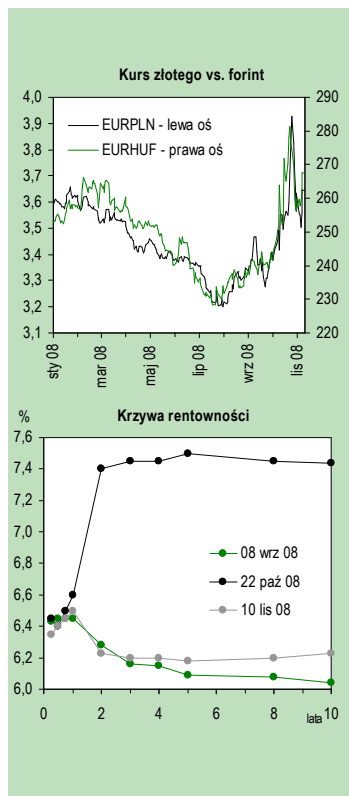


### Jak kryzys, to do euro



**W tym miesiącu:**

**Temat miesiąca**

Polak, Węgier, dwa bratanki? 2

Kręta droga do euro 3

Gospodarka Polski 11

Rynek nieruchomości 13

Pod lupą: Bank centralny 14

Pod lupą: Rząd i polityka 16

Monitor rynku 17

Przegląd międzynarodowy 19

Kalendarz makroekonomiczny 20

Dane i prognozy ekonomiczne 21

**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

- W poprzednim miesiącu napisaliśmy, że perspektywy złotego w najbliższych miesiącach będą zależały od dwóch czynników oddziałujących w przeciwnych kierunkach – planów wejścia do strefy euro i konsekwencji kryzysu globalnego. Po wstępnych obietnicach rządowych opublikowania harmonogramu wejścia do strefy euro w połowie października, okazało się, że nastąpiło to dopiero pod koniec miesiąca. W tym czasie doszło do gwałtownego osłabienia złotego pod wpływem wyraźnego pogorszenia nastawienia do naszego regionu związanego m.in. z poważnymi kłopotami węgierskiej gospodarki. Co prawda na drugiej stronie raportu pokazujemy jak bardzo fundamenty polskiej gospodarki różnią się od węgierskich, ale w krótkim terminie rynek pozostaje bardziej pod wpływem emocji niż racjonalnej oceny sytuacji i różnic w fundamentalnej sytuacji poszczególnych krajów zaliczanych do tej samej grupy rynków.
- Opublikowanie przez rząd harmonogramu przyjęcia euro zadziało na polski rynek stabilizująco, ale istotniejszy był ograniczony powrót apetytu na ryzyko na światowych rynkach. Nie należy jednak wg nas liczyć na powrót EURPLN w stronę 3,40 i niżej. Do końca roku spodziewamy się dużych wahań w szerokim przedziale 3,50-3,80, szczególnie, że na światowych rynkach nadal dominuje awersja do ryzyka i preferencja płynności w dolarze. Notowania złotego w przyszłym roku zależą będą od losów planu przyjęcia euro. Mapa drogowa wskazuje na możliwość wejścia do systemu ERM2 w I poł. 2009, ale pod warunkiem dokonania wcześniej koniecznych zmian w konstytucji. Tymczasem, opozycyjne PiS uzależnia swoje ewentualne poparcie dla zmian w konstytucji od wyników wiążącego pod względem frekwencji referendum, a wyniki badań opinii publicznej pokazują, że wynik referendum jest wysoce niepewny. Do rozstrzygnięcia referendum złoty powinien być w podobnym przedziale jak do końca 2008. Jeśli wynik referendum zapewni poparcie polityczne dla euro, to złoty powinien się wyraźnie umocnić, natomiast przy negatywnym wyniku referendum krajowa waluta może wyraźnie stracić. O drodze Polski do przyjęcia euro, z naszą subiektywną oceną prawdopodobieństwa różnych scenariuszy, piszemy w drugim *Temacie miesiąca*.

- W obliczu nasilenia globalnego kryzysu fundamenty polskiej gospodarki ulegają stopniowemu osłabieniu. Znaczne pogorszenie perspektyw światowej gospodarki i coraz bardziej wyraźne sygnały ograniczenia dostępności kredytu spowodowały ponowną rewizję naszej prognozy wzrostu PKB dla Polski na przyszły rok (do 3,3% z 3,9% przed miesiącem). Ciągłe obniżanie prognoz wzrostu dla świata powoduje, że ryzyko dla naszej nowej prognozy wzrostu PKB dla Polski jest nadal asymetryczne w dół. Jednocześnie, ze względu na słabszy wzrost gospodarczy i spadek cen surowców na świecie, obniżyła się nasza prognoza inflacji, choć niewiele, m.in. ze względu na osłabienie złotego w porównaniu z poprzednim scenariuszem kursowym. Wobec pogorszenia perspektyw dla wzrostu i poprawy perspektyw inflacji zmieniliśmy nasze przewidywania co do krajowej polityki pieniężnej, szczególnie wobec dokonanych i oczekiwanych redukcji stóp za granicą. Łączna skala obniżek stóp przez RPP w 2009 r. może według nas wynieść 100 pb, a będzie to zależało od ścieżki przyjęcia euro i skali spadku inflacji.

Na rynku finansowym 31 października 2008 r.:					
Stopa depozytowa NBP	4,50	WIBOR 3M	6,85	USDPLN	2,8472
Stopa referencyjna NBP	6,00	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	6,85	EURPLN	3,6330
Stopa lombardowa NBP	7,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	6,80	EURUSD	1,2760

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.11.2008 r.

## Temat miesiąca

### Polak, Węgier, dwa bratanki?

Czy tytułowa formuła mówiąca o zażyłej przyjaźni i pokrewieństwie narodu polskiego i węgierskiego odnosi się również do podobieństwa obecnej sytuacji gospodarek i stabilności systemów finansowych obu krajów? W tabeli poniżej zestawiliśmy wybrane parametry opisujące sytuację makroekonomiczną Polski na tle zarówno Węgier, które są uważane za jedno z najsłabszych ogniw w regionie, jak i Czech, które postrzegane są jako najbardziej stabilne w regionie.

Wzrost gospodarczy w Polsce był w ostatnich latach dużo wyższy niż na Węgrzech. Co ważne, było tak przy znacznie mniejszej skali nierównowagi wewnętrznej (niższa inflacja oraz mniejszy deficyt fiskalny i dług publiczny), co daje Polsce większą możliwość manewru w zakresie polityki pieniężnej i fiskalnej w reakcji na zagrożenia dla wzrostu PKB, bez szkody dla oceny długoterminowej stabilności cen i finansów publicznych. W tych elementach znacznie bliżej nam do Czech przy czym warto zwrócić uwagę, że zagrożenia dla wzrostu gospodarczego zarówno w Czechach, jak i na Węgrzech wydają się bardziej poważne niż w przypadku Polski ze względu na większą relację eksportu i kredytu do PKB.

