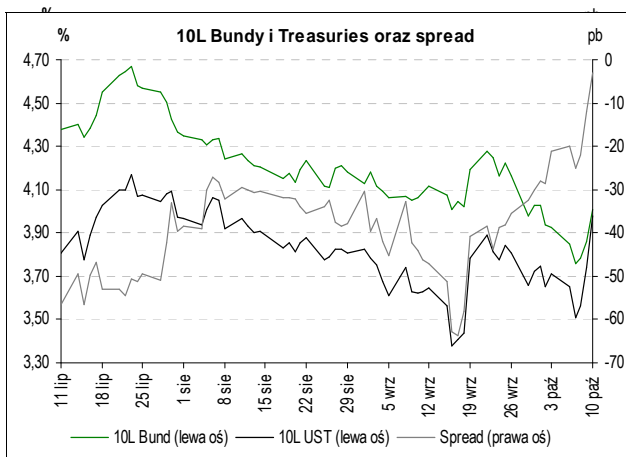
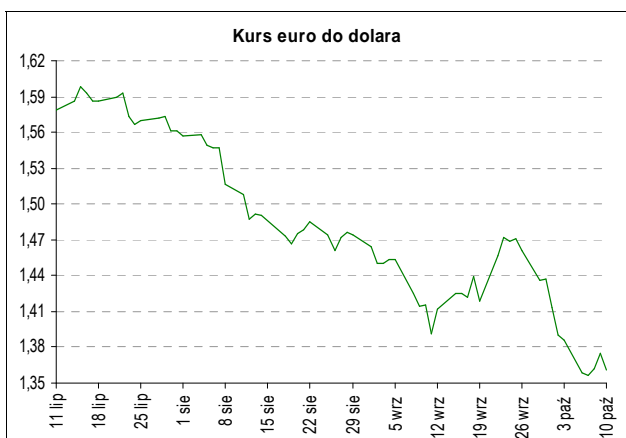
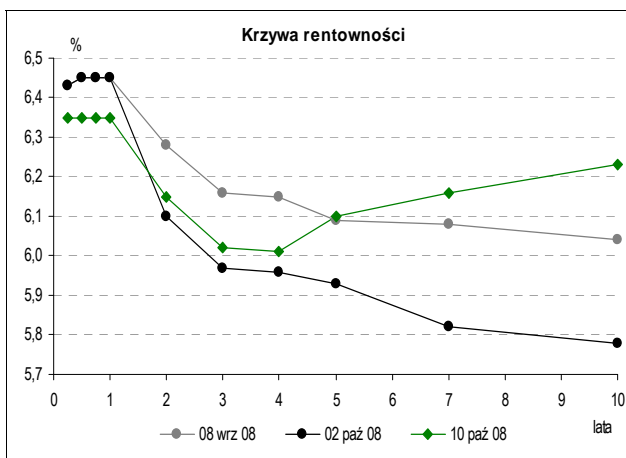
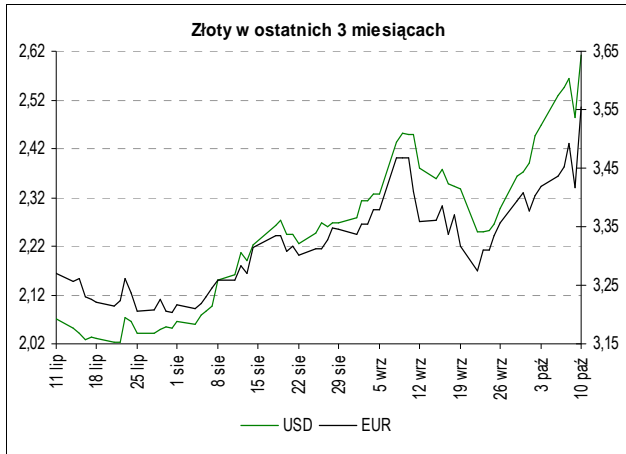
... ale większość Polaków nie chce euro w portfelach

- Wg badania OBOP z połowy września, 55% Polaków jest sceptyczna wobec szybkiego wprowadzenia Polski do strefy euro.
- Negatywną tendencję potwierdza również Eurobarometr, cykliczne badanie Komisji Europejskiej, wg którego od września 2007 do maja 2008 w Polsce nastąpił wyraźny spadek poparcia dla wprowadzenia euro, a liczba przeciwników (46%) przekroczyła liczbę zwolenników (41%) po raz pierwszy od III kw. 2005. Zanotowano również zdecydowane pogorszenie opinii publicznej nt. skutków wprowadzenia euro dla gospodarki oraz dla obywateli. Odsetek Polaków opowiadających się za wprowadzeniem euro tak szybko jak to możliwe spadł do 18%, a procent odpowiedzi tak późno jak to możliwe wzrósł do 41%.
- Wg raportu KE, tendencje w Polsce są najbardziej negatywne wśród wszystkich nowych krajów członkowskich UE.

Od września ruszyły wydatki?