Sytuacja bilansu płatniczego w Polsce również jest lepsza niż na Węgrzech (nieco mniejszy deficyt obrotów bieżących i wyraźnie lepsza struktura jego finansowania), choć znacznie gorsza niż w przypadku Czech. Zdolność regulowania zewnętrznych zobowiązań (import i krótkoterminowy dług w relacji do rezerw walutowych) jest najsłabsza na Węgrzech, a w Czechach i Polsce podobna. Inną ocenę w tym względzie przedstawiono w raporcie JP Morgan, gdzie spośród walut w regionie złoty został wskazany jako najbardziej wrażliwy na odpływ

kapitału ze względu na niewystarczający poziom rezerw walutowych i zakres dostępnego finansowania (rolowanie długu i ewentualna pożyczka z MFW). Wnioski z tego raportu wydają się jednak zupełnie błędne, biorąc pod uwagę, że dla Polski wykorzystano niewłaściwe dane, znacznie zaniżając wartość rezerw walutowych, a jednocześnie zawyżając wartość deficytu obrotów bieżących i krótkoterminowego zadłużenia kraju. Nie wzięto również pod uwagę tego, że w przypadku Polski skłonność zewnętrznych podmiotów do udzielenia pomocy może być większa niż dla Węgier dzięki lepszej polityce makroekonomicznej naszego kraju w ostatnich latach. Przykładowo, Polska prawdopodobnie kwalifikowałaby się do skorzystania z utworzonego niedawno mechanizmu ułatwionego finansowania z MFW, dostępnego bez konieczności spełniania rozbudowanych warunków (Węgry musiały podjąć wiele zobowiązań co do zmian w polityce makroekonomicznej, aby dostać wsparcie MFW).

Jeśli chodzi o relację kredytów do depozytów oraz relację zadłużenia sektora prywatnego w walutach obcych do PKB, to sytuacja Polski jest wyraźnie lepsza niż Węgier, ale nie tak komfortowa jak Czech. Warto jednak zwrócić uwagę, że wiele komercyjnych ośrodków analitycznych (np. Goldman Sachs) uważa, że nawet w przypadku Węgier sytuacja w zakresie zadłużenia w walutach obcych znajduje się pod kontrolą. W przypadku Polski warto zwrócić uwagę na bardzo niską relację płatności z tytułu kredytów hipotecyjnych do dochodów gospodarstw domowych ogółem. Wg szacunków podanych przez Ministerstwo Finansów wynosi ona tylko 1,8%, co oznacza, że nawet bardzo gwałtowne osłabienie złotego nie będzie mieć znacznego negatywnego wpływu na sytuację finansową konsumentów ogółem.

Wskaźnik	Czechy	Polska	Węgry
Wzrost PKB (dane i prognozy MFW z ostatniej edycji World Economic Outlook, październik 2008)	6,0% średnio w 2004-07, 4,0% w 2008, 3,4% w 2009	5,5% średnio w 2004-07, 5,2% w 2008, 3,8% w 2009	3,5% średnio w 2004-07, 1,9% w 2008, 2,3% w 2009
Relacja eksportu do PKB	77%	41%	81%
Relacja kredytu ogółem do PKB	66%	44%	73%
Deficyt fiskalny oraz dług publiczny w relacji do PKB	1,0% oraz 28,9%	2,0% oraz 44,9%	5,0% oraz 65,8%
Średnioroczna inflacja CPI w 2008 (prognoza MFW)	6,7%	4,0%	6,3%
Deficyt obrotów bieżących do PKB (prognoza MFW)	2,2%	4,7%	5,5%
Udział FDI w finansowaniu deficytu obrotów bieżących	263% (dodatkowe 61% przez środki z UE)	ok. 60% (dodatkowe 33% przez środki z UE)	ok. 20% (dodatkowe 27% przez środki z UE)
Pokrycie importu rezerwami walutowymi	3,6 miesięcy	5 miesięcy	3 miesięcy
Relacja krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego do PKB i rezerw walutowych	15,7% i 87%	15,9% i 108%	18% i 107%
Relacja kredytów do depozytów	73	109	140
Zadłużenie w walutach obcych sektora prywatnego w sektorze bankowym do PKB	4%	10%	28%

## Kręta droga do euro

We wrześniu nastąpiła istotna i dość niespodziewana zmiana stanowiska polskiego rządu w sprawie wejścia do strefy euro. Do niedawna Polska dość konsekwentnie unikała wskazania docelowego terminu wprowadzenia euro. Nigdy też nie została sformułowana w naszym kraju oficjalna rządowa strategia działań w tym kierunku.<sup>1</sup> Pod tym względem, obecna ekipa rządząca w pierwszych miesiącach urzędowania nie wyróżniała się zbytnio na tle poprzedników. Wprawdzie w nieoficjalnych komentarzach pojawiały się nadzieje na przyspieszenie drogi do strefy euro, zwłaszcza, że minister finansów Jacek Rostowski znany był w przeszłości z silnego poparcia dla wprowadzenia w Polsce wspólnej waluty, jednak oficjalne wypowiedzi nie dawały jasných wskazówek. Minister Rostowski zdawał się wręcz przez pewien czas studzić nadzieje na szybkie decyzje w tym zakresie, podkreślając wielokrotnie, że Polska musi być „super przygotowana” na wprowadzenie euro, a makroekonomiczne kryteria konwergencji w zasadzie powinny zostać spełnione jeszcze przed wprowadzeniem złotego do systemu kursowego ERM II. W efekcie, rynek finansowy jeszcze do niedawna dosyć sceptycznie oceniał możliwy termin przystąpienia Polski do strefy euro (wg sierpniowej ankiety Reutera wśród ekonomistów bankowych najbardziej prawdopodobną datą były lata 2013-2014).

Punktem zwrotnym w myśleniu rządu o strefie euro była wypowiedź premiera Donalda Tuska w czasie Forum Ekonomicznego w Krynicy, po której rozważania nt. akcesji nabrały wyraźnie innego tonu i nastąpiło sprecyzowanie oficjalnego stanowiska polskich władz. Owocem tego procesu jest dokument *Mapa drogowa przyjęcia euro przez Polskę* zatwierdzony przez rząd i opublikowany pod koniec października.

### Rząd chce przyspieszyć marsz do euro

Zgodnie z przyjętym oficjalnie stanowiskiem, „intencją Rządu Rzeczypospolitej Polskiej jest, aby w 2011 roku Polska spełniła nominalne kryteria konwergencji. Pozwoli to – po wydaniu przez Komisję Europejską pozytywnej opinii dotyczącej wejścia Polski do strefy euro i uchynieniu derogacji przez Radę ECOFIN – na przyjęcie przez nasz kraj wspólnej waluty europejskiej z dniem 1 stycznia 2012 r. i stanowić będzie ukoronowanie procesu integracji z Unią Gospodarczą i Walutową.”

<sup>1</sup> W 2005 r. w Ministerstwie Finansów pod kierownictwem Mirosława Gronickiego powstał dokument: *Integracja polski ze strefą euro: uwarunkowania członkostwa i strategia zarządzania procesem*. Nie było to jednak opracowanie o charakterze oficjalnej strategii rządowej. Dokument nie wskazywał też daty docelowej.

*Mapa drogowa...* zawiera m.in. listę warunków oraz niezbędnych decyzji i działań jakie powinny zostać podjęte (wraz ze wskazaniem kiedy powinno to nastąpić), aby realizacja wyznaczonego przez rząd celu, jakim jest wprowadzenie euro w roku 2012, była możliwa. Poniżej prezentujemy najważniejsze naszym zdaniem (z punktu widzenia rynku finansowego) elementy rządowego harmonogramu.

### Mapa drogowa przyjęcia euro – kluczowe punkty

listopad 2008	powołanie Pełnomocnika Rządu ds. koordynacji przygotowań do wprowadzenia euro
grudzień 2008	publikacja Raportu NBP nt. pełnego uczestnictwa Polski w UGW
I kwartał 2009	opracowanie Narodowego Planu Wprowadzenia Euro (na podstawie prac analitycznych grup roboczych) i powołanie Narodowego Komitetu Koordynacyjnego ds. Euro
I kwartał 2009	rozpoczęcie procedury zmiany Konstytucji RP
<b>I połowa 2009</b>	<b>włączenie złotego do mechanizmu kursowego ERM II</b>
II połowa 2010	przygotowanie projektów aktów prawnych dot. wprowadzenia euro (w tym tzw. ustawy ramowej – <i>umbrella law</i> )
grudzień 2010 / styczeń 2011	wystąpienie Polski do Komisji Europejskiej i EBC z wnioskiem o przygotowanie raportów o konwergencji poza regularnym terminem jego publikacji
maj 2011	raporty o konwergencji opracowane przez Komisję Europejską i EBC
maj-czerwiec 2011	procedury oceny Polski w różnych instytucjach UE
połowa 2011	decyzja Rady ECOFIN o uchyleniu derogacji wobec Polski
<b>połowa 2011</b>	<b>decyzja Rady ECOFIN w sprawie ustalenia nieodwołalnego kursu wymiany pomiędzy złotym a euro (<i>irrevocable conversion rate</i>)</b>
niezwłocznie po ustaleniu kursu wymiany EUR/PLN	rozpoczęcie obowiązkowego okresu podwójnego podawania cen w złotych i euro ( <i>dual display of prices</i> ) oraz monitorowania praktyk cenowych w sektorze detalicznym, bankowym itd.
<b>1 stycznia 2012</b>	<b>przystąpienie Polski do strefy euro</b>

Źródło: Ministerstwo Finansów

### ... ale droga może być wyboista i pod górę

Z formalnego i technicznego punktu widzenia rządowy plan przystąpienia do strefy euro w roku 2012 jest możliwy do zrealizowania. Nie ulega jednak wątpliwości, że jest to plan ambitny, a kalendarz poszczególnych działań dość napięty, szczególnie jeśli weźmiemy pod uwagę uwarunkowania natury politycznej, jak również wydarzenia na światowych rynkach finansowych oraz ich ewentualny wpływ na zmiany w otoczeniu makroekonomicznym oraz kondycję polskiej gospodarki.

Szerszą analizę tych zagadnień prezentujemy poniżej, aby odpowiedzieć na pytanie o prawdopodobieństwo tego, że założony przez rząd scenariusz uda się z powodzeniem zrealizować.

### Czy będzie konsensus polityczny w sprawie euro?

Zanim zaczniemy się martwić o to, czy Polska zdoła w najbliższych latach wypełnić ekonomiczne kryteria konwergencji, czyli tzw. kryteria z Maastricht



(obejmujące m.in. poziom deficytu fiskalnego, inflacji, stabilność kursowa), bardzo ważną rolę w procesie decydowania o polskiej drodze do euro odegrają czynniki polityczne.

Praktycznie na bardzo wczesnym etapie, ponieważ jeszcze przed wprowadzeniem złotego do systemu kursowego ERM II, konieczne będzie wypracowanie szerokiego konsensusu politycznego w sprawie tempa integracji ze strefą euro. Istnieje bowiem dość powszechny pogląd w organach decyzyjnych (z którym się całkowicie zgadzamy), że zanim zapadnie decyzja o usztywnieniu kursu, konieczne będzie przeprowadzenie zmian legislacyjnych, wymaganych przed wstąpieniem do strefy euro, w tym zmiany ustawy zasadniczej. Zgodnie z tym, co napisano w *Mapie drogowej*, „zmiana Konstytucji RP na tym etapie nie jest formalnym warunkiem przystąpienia do ERM II, ale jest konieczna ze względu na minimalizację ryzyka niewypełnienia kryterium stabilności kursowej”.<sup>2</sup>

Warto zwrócić uwagę, że uzyskanie politycznego konsensusu w sprawie terminu wprowadzenia euro w Polsce jest istotną kwestią nie tylko ze względu na konieczność zapewnienia poparcia dla zmian w konstytucji. Obecność silnych politycznych podziałów na tle integracji ze strefą euro jest jednym z czynników poważnie branych pod uwagę przez instytucje Unii Europejskiej (EBC, Komisję Europejską) w procesie negocjacji z krajem ubiegającym się o pełne członkostwo w Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW).<sup>3</sup> M.in. z tego powodu Bułgaria, ubiegająca się od dłuższego czasu o włączenie swojej waluty do ERM II, do tej pory nie uzyskała na to zgody ze strony UE.

Ze względu na wymagany przynajmniej dwuletni okres pobytu krajowej waluty w systemie ERM II, zmiany w konstytucji powinny w zasadzie nastąpić w ciągu najbliższych kilku miesięcy, aby rozważania nt. akcesji do strefy euro w 2012 miały nadal sens. Wg *Mapy drogowej* przystąpienie do ERM II powinno nastąpić jeszcze w I połowie 2009 r.

Zmiana konstytucji wymaga większości ponad 2/3 głosów w Sejmie, co nie jest możliwe bez poparcia znacznej części opozycji. Tak naprawdę kluczowe jest stanowisko Prawa i Sprawiedliwości, ponieważ partia ta dysponuje liczbą głosów, która blokuje zebranie

konstytucyjnej większości bez jej poparcia. Wprawdzie przewaga ta jest niewielka, ponieważ klub PiS liczy obecnie 157 członków, zaledwie o 4 więcej niż wystarczy do blokowania zmian w konstytucji. Niemniej jednak, w tak zdyscyplinowanej partii i tak zasadniczej kwestii szanse na przekonanie kilku posłów PiS do głosowania wbrew stanowisku swojego klubu wydają się raczej niewielkie. Tym bardziej, że nie jest wcale pewne czy byłoby to wystarczające, tj. czy wszyscy pozostali posłowie opozycji jednomyślnie poprą rządowe propozycje zmian w konstytucji w celu szybkiego wprowadzenia euro. Wprawdzie kluby lewicy generalnie opowiadają się za szybką integracją ze strefą euro, ale już głosy posłów niezrzeszonych mogą być podzielone.