- Po ośmiu miesiącach roku budżet państwa miał deficyt 325 mln zł, co oznacza nadwyżkę w sierpniu ponad 2,3 mld zł.
- O ile w przypadku wpływów z podatków pośrednich widoczne było osłabienie wzrostu w sierpniu, dochody z tytułu podatków PIT i CIT zwiększały się w niezłym tempie (odpowiednio 12,3% i 11,4% r/r), odzwierciedlając solidny wzrost dochodów osób prywatnych i przedsiębiorstw.
- Realizacja wydatków po ośmiu miesiącach była w dalszym ciągu znacznie poniżej planu. Wg zapowiedzi wiceminister finansów Elżbiety Suchockiej-Roguskiej, przyspieszenie wzrostu wydatków budżetu nastąpiło we wrześniu, w związku z czym wg szacunków resortu deficyt budżetu zwiększył się do ok. 4,5 mld zł (ponad 16% planu rocznego). W całym roku deficyt będzie prawdopodobnie bliski 24 mld zł.

Monitor rynku



Fala wyprzedaży złotego

▪ Po tym jak złoty zbliżył się do 3,50 wobec euro na początku września, doszło do odreagowania krajowej waluty, co szło w parze z lekkim odbiciem na rynkach akcji. Deklaracja rządu o chęci przystąpienia do strefy euro w 2012 r. pozytywnie wpłynęła na złotego. Gwałtowny wzrost awersji do ryzyka wywołany przez ciąg negatywnych wydarzeń na zagranicznych rynkach finansowych, zyskujący dolar i negatywne informacje z Węgier przyczyniły się do osłabiania złotego powyżej 3,60 do euro.

▪ Naszym zdaniem na złotym mogą wciąż ciążyć nastroje na rynkach światowych. Mogą wpływać na niego też obniżane prognozy aktywności gospodarczej w kraju. Jednak spowolnienie gospodarcze w Polsce powinno być mniejsze niż w strefie euro i USA, co wraz z perspektywą wejścia do euro, wciąż dobrą sytuacją w relacjach zewnętrznych i spodziewaną korektą w górę EURUSD powinno wspierać złotego.

Wzrost różnicy stóp IRS-obligacje

▪ Od połowy września na krajowym rynku obligacji trwało umocnienie, jednak negatywne informacje z Węgier w połowie października spowodowały skokowy wzrost rentowości oraz częściową utratę płynności rynku. Początkowo umocnieniu rynku sprzyjały dane z gospodarki. Wypowiedzi nt. planów przyjęcia euro przez Polskę stabilizowały krótki koniec krzywej i umocniły długi koniec w związku z grą na konwergencję z EMU (chwilowy spadek spreadu 5x5 do 10 pkt). Zawirowania na rynkach finansowych przyczyniły się do złagodzenia opinii w RPP. W rezultacie doszło do znaczącego zwiększenia różnicy między rentowościami obligacji, a stopami IRS.

▪ W związku z cięciami stóp przez główne banki centralne, w tym EBC, i obecną sytuacją na rynkach finansowych, RPP może nie zdecydować się na podwyżkę stóp. Jednak perspektywa wejścia do strefy euro będzie znacząco oddalała w czasie cięcia stóp.

Umocnienia dolara ciąg dalszy

▪ We wrześniu i na początku października aprecjacja dolara, która trwa od połowy lipca była kontynuowana. Po słabszych danych i negatywnych informacji z sektora finansowego USA (bankructwo Lehman Brothers, nacjonalizacja AIG) kurs EURUSD odbił powyżej 1,47. Później pojawiła się seria złych wiadomości dla europejskiego sektora bankowego, podczas gdy w USA uchwalono plan ratunkowy dla sektora finansowego. Ponadto wyraźnemu złagodzeniu uległ ton komunikatu EBC. Zamrożenie rynków kredytowych i wzmożone zapotrzebowanie na dolara zwiększały zakupy amerykańskiej waluty na rynku walutowym.

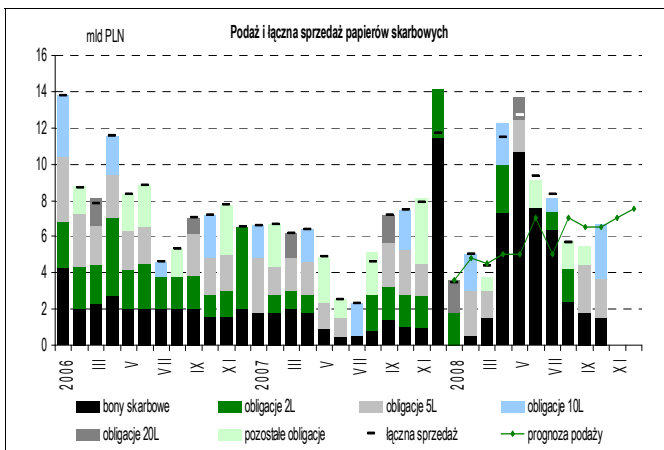
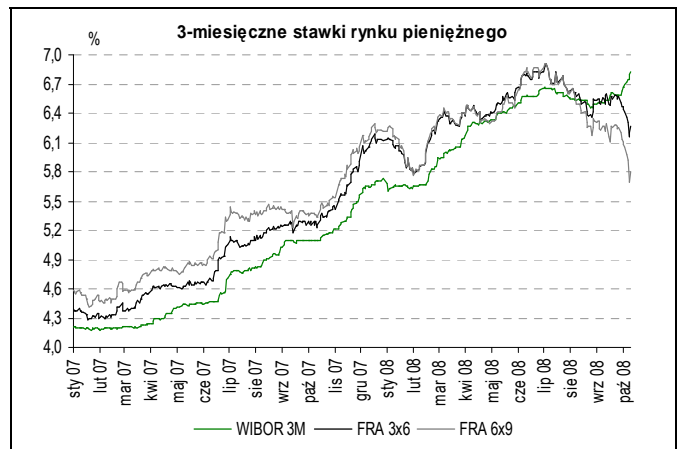
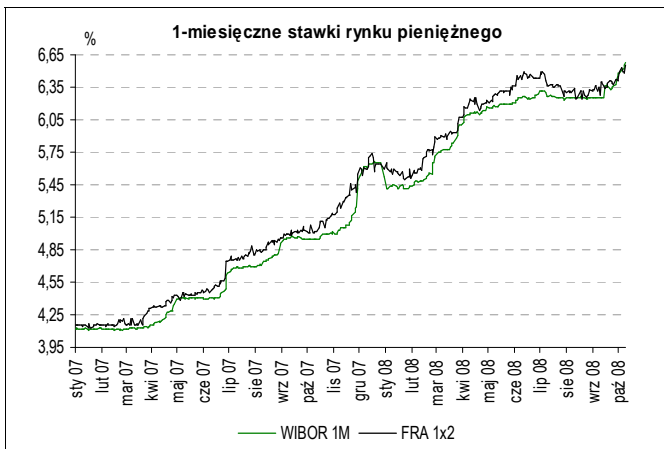
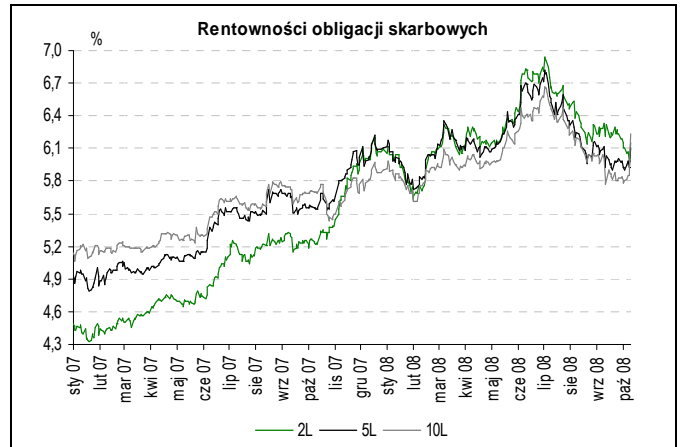
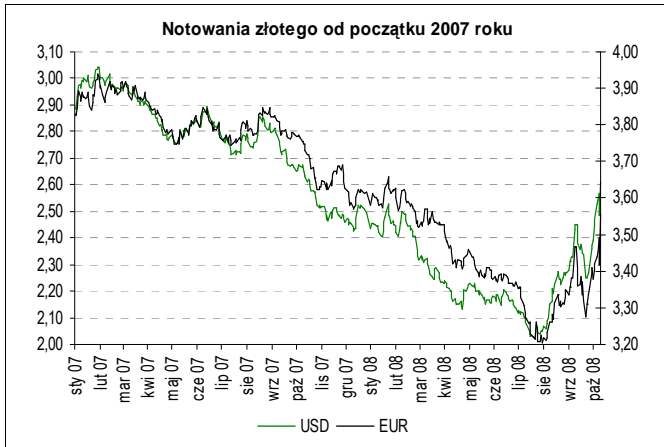
▪ Naszym zdaniem ostatnio obserwowane umocnienia dolara były zbyt duże i przy poprawie nastrojów na światowych rynkach euro może nieco odreagować. W późniejszym okresie umocnienie dolara może przebiegać w wolniejszym tempie.

Spadek spreadu Bundy vs. Treasuries

▪ Wobec negatywnych informacji dla sektora finansowego USA i perspektywie znaczących emisji obligacji w celu finansowania wykupu złych aktywów instytucji finansowych doszło do znaczącego osłabienia amerykańskich obligacji. Po wzroście awersji do ryzyka doszło do znaczącego umocnienia bazowych rynków długu. Dla strefy euro istotne były „gołębie” komentarze EBC. Jednak w połowie października doszło do kolejnej wyprzedaży wobec preferencji inwestorów utrzymywania gotówki. W ciągu miesiąca rentowności 10-letnich Treasuries wzrosły o 25 pb a Bundów spadły o 4 pb.