#### Aktualny podział głosów w Sejmie

Kluby i koła poselskie	Liczba posłów
Klub Parlamentarny Platforma Obywatelska	209
Klub Parlamentarny Prawo i Sprawiedliwość	157
Klub Poselski Lewica	42
Klub Poselski Polskiego Stronnictwa Ludowego	31
Koło Poselskie SDPL - Nowa Lewica	8
Koło Poselskie Polska XXI	5
Demokratyczne Koło Poselskie	3
Posłowie niezrzeszeni	5

Źródło: Sejm RP

Przez pewien czas wydawało się, że obecny kryzys na rynkach finansowych może być czynnikiem ułatwiającym polityczne porozumienie ponad podziałami w kwestii euro, uwypuklając znaczenie działań, które mogłyby zwiększyć bezpieczeństwo polskiego systemu finansowego w okresie globalnych zawirowań. Niemniej jednak, rozmowy premiera Donalda Tuska z przedstawicielami opozycji na przełomie października i listopada raczej rozwiły te nadzieje i nie przyniosły istotnego zbliżenia stanowisk w sprawie euro. Rozmowy w parlamencie nt. strategii wprowadzenia euro w Polsce mają być kontynuowane w listopadzie i grudniu. Podczas ostatniego spotkania uzgodniono m.in., że do końca listopada każdy klub parlamentarny przygotowuje raport na temat najlepszego – wg danej partii – terminu wprowadzenia euro, a debata w Sejmie z udziałem premiera i ministra finansów ma się odbyć przed Świętami Bożego Narodzenia.

Jak na razie stanowisko PiS w sprawie wprowadzenia euro pozostaje niezmiennie sceptyczne (wg prezesa J. Kaczyńskiego powinno to nastąpić najwcześniej za 10 lat). Zmianie tego stanowiska z pewnością nie będzie sprzyjał fakt, że najbliższe trzy lata to okres praktycznie nieustającej kampanii wyborczej w Polsce (2009 – wybory do Parlamentu Europejskiego; 2010 – wybory

<sup>2</sup> Gdyby np. już po wstąpieniu do ERM II okazało się, że nie ma zgody w parlamencie na zmianę konstytucji, mogłoby to wywołać znaczne napięcia i zawirowania na rynku walutowym oraz generowało ryzyko niepotrzebnego wydłużenia pobytu w systemie ERM II, nawet jeśli wszystkie ekonomiczne kryteria konwergencji byłyby spełnione.

<sup>3</sup> Wiąże się to zapewne z obawą, że w sytuacji zmiany rządów rozpoczęty proces integracji ze strefą euro mógłby zostać powstrzymany lub odwrócony.

prezydenckie; 2011 – wybory parlamentarne). Stosunek wobec wprowadzenia euro może być istotnym punktem sporu na linii PO-PiS w toku tych kampanii.

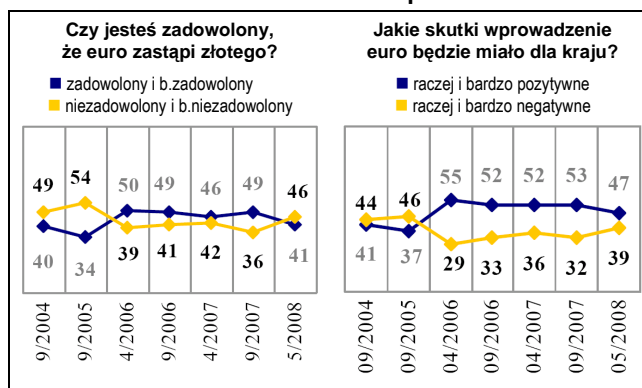
Z wypowiedzi polityków wynika, że prawdopodobnie jedynym sposobem na zapewnienie poparcia PiS dla zmian w konstytucji jest przeprowadzenie referendum.

### Referendum prawdopodobnie na wiosnę

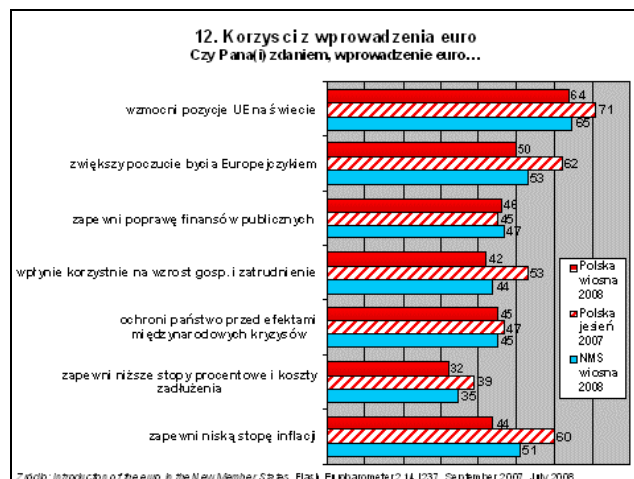
Naszym zdaniem scenariusz zakładający referendum przed wejściem do ERM II jest obecnie bardzo prawdopodobny. Od razu nasuwa się pytanie, kiedy może ono nastąpić. Rząd jak do tej pory nie zajął oficjalnego stanowiska w tej sprawie. Premier Tusk nie wykluczył jakiś czas temu, że jeśli nie uda się przekonać opozycji, to czeka nas referendum na wiosnę. Niemniej jednak jego ostatnie wypowiedzi były znacznie bardziej niejasne – sugerował, że jeśli ma być referendum, to dopiero po przeprowadzeniu zmian w konstytucji. Wypowiedzi innych znaczących polityków PO (Schetyna, Chlebowski, Gowin) sugerują, że referendum w sprawie euro może zostać połączone z wyborami do Parlamentu Europejskiego (7 czerwca). Zaletą tego pomysłu jest to, że połączenie głosowania daje szansę na zwiększenie frekwencji, która w innych terminach mogłaby być poważnym problemem (choć i tak nie jest pewne, czy uda się przekroczyć barierę 50%). Biorąc pod uwagę, że zgodnie z rządową *Mapą drogową* wejście do systemu ERM II powinno nastąpić jeszcze w I połowie br., jest to termin dość napięty, chociaż prawdopodobnie nie przekreślający szans na realizację rządowych planów. Oczywiście pod warunkiem, że Polacy poprą szybką drogę do euro.

Wynik referendum nie jest przesądzony. Według badania OBOP z połowy września br., 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 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 z wszystkich nowych krajów członkowskich UE.

### Nastawienie Polaków wobec wprowadzenia euro



Źródło: Flash Eurobarometr 237, The Gallup Organization



Chociaż sondaże z ostatnich miesięcy nie są nadmiernie optymistyczne, wydaje się, że przy odpowiednio sprawnej kampanii informacyjnej rządu możliwe jest zwiększenie poparcia społecznego dla szybkiej integracji ze strefą euro. Spore znaczenie w tej kwestii mogą mieć pierwsze doświadczenia Słowacji po wprowadzeniu wspólnej waluty w styczniu 2009 i porównanie wpływu globalnych zawirowań na rynkach finansowych na gospodarkę i system bankowy tam i w naszym kraju. Niemniej jednak z wynikiem referendum wiąże się jak na razie spora niepewność.