▪ Oczekujemy, że EBC obetnie stopy jeszcze raz w tym roku o 25 pb, i dalej raz na kwartał (do 3,0%). Oczekujemy także, że Fed obniży stopy o 25 pb do końca roku, po czym dojdzie do jeszcze jednej obniżki w I kw. 2009 r. (stopa Fed Funds w dół do 1%). Stopy będą obniżane wobec pogarszających się perspektyw wzrostu gospodarczego oraz spadającej inflacji.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	(OFERTA)*/SPRZEDAŻ					
	52-tyg.	26-tyg.	13-tyg.	5-tyg.	3-tyg.	2-dn.
14.07.2008	1200/1298	-	500/629	-	-	-
21.07.2008	-	1000/1000	500/500	-	-	-
28.07.2008	-	1000/1023	500/526	-	-	-
04.08.2008	1200/1200	-	-	-	-	-
11.08.2008	700/700	700/700	-	-	-	-
18.08.2008	500/500	500/500	-	-	-	-
01.09.2008	500/500	500/502	-	-	-	-
08.09.2008	500/500	500/500	-	-	-	-
15.09.2008	800/800	800/800	-	-	-	-
06.10.2008	1500/1500	-	-	-	-	-
13.10.2008	800	-	800	-	-	-
20.10.2008	0-1500	-	-	-	-	-
27.10.2008	0-1500	-	-	-	-	-

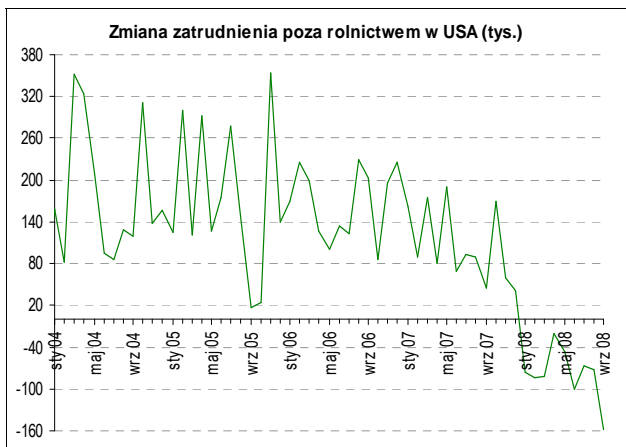
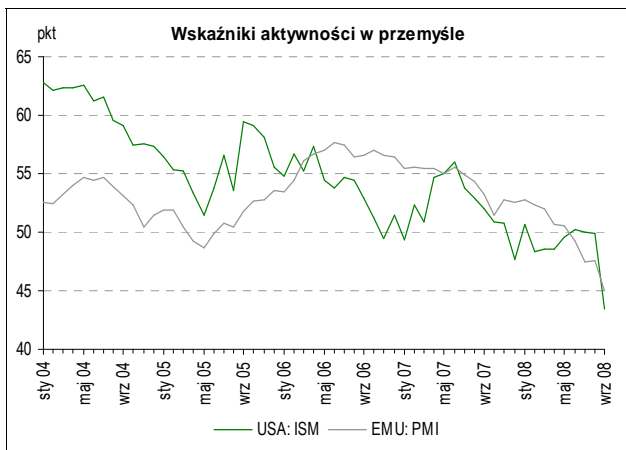
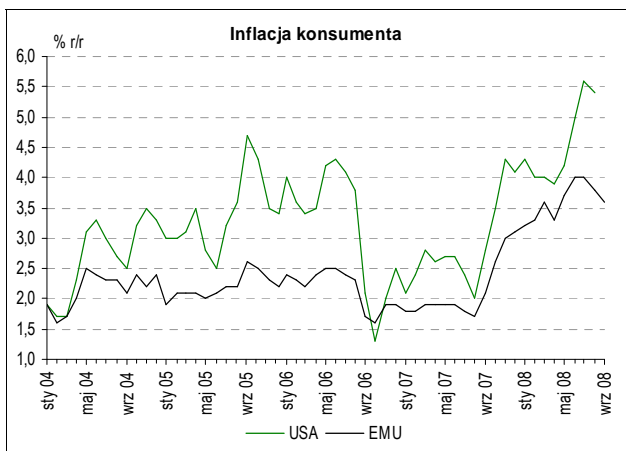
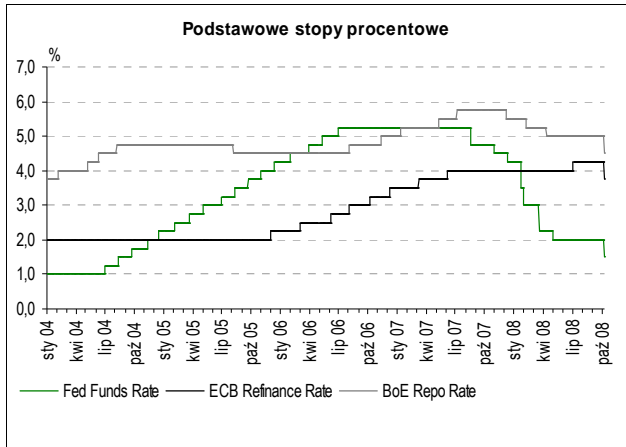
* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

Przetargi obligacji skarbowych w 2008 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg			II przetarg			Przetarg zamiany		
	data	obligacje	oferta	data	obligacje	oferta	data	obligacje	sprzedaż
styczeń	02.01	OK0710	1 800	09.01	WS0922	1 800	16.01	PS0413 / IZ0816 /	524 / 766 / 431
lut	06.02	PS0413	2 500	13.02	DS1017	2 000	20.02	WZ0816 / WZ0118	855 / 914
marzec	05.03	PS0413	1 500	12.03	WS0437	700	19.03	PS0413/WZ0118/WS0922	1632 / 340 / 369
kwiecień	02.04	OK0710	2 700	09.04	DS1017	2 300	23.04	PS0413/DS1017	3399/2804
maj	07.05	PS0413	1 800	14.05	WS0922	1 200	21.05	OK0710/PS0413/DS1017	0/0/0
czerwiec	04.06	IZ0816/WZ011	500/1000	-	-	-	11.06	przetarg nie został zorganizowany	
lipiec	02.07	OK0710	1 000	09.07	DS1017	700	23.07	PS0413	1558
sierpień	06.08	OK0710	1 800	13.08	WZ0118 IZ0823	1 000 500	22.08	DS1017	1244
wrzesień	03.09	PS0413	2 640	10.09	WS0429	1 000	17.09	DS1017/WS0429	3113/590
październik	01.10	PS0414	2 160	08.10	DS1019	3 000	-	-	-
listopad	05.11	5L	-	12.11	12L CPI 10L	-	-	-	-
grudzień	03.12	2L	-	-	-	-	-	-	-

* razem z przetargiem uzupełniającym

Przegląd międzynarodowy

**Cięcia stóp głównych banków centralnych**

- We wrześniu Fed pozostawił stopy bez zmian. Wg protokołu z posiedzenia Fed członkowie Rady Rezerw Federalnych stwierdzili, że ryzyko inflacyjne w gospodarce jest coraz mniejsze. Jednocześnie podkreślono, iż może być niezbędna obniżka stóp procentowych, jeżeli zawirowania na rynkach będą się odbijać negatywnie na wzroście gospodarczym.
- EBC pozostawił stopy procentowe bez zmian na regularnym posiedzeniu w październiku. Jednak ton komunikatu EBC i wypowiedzi jego prezesa były łagodniejsze niż poprzednio. Wg J. C. Trichet'a rosła ryzyka dla niższego wzrostu gospodarczego, a dla inflacji uległy zmniejszeniu, choć nie zostały wyeliminowane.
- Wraz z narastaniem napięcia na rynkach finansowych rosły też spekulacje na cięcia stóp przez główne banki centralne. Oczekiwania te zrealizowały się kilka dni po decyzji EBC. Fed, EBC, Bank Anglii, Bank Kanady, Bank Szwecji obcięły stopy o 50 pb, Bank Szwajcarii, o 25 pkt, a Bank Chin o 27 pb. Cięcia miały na celu zwiększenie zaufania na rynku kredytowym.

Niższa inflacja

- Według finalnych danych inflacja w strefie euro spadła w sierpniu do 3,8% r/r z 4,0% r/r w lipcu. Z kolei wg wstępnych szacunków za wrzesień inflacja spadła ponownie do 3,6%.
- Zgodnie z oczekiwaniami ceny konsumentów w USA spadły w sierpniu o 0,1%, a bazowa inflacja wyniosła 0,2% m/m. Roczna inflacja wyniosła 5,4% wobec oczekiwanych 5,5%. Bazowy indeks CPI wzrósł o 2,5% wobec oczekiwanych 2,6%. PPI zanotował głębszy spadek (-0,9% m/m, 9,6% r/r) od oczekiwań o (-0,5%). Bazowy wskaźnik PPI wzrósł o 0,2% (3,6% r/r).
- Zanotowane spadki cen surowców (wobec spowolnienia gospodarczego na świecie) i żywności (wobec dobrych plonów), mogą wspierać perspektywę inflacji.