Dodatkową niewiadomą pozostaje pytanie, na jakie Polacy będą mieli odpowiedzieć w referendum. W opinii prezydenta Lecha Kaczyńskiego, którą podzielają przedstawiciele PiS, pytanie powinno dotyczyć daty planowanego wprowadzenia euro, np. „czy zgadzasz się (aby wprowadzić euro) już w roku 2012”. Naszym zdaniem jego forma powinna być bardziej ogólna. W szczególności, może ono dotyczyć zgody na zmiany w konstytucji wymagane przed wejściem do strefy euro.

Pozostaje jeszcze jedno pytanie: czy jeśli referendum będzie ważne, a wynik zgodny z propozycją rządu, posłowie opozycji będą zmuszeni do poparcia niezbędnych zmian w konstytucji? Z formalnego punktu widzenia – NIE. Można jednak zakładać, że politykom trudno będzie zignorować głos opinii publicznej.

## Jeśli się uda, to ERM II w połowie roku

Jak pisaliśmy wcześniej, przystąpienie do ERM II powinno nastąpić jeszcze w I połowie 2009 r., aby po zakończeniu wymaganego okresu dwóch lat pobytu w systemie kursowym (I poł. 2011), był jeszcze czas na ocenę gotowości Polski na euro przez instytucje europejskie, oficjalną decyzję UE i końcowy etap przygotowań na wprowadzenie wspólnej waluty.<sup>4</sup>

Jednak oprócz pozytywnego wyniku referendum i woli politycznej, czynnikiem, który wydaje się niezbędny przed przystąpieniem do systemu ERM II jest stabilizacja sytuacji na światowych rynkach finansowych. Z jednej strony, można wprawdzie argumentować, że okres osłabionej presji aprecjacyjnej na złotego może być sprzyjający dla decyzji o przystąpieniu do ERM II, ponieważ daje okazję do ustalenia centralnego parytetu wobec euro na poziomie zapewniającym większą konkurencyjność polskiego eksportu i prawdopodobnie bardziej zbliżonym do kursu równowagi niż kurs obserwowany jeszcze kilka miesięcy temu. Niemniej jednak, warto zdawać sobie sprawę z ryzyka, jakie niesie ze sobą usztywnienie kursu w okresie zaburzeń rynkowych i w perspektywie wyraźnego pogorszenia koniunktury gospodarczej. W okresie niestabilności nastrojów rynkowych istnieje podwyższone ryzyko wystąpienia kolejnej fali gwałtownego odpływu kapitału i znacznego osłabienia waluty.<sup>5</sup> W przypadku wystąpienia takich zdarzeń po wstąpieniu do ERM II i częściowym usztywnieniu kursu wobec euro, może to zagrozić utrzymaniu złotego w ramach dopuszczalnego pasma wahań wokół parytetu, a przynajmniej spowodować konieczność prowadzenia kosztownych interwencji walutowych. O ile z punktu widzenia UE umacnianie waluty krajowej wobec euro w okresie pobytu w ERM II nie jest poważnym problemem i nie narusza warunku stabilności kursowej (przykład Słowacji pokazał, że nawet kilkukrotna rewaluacja centralnego parytetu jest dopuszczalna), to w świetle unijnej interpretacji, dewaluacja parytetu wobec euro jest niedopuszczalna i niezgodna z kryterium stabilności kursowej. W praktyce, nawet jeśli osłabienie kursu nie przekroczy pasma 15% od parytetu dzięki odpowiedniej

<sup>4</sup> Mapa drogowa zakłada, że rząd wystąpi do KE i EBC jeszcze przed zakończeniem tego dwuletniego okresu o przygotowanie oceny naszego kraju pod kątem gotowości do przyjęcia euro. Należy jednak zakładać, że odpowiednie raporty zostaną przygotowane dopiero po zakończeniu minimalnego okresu pobytu złotego w ERM II.

<sup>5</sup> Wprawdzie można przypuszczać, że sam fakt włączenia złotego do systemu ERM II może być czynnikiem zwiększającym zaufanie do polskiej waluty, sprzyjającym jej umocnieniu i zmniejszającym podatność kursu na wahania związane ze zmianami nastrojów inwestorów zagranicznych, jednak z drugiej strony częściowe usztywnienie kursu w warunkach dużej zmienności rynkowej i niepewnego otoczenia makroekonomicznego zwiększa narażenie na ataki spekulacyjne.

skali interwencji walutowych, nie jest powiedziane, czy Komisja Europejska i EBC nie uznają tego w końcowej ocenie jako wystąpienia „poważnych napięć” na rynku walutowym, niespójnych z kryterium stabilności kursowej. Do niedawna mówiło się wręcz o wyraźnej asymetrii w ocenie stabilności kursowej przez instytucje UE i tolerancji dla znacznie mniejszej skali osłabienia od parytetu niż wskazuje formalna szerokość dopuszczalnego pasma odchyłeń  $\pm 15\%$ .

Na tym etapie wciąż trudno powiedzieć, czy do połowy 2009 r. rynki finansowe na świecie zdołają się ustabilizować w stopniu, który pozwoli na podjęcie decyzji o wejściu do ERM II bez nadmiernego ryzyka.

Z drugiej strony, nie jest wykluczone, że rząd będzie gotów podjąć ryzyko przystąpienia do ERM II nawet w sytuacji gdy sytuacja na rynkach wciąż nie będzie w pełni stabilna. Problemy jakie dotknęły ostatnio systemy finansowe w krajach rozwijających się dość wyraźnie unaocznily władzom tych krajów potrzebę poszukiwania rozwiązań, które uodpornią je na ryzyko wystąpienia kryzysów zaufania. Jednym ze sposobów „ubezpieczenia się” od takich wydarzeń jest możliwie szybkie powiązanie krajowej gospodarki i systemu finansowego z wiarygodnym obszarem ekonomicznym, jakim jest strefa euro. Nie bez powodu po ostatnich zawirowaniach na rynkach finansowych propozycje szybkiej integracji ze strefą euro pojawiły się nie tylko na Węgrzech, ale także w Islandii, która do tej pory wolała pozostać całkowicie poza strukturami UE.

## Czy uda się spełnić kryteria?

Jeśli kwestia zmian w konstytucji rozstrzygnie się pozytywnie i zostanie podjęta decyzja o przystąpieniu do ERM II, na pierwszy plan wysunie się analiza szans na spełnienie kryteriów z Maastricht w wymaganym horyzoncie czasowym, tj. do połowy 2011 r. Niestety, w okresie dekoniunktury wyzwania na jakie napotyka polityka makroekonomiczna w obliczu konieczności jednoczesnej realizacji wszystkich kryteriów konwergencji wyraźnie przybierają na sile. Znaczne spowolnienie gospodarcze jakie prawdopodobnie dotknie gospodarkę światową, a w szczególności strefę euro, w najbliższej przyszłości, może więc znacznie utrudnić krajom takim jak Polska wywiązanie się z warunków niezbędnych przed przystąpieniem do UGW.