Coraz słabsze dane z USA; podobnie w strefie euro

- Indeks PMI w sektorze przetwórczym spadł we wrześniu do najniższego poziomu od 7 lat, tj. 45 pkt. Indeks PMI dla sektora usług w strefie euro znalazł się nieco poniżej prognozy rynkowej i wyniósł 48,4 pkt. To wciąż jest poziom zbliżony do najniższego od 5 lat. Indeks cen spadł do najniższego poziomu od początku 2006 r., a indeks oczekiwań w biznesie był najniższy od 10 lat. Niemiecki Ifo za wrzesień rozczarował i spadł do 92,9 pkt z 94,8.
 - Indeks ISM dla amerykańskiego przemysłu spadł we wrześniu do 43,5 pkt wobec oczekiwanego spadku do 49,5 pkt. Indeks ISM dla sektora usług spadł we wrześniu do 50,2 pkt z 50,6 pkt w sierpniu, wobec oczekiwanego spadku do 50 pkt, i w dalszym ciągu jest to słaby wynik pokazujący nieznaczny wzrost aktywności w tym sektorze. Spadki zanotowały indeks zatrudnienia i cen, natomiast wzrósł indeks nowych zamówień. Sprzedaż detaliczna w USA zanotowała we wrześniu spadek o 0,3% wobec oczekiwanego wzrostu o 0,2% m/m.
 - Rynek nieruchomości w USA wciąż kuleje. Liczba sprzedanych mieszkań na rynku wtórnym spadła w sierpniu do poziomu 4,91 mln z 5 mln w lipcu, a na rynku pierwotnym do 460 tys. z 520 tys.
 - Z drugiej strony indeksy aktywności Philly Fed, Chicago PMI oraz nastrojów konsumentów Michigan były lepsze od oczekiwań.
 - Dynamika PKB za II kw. w USA została zrewidowana w dół do 2,8% z 3,3% wg wcześniejszych szacunków za sprawą korekty konsumpcji indywidualnej oraz eksportu netto.
- Kolejne słabe dane z amerykańskiego rynku pracy**
- Stopa bezrobocia w USA pozostała we wrześniu na poziomie 6,1%. Jednak liczba zatrudnionych poza rolnictwem w USA spadła o 159 tys. (oczekiwania -105 tys.) po spadku o 73 tys. w sierpniu. Dane za sierpień oraz lipiec pozostały w sumie zrewidowane w górę o 4 tys.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
13 października <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> <i>PL: Bilans płatniczy (VIII)</i>	14 <i>PL: CPI (IX)</i> <i>PL: Podaż pieniądza (IX)</i> DE: Indeks ZEW (X) EZ: Produkcja przemysłu (VIII)	15 <i>PL: Place i zatrudnienie (IX)</i> EZ: Finalny HICP (IX) US: PPI (IX) US: Indeks NY Fed (X) US: Sprzedaż detaliczna (IX)	16 US: CPI (IX) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (IX) US: Produkcja przemysłu (IX) US: Raport o przepływach kapitału (VIII) US: Indeks Philadelphia Fed (X)	17 <i>PL: Produkcja przemysłowa (IX)</i> <i>PL: PPI (IX)</i> US: Liczba nowych budów domów (IX) US: Liczba pozwoleń na budowę (IX) US: Wstępny Michigan (X)
20 <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> US: Wskaźniki wyprzedzające koniunktury (IX)	21 <i>PL: Inflacja bazowa (IX)</i>	22 <i>PL: Przetarg zamiany</i>	23 <i>PL: Minutes RPP (VIII)</i> <i>PL: Wskaźniki koniunktury (X)</i> <i>PL: Sprzedaż detaliczna (IX)</i> <i>PL: Bezrobocie (IX)</i>	24 EZ: Wstępny PMI - sektor przetwórczy (X) EZ: Wstępny PMI - sektor usług (X) US: Sprzedaż domów (IX)
27 <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> DE: Indeks Ifo (X) EZ: Podaż pieniądza M3 (IX) US: Sprzedaż nowych domów (IX)	28 <i>PL: Spotkanie RPP</i> DE: Indeks Gik (XI) US: Indeks cen nieruchomości Case/Shiller	29 <i>PL: Spotkanie RPP – decyzja</i> US: Zamówienia na dobra trwałe (IX) US: Spotkanie Fed - decyzja	30 EZ: Indeksy nastrojów (X) US: Przedwstępny PKB (III kw.) US: Bazowy PCE (III kw.) US: Deflator PKB (III kw.)	31 EZ: Wstępny HICP (X) US: Bazowy PCE (VIII) US: Chicago PMI (X) US: Finalny Michigan (X)
3 listopada <i>PL: PMI (X)</i> EZ: PMI - sektor przetwórczy (X) US: ISM - sektor przetwórczy (X)	4 EZ: PPI (IX) US: Zamówienia w przemyśle (IX)	5 <i>PL: Aukcja obligacji 5-letnich</i> EZ: PMI - sektor usług (X) EZ: Sprzedaż detaliczna (IX) US: Raport ADP (X) US: ISM - sektor usług (X)	6 EZ: Decyzja EBC GB: Decyzja Banku Anglii US: Jednostkowe koszty i wydajność pracy (III kw.)	7 US: Zatrudnienie poza rolnictwem (X) US: Bezrobocie (X)
10	11 <i>PL: Dzień Niepodległości</i> US: Dzień wolny DE: Indeks ZEW (XI)	12 <i>PL: Aukcja obligacji 12-letnich i indeksowanych inflacją oraz 10-letnich zmiennokuponowych</i> <i>PL: Bilans płatniczy (IX)</i> EZ: Produkcja przemysłu (IX)	13 US: Bilans handlowy (IX)	14 <i>PL: Podaż pieniądza (X)</i> EZ: Wstępny PKB (III kw.) EZ: Finalny HICP (X) US: Ceny importowe (X) US: Sprzedaż detaliczna (X) US: Wstępny Michigan (XI)

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 ^a	13 ^b	15	14	13	15	13	15	14	13	15
Inflacja bazowa	22	-	21 ^b	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	22	28	24	25	26	26	23	-	-
Place brutto, zatrudnienie	16	15	17	15	16	16	15	18	15	15	18	15
Bezrobocie	24	25	26	22	28	24	25	26	26	23	-	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	2	-	31	-	-	30	-	-	30	-	-	30
Bilans płatniczy	18 ^c	12	13	15	15	17	15	12	12	13	12	12
Podaż pieniądza	14	14	14	14	14	13	14	14	12	14	14	12
Bilans NBP	7	7	7	7	7	6	7	7	5	7	7	5
Wskaźniki koniunktury	23	22	21	23	23	23	23	22	23	23	21	22

* dane kwartalne; ^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty, ^c za listopad 2007 itd.

Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		wrz 07	paź 07	lis 07	gru 07	sty 08	lut 08	mar 08	kwi 08	maj 08	cze 08	lip 08	sie 08	wrz 08	paź 08
Produkcja przemysłowa	% r/r	5,4	10,8	8,5	6,4	10,7	15,0	1,0	15,1	2,4	7,3	5,9	-3,7	6,0	0,4
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	14,2	19,4	19,2	12,4	20,9	23,8	15,7	17,6	14,9	14,2	14,3	7,7	13,5	10,6
Stopa bezrobocia	%	11,6	11,3	11,2	11,4	11,7	11,5	11,1	10,5	10,0	9,6	9,4	9,3	9,2	9,1
Place brutto ^{b c}	% r/r	9,5	11,0	12,0	7,2	11,5	12,8	10,2	12,6	10,5	12,0	11,6	9,7	11,4	9,3
Zatrudnienie ^b	% r/r	4,7	5,0	5,0	4,9	5,9	5,9	5,8	5,6	5,4	4,8	4,7	4,2	4,0	3,7
Eksport (w euro) ^d	% r/r	9,0	15,6	11,3	8,0	22,6	29,1	10,6	34,1	12,5	16,6	21,7	6,7	24,8	7,7
Import (w euro) ^d	% r/r	15,1	19,7	19,8	16,6	19,8	31,4	12,2	31,8	13,5	19,7	20,8	16,9	25,4	11,6
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-1024	-1019	-1333	-1673	-780	-808	-1345	-1032	-1213	-1639	-1563	-1481	-1341	-1551
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-881	-1459	-824	-2314	-1211	-1322	-1807	-1282	-1495	-2098	-1222	-1481	-1216	-1851
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-4,4	-4,5	-4,4	-4,7	-4,7	-4,8	-5,0	-5,0	-5,0	-5,0	-4,8	-4,9	-4,9	-5,0
Saldo budżetu (narastająco)	mlrd PLN	0,2	-4,4	-6,0	-16,9	4,4	0,0	1,9	0,6	-1,9	-3,5	-2,7	-0,3	-4,4	-12,6
Saldo budżetu (narastająco)	% planu ^e	-1,2	26,2	35,5	100,0	-16,4	-0,1	-6,9	-2,2	6,8	12,8	9,9	1,2	16,3	46,6
Inflacja (CPI)	% r/r	2,3	3,0	3,6	4,0	4,0	4,2	4,1	4,0	4,4	4,6	4,8	4,8	4,5	4,1
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	1,8	2,0	2,5	2,3	2,9	3,2	2,9	2,5	2,7	2,6	2,1	2,0	2,1	2,5
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	14,4	13,8	13,6	13,4	12,9	13,5	13,6	15,0	15,1	16,3	16,8	16,6	16,7	16,1
Depozyty	% r/r	15,4	15,2	15,1	14,5	14,3	14,7	15,3	16,7	17,4	18,5	19,4	18,8	18,7	17,7
Kredyty	% r/r	31,0	30,6	30,1	29,9	30,3	29,5	29,7	28,3	27,6	27,7	25,3	26,3	24,9	24,1
USD/PLN	PLN	2,73	2,61	2,49	2,47	2,46	2,43	2,28	2,19	2,19	2,17	2,07	2,19	2,34	2,52
EUR/PLN	PLN	3,79	3,71	3,66	3,60	3,61	3,58	3,54	3,45	3,40	3,37	3,26	3,29	3,37	3,48
Stopa interwencyjna ^a	%	4,75	4,75	5,00	5,00	5,25	5,50	5,75	5,75	5,75	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Stopa lombardowa ^a	%	6,25	6,25	6,50	6,50	6,75	7,00	7,25	7,25	7,25	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50
WIBOR 3M	%	5,09	5,13	5,36	5,67	5,64	5,74	6,03	6,29	6,41	6,58	6,62	6,52	6,56	6,50
Rentowność bonów 52-tyg.	%	5,01	5,04	5,30	5,78	5,75	5,66	6,09	6,10	6,10	6,63	6,70	6,60	6,46	6,40
Rentowność obligacji 2L	%	5,25	5,30	5,77	6,06	5,92	5,90	6,17	6,20	6,27	6,73	6,66	6,32	6,25	6,10
Rentowność obligacji 5L	%	5,60	5,59	5,90	6,07	5,94	5,93	6,20	6,12	6,25	6,62	6,53	6,15	6,01	5,95
Rentowność obligacji 10L	%	5,69	5,64	5,70	5,85	5,81	5,82	5,98	5,98	6,10	6,41	6,43	6,10	5,89	5,90