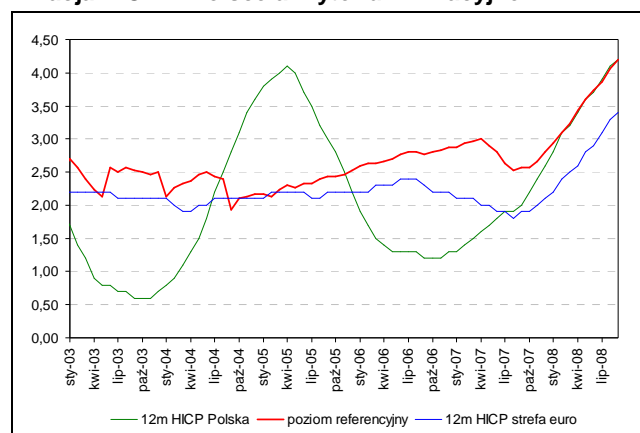
Traktat z Maastricht wymaga, aby „kraj ubiegający się o przyjęcie do UGW miał średnią stopę inflacji obserwowaną w okresie jednego roku przed dokonaniem oceny nie przekraczającą o więcej niż 1,5 pkt. proc. inflację z trzech krajów członkowskich UE mających najlepszy wynik pod kątem stabilności



cenowej”. W praktyce uwzględnia się w tych obliczeniach trzy kraje Unii Europejskiej, w których średnia stopa inflacji była najniższa, z pominięciem tych krajów gdzie inflacja była ujemna.

Od początku br. wartość referencyjna inflacji zdefiniowana zgodnie z wymogami traktatu z Maastricht rosła w szybkim tempie, osiągając we wrześniu poziom 4,2%. Średnia 12-miesięczna inflacja w Polsce rosła w tym czasie dokładnie w tym samym tempie (patrz wykres). W sytuacji mocnego wyhamowania wzrostu gospodarczego w krajach UE w przyszłym roku, a być może recesji w niektórych z nich, należy się spodziewać ostrego spadku referencyjnego poziomu inflacji w niedługiej przyszłości. Oznacza to, że wywiązanie się z kryterium stabilności cenowej w roku 2011 może wymagać sprowadzenia inflacji w Polsce w pobliże poziomu 1,5%. Wszystko wskazuje na to, że krajowe tempo wzrostu cen będzie również spadało w kolejnych miesiącach i kwartałach, jednak tempo tego spadku będzie najprawdopodobniej wolniejsze niż w krajach UE, które zostaną najmocniej dotknięte przez skutki kryzysu finansowego. Zapewnienie realizacji kryterium inflacyjnego może więc wymagać prowadzenia relatywnie restrykcyjnej krajowej polityki pieniężnej.

#### Inflacja HICP w Polsce a kryterium inflacyjne



Źródło: Eurostat, obliczenia własne

Równocześnie jednak, działania na rzecz sprowadzenia inflacji do niskiego poziomu referencyjnego w dość krótkim terminie mogą stanowić poważne utrudnienie w realizacji innych kryteriów, w szczególności tych dotyczących konwergencji fiskalnej.

Jeszcze zanim było wiadomo, że kryzys na światowych rynkach finansowych osiągnie tak dużą skalę, a spowolnienie gospodarcze będzie tak dotkliwe, nasza ocena szans na realizację zaplanowanej przez rząd ścieżki konsolidacji fiskalnej była znacznie bardziej sceptyczna od optymistycznego stanowiska resortu finansów. Już w majowym MAKROskopie pisaliśmy w o ryzyku przekroczenia deficytów fiskalnych zaplanowanych w programie konwergencji, a ostatnie

zmiany w sytuacji ekonomicznej na świecie znacznie zwiększają zagrożenie dla polskiego budżetu. W listopadzie polski rząd przedstawi Komisji Europejskiej aktualizację programu konwergencji, w której powinien uwzględnić wpływ zmian w przewidywanej sytuacji makroekonomicznej na tempo redukcji deficytu w kolejnych latach. Pozytywnym czynnikiem jest fakt, że poprzednio planowana ścieżka redukcji nierównowagi fiskalnej zakładała spełnienie kryteriów dotyczących deficytu i długu publicznego ze sporym marginesem bezpieczeństwa (deficyt *general government* na poziomie 1,5% PKB w 2010 r. wobec wymaganego nie więcej niż 3% PKB). Niemniej jednak, trzeba pamiętać, że ogromnym problemem polskich finansów publicznych pozostaje nieodporność na wahania cykliczne<sup>6</sup> i w sytuacji mocnego spowolnienia wzrostu gospodarczego skala wzrostu deficytu budżetowego może być na tyle silna, że stanie się poważną barierą na drodze do strefy euro. Szczególnie, jeśli okres dekonunktury okaże się dłuższy niż obecnie sądzimy i przedłuży się na 2010 r.

Realizacja kryterium długoterminowych stóp procentowych będzie w dużym stopniu zależała od wiarygodności planów realizacji kryteriów dotyczących inflacji i polityki fiskalnej. Jeśli uczestnicy rynku będą przekonani o tym, że plan wejścia do strefy euro w 2012 r. jest możliwy do zrealizowania, z kryterium stóp procentowych nie powinno być problemu.

#### Euro w 2012 jednak pod znakiem zapytania

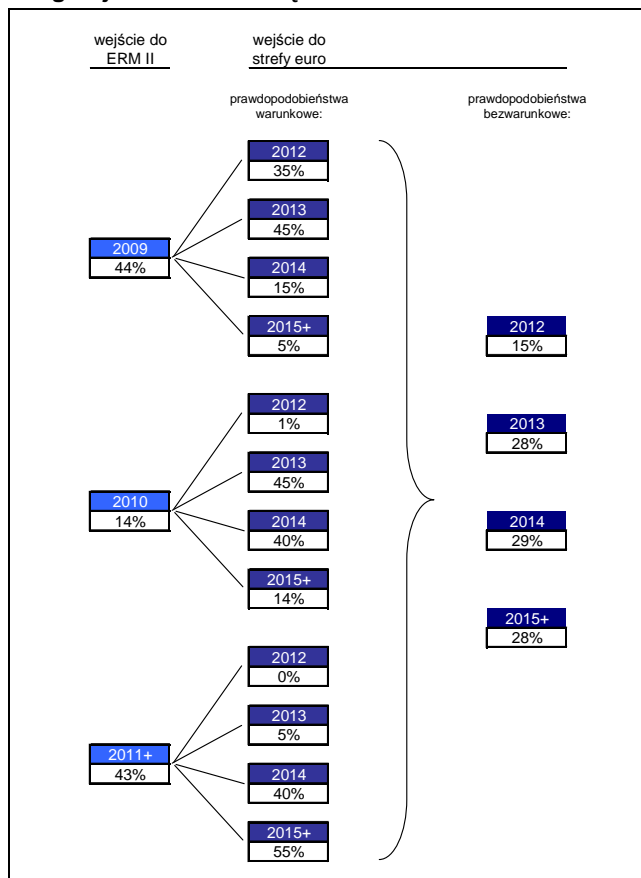
Jak widać, realizacja rządowego scenariusza, zakładającego włączenie Polski do strefy euro w 2012 r. obwarowana jest licznymi warunkami, a spełnienie niemal każdego z nich obarczone jest dość dużą niepewnością, szczególnie w aktualnych warunkach politycznych i ekonomicznych. Pełne powodzenie planu możliwe jest w zasadzie tylko wtedy, gdy wszystkie elementy obarczone znakami zapytania uda się zrealizować bez problemu i bez większych opóźnień.