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

		2006	2007	2008	2009	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08
PKB	mld PLN	1 060,0	1 167,8	1 276,7	1 370,1	267,7	281,5	288,5	330,1	294,1	308,5	315,7	358,5
PKB	% r/r	6,2	6,6	5,2	3,9	7,3	6,5	6,5	6,4	6,1	5,8	4,5	4,5
Popyt krajowy	% r/r	7,3	8,3	6,3	5,6	9,3	9,2	8,4	6,5	6,3	6,2	6,2	6,4
Spożycie indywidualne	% r/r	5,0	5,0	5,3	5,1	6,8	4,9	4,8	3,6	5,6	5,6	5,1	5,1
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	14,9	17,6	13,2	9,2	23,8	19,0	16,7	15,2	15,7	15,2	13,5	11,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	12,5	9,7	5,7	4,5	13,0	8,5	8,1	9,6	8,5	8,5	2,7	3,2
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	11,9	14,0	10,7	8,4	17,4	14,1	12,8	12,2	16,0	11,1	7,8	7,9
Stopa bezrobocia ^a	%	14,8	11,4	9,5	9,6	14,3	12,3	11,6	11,4	11,1	9,6	9,2	9,5
Place realne brutto ^c	% r/r	4,2	6,7	6,2	3,4	5,9	6,5	8,1	6,5	7,2	7,7	5,9	4,5
Zatrudnienie ^c	% r/r	3,2	4,6	4,7	1,3	4,2	4,5	4,8	5,0	5,9	5,2	4,3	3,5
Eksport (w euro) ^b	% r/r	20,4	13,4	16,5	6,0	14,3	13,5	13,8	12,0	20,3	20,9	17,9	8,0
Import (w euro) ^b	% r/r	24,0	19,5	18,0	11,0	20,6	20,7	18,2	18,9	20,5	21,5	21,2	10,0
Bilans handlowy ^b	mln EUR	-5 539	-12 369	-16 164	-24 148	-2 385	-3 073	-2 894	-4 017	-2 927	-3 877	-4 384	-4 975
Rachunek bieżący ^b	mln EUR	-7 445	-14 586	-18 843	-27 227	-2 905	-4 010	-3 084	-4 587	-4 333	-4 866	-3 918	-5 725
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-2,7	-4,7	-5,1	-6,7	-3,1	-3,9	-4,4	-4,7	-5,0	-5,0	-4,9	-5,1
Deficyt budżetowy ^a	mld PLN	-25,1	-16,9	-23,6	-18,2	-4,8	-3,7	0,2	-16,9	1,9	-3,5	-4,4	-23,6
Deficyt budżetowy	% PKB	-2,4	-1,4	-1,8	-1,3	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	1,0	2,5	4,2	3,3	2,0	2,4	2,0	3,5	4,1	4,3	4,7	3,9
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	1,4	4,0	3,7	3,2	2,5	2,6	2,3	4,0	4,1	4,6	4,5	3,7
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,5	2,3	2,7	3,2	3,3	2,0	1,7	2,3	3,0	2,6	2,1	3,0
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	16,0	13,4	13,9	10,5	18,0	14,7	14,4	13,4	13,6	16,3	16,7	13,9
Zobowiązania ^a	% r/r	15,2	14,5	15,0	10,0	17,7	15,2	15,4	14,5	15,3	18,5	18,7	15,0
Należności ^a	% r/r	23,4	29,9	21,1	12,0	26,8	29,2	31,0	29,9	29,7	27,7	24,9	21,1
USD/PLN	PLN	3,10	2,77	2,32	2,51	2,97	2,82	2,76	2,52	2,39	2,18	2,20	2,51
EUR/PLN	PLN	3,90	3,78	3,43	3,36	3,89	3,80	3,79	3,65	3,58	3,41	3,31	3,44
Stopa interwencyjna ^a	%	4,00	5,00	6,00	6,00	4,00	4,50	4,75	5,00	5,75	6,00	6,00	6,00
Stopa lombardowa ^a	%	5,50	6,50	7,50	7,50	5,50	6,00	6,25	6,50	7,25	7,50	7,50	7,50
WIBOR 3M	%	4,21	4,73	6,32	6,27	4,20	4,42	4,89	5,39	5,80	6,43	6,57	6,50
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,18	4,69	6,28	6,11	4,14	4,40	4,84	5,37	5,84	6,28	6,59	6,40
Rentowność obligacji 2L	%	4,57	5,23	6,23	5,88	4,47	4,78	5,21	5,71	5,99	6,40	6,41	6,10
Rentowność obligacji 5L	%	5,03	5,52	6,14	5,81	4,95	5,19	5,57	5,85	6,02	6,33	6,23	6,00
Rentowność obligacji 10L	%	5,22	5,56	6,03	5,74	5,17	5,36	5,66	5,73	5,87	6,16	6,14	5,95

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 10.10.2008 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.