Ocena szans na szybkie wprowadzenie euro w Polsce wymaga odwołania się do analizy prawdopodobieństwa warunkowego i szczegółowego prześledzenia poszczególnych czynników ryzyka związanych z kolejnymi etapami działań na drodze do strefy euro. Idąc tym tropem i biorąc pod uwagę wszystkie uwarunkowania związane z procesem integracji ze strefą euro (m.in. kwestie poparcia politycznego, możliwy wynik referendum, sytuację na rynkach finansowych, potencjalne problemy z realizacją

<sup>6</sup> Głównie ze względu na wciąż bardzo wysoki udział w wydatkach pozycji zdeterminowanych prawnie, tzw. wydatków sztywnych, co w warunkach mocnego ograniczenia wzrostu dochodów podatkowych prowadzi do szybkiego wzrostu deficytu budżetu.

kryteriów konwergencji), opracowaliśmy diagram prawdopodobieństwa podsumowujący naszą subiektywną ocenę harmonogramu wprowadzenia euro w Polsce.

### Prawdopodobieństwa realizacji różnych scenariuszy integracji Polski ze strefą euro

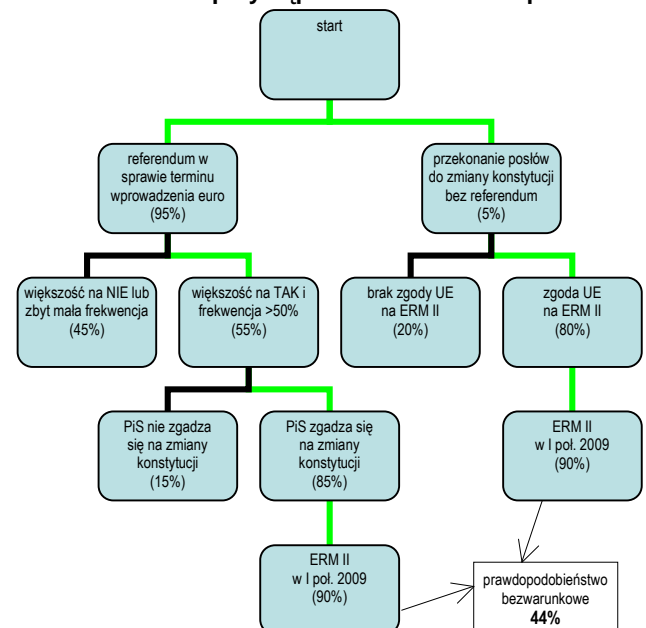


Źródło: szacunki własne

Wyniki tej analizy nie napawają zbyt wielkim optymizmem odnośnie szans na realizację rządowych planów odnośnie euro i wskazują, że naszym zdaniem rok 2012 jest stosunkowo mało prawdopodobnym terminem wprowadzenia w Polsce wspólnej waluty.

Kolejny schemat pokazuje w nieco większych szczegółach analizę szans na realizację pierwszego etapu integracji ze strefą euro – przystąpienia do ERM II. Naszym zdaniem jednym z większych znaków zapytania na drodze do strefy euro jest referendum, które może odbyć się na wiosnę. Główny czynnik ryzyka to negatywny lub nieważny (frekwencja poniżej 50%) wynik referendum, który najprawdopodobniej odłoży kwestię wejścia do strefy euro na kilka lat. Wierzymy, że szanse na pozytywne rozstrzygnięcie referendum są większe niż 50%, co jednak – jak warto zauważyć – nie oznacza, że równie wysokie jest prawdopodobieństwo przystąpienia do europejskiego mechanizmu kursowego już w 2009 roku (m.in. ze względu na możliwe przedłużenie zawirowań na rynku walutowym). W sumie jednak, szanse na wejście do ERM II w ciągu najbliższych dwóch lat oceniamy na prawie 60%.

### Analiza szans na przystąpienie do ERM II w I poł. 2009



Uwaga: Wartości w nawiasach reprezentują subiektywne warunkowe prawdopodobieństwo realizacji danego zdarzenia.

### Perspektywy rynku walutowego w kontekście integracji ze strefą euro

Termin przystąpienia Polski do ERM II będzie miał istotne implikacje dla zachowania kursu złotego. Ogromna niepewność związana z tym czy uda się zrealizować założenia rządowego harmonogramu powoduje, że obecne prognozy kursowe są jeszcze bardziej niż kiedykolwiek narażone na ryzyko błędu. Realizacja scenariusza mniej więcej zgodnego z *Mapą drogową* oznaczać będzie naszym zdaniem zupełnie inną ścieżkę kursu złotego w przyszłym roku (wyraźnie mocniejszy kurs) niż w scenariuszu, gdy wejście do europejskiego mechanizmu kursowego, a tym samym również do strefy euro, będzie miało opóźnić się dość wyraźnie.

Wiele zależy tak naprawdę od wymienionego powyżej głównego czynnika ryzyka – wyniku referendum, czy też mówiąc ogólniej konsensusu politycznego w sprawie zmian w konstytucji. Ponieważ zakładamy, że Polacy powinni jednak opowiedzieć się w większości za szybkim wprowadzeniem euro, w związku z czym rok 2009 jest w naszej ocenie najbardziej prawdopodobną ze wszystkich dat wejścia do ERM II, uważamy, że po stosunkowo słabej pierwszej połowie 2009 roku, w drugim półroczu powinno nastąpić dość wyraźne odreagowanie kursu złotego.

Trzeba pamiętać, że zmiana reżimu kursowego będzie wymagała ustalenia centralnego parytetu wobec euro, wokół którego będzie się mógł poruszać kurs rynkowy w ramach dopuszczalnego pasma odchyłeń. Poziom parytetu będzie przedmiotem wielostronnych negocjacji pomiędzy Polską, Europejskim Bankiem Centralnym, oraz wszystkimi krajami wchodzącymi w skład strefy



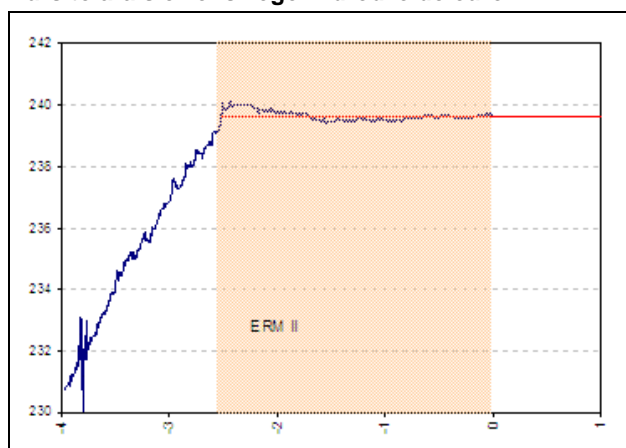
euro. Doświadczenie Słowenii oraz Słowacji (które przystępowały do ERM II odpowiednio w 2004 i 2005 r.) wskazuje, że w ich przypadku parytet został wyznaczony na poziomie bieżącego kursu rynkowego z dnia poprzedzającego decyzję o wejściu do ERM II. Możliwe, że takie rozwiązanie zostanie przyjęte również w przypadku Polski, chociaż nie można wykluczyć nacisków ze strony UE na przyjęcie parytetu złotego mocniejszego niż kurs bieżący, szczególnie gdyby do momentu akcesji do ERM II nie nastąpiła stabilizacja nastrojów na światowych rynkach finansowych.

Jeśli chodzi o szerokość dopuszczalnego przedziału odchyień od parytetu, standardowym zakresem jest  $\pm 15\%$ . Chociaż każdy kraj ma prawo ubiegać się o zawężenie tego przedziału, wydaje się bardzo mało prawdopodobne aby Polska zwróciła się z takim wnioskiem (z wyjątkiem Danii żaden inny kraj będący w ERM II nigdy nie stosował węższego przedziału wahań niż standardowe  $\pm 15\%$ ).

#### Kurs korony słowackiej w drodze do euro



#### Kurs tolara słoweńskiego w drodze do euro



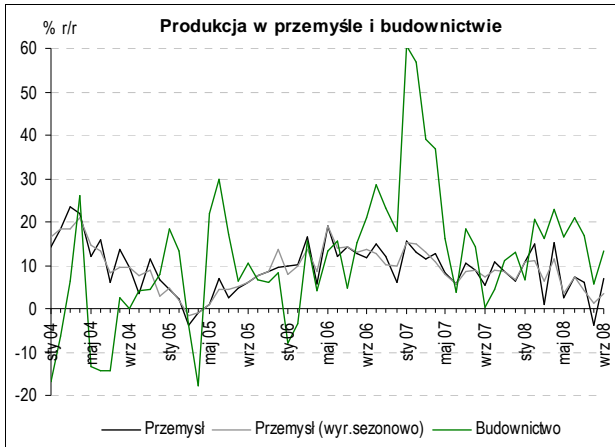
Doświadczenia Słowenii i Słowacji pokazują, że parytet centralny wyznaczony w momencie wchodzenia do ERM II może być (jak np. w Słowenii), ale wcale nie musi być taki sam jak ostateczny kurs przeliczenia waluty krajowej na euro w momencie wejścia do strefy euro. W szczególności, w sytuacji „uzasadnionej” presji

na aprecjację waluty krajowej w czasie obecności w ERM II, odzwierciedlającej zmianę w kursie równowagi wobec euro, możliwe jest dokonanie rewaluacji parytetu centralnego po konsultacji z EBC i krajami należącymi do UGW. W przypadku Słowacji rewaluacja centralnego parytetu nastąpiła dwukrotnie (o 8% i 15%). Niestety, całkowicie niedopuszczalna z punktu widzenia UE jest zmiana centralnego parytetu wobec euro w przeciwnym kierunku, tj. dewaluacja krajowej waluty. Kraje strefy euro chcą się w ten sposób zabezpieczyć przed ryzykiem konkurencyjnego osłabienia waluty przez kraj przystępujący do wspólnej strefy walutowej tuż przed ostatecznym zafiksowaniem kursu. Z tego względu kwestią niezwykle istotną jest wybór odpowiedniego poziomu centralnego parytetu już w momencie wstępowania do ERM II, ponieważ można być pewnym, że ostateczny kurs wymiany waluty krajowej na euro nie będzie słabszy niż ten ustalony na początku drogi.

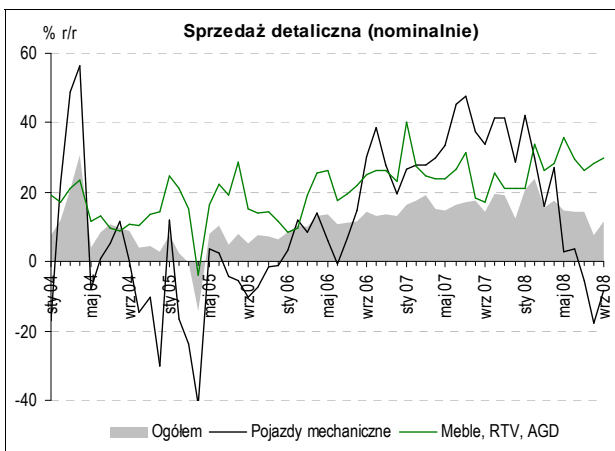
Przykład korony słowackiej pokazuje, że po przystąpieniu do ERM II krajowa waluta może podlegać znaczącej presji aprecjacyjnej wobec euro. O ile w ciągu dwóch lat poprzedzających wejście do ERM II kurs EUR/SKK umocnił się o 7,7%, w dwóch kolejnych latach skala aprecjacji wyniosła 12%. W pozostałych krajach regionu (pozostających poza ERM II) skala umocnienia walut w tym drugim okresie była mniejsza niż w pierwszym. Niemniej jednak, trudno jednoznacznie stwierdzić, w jakim stopniu na zachowanie kursu korony wpływał fakt jej obecności w mechanizmie kursowym, a w jakim stopniu zmiany kursu odzwierciedlały przyspieszenie reform ekonomicznych i zmian strukturalnych zachodzących w tym czasie w słowackiej gospodarce.

Naszym zdaniem w przypadku Polski po ogłoszeniu decyzji o przystąpieniu do ERM II, a nawet już po rozwianiu wątpliwości w sprawie konsensusu politycznego i ugruntowaniu na rynku przekonania, że decyzja taka zostanie podjęta, powinna nastąpić poprawa nastawienia inwestorów wobec złotego i – podobnie jak na Słowacji – kurs krajowej waluty powinien wykazywać relatywnie większą tendencję do aprecjacji w porównaniu z innymi walutami w regionie. Oczywiście na zachowanie złotego wpływać będzie również ogólna sytuacja na międzynarodowych rynkach finansowych. Jednak naszym zdaniem w najbardziej prawdopodobnym scenariuszu, zakładającym stopniową stabilizację nastrojów za granicą, należy się spodziewać wyraźnego odreagowania na krajowym rynku walutowym w drugiej połowie 2009 roku (EUR/PLN średnio ok. 3,45 wobec 3,65 w I poł. roku). Nie zmienia to faktu, że w trakcie pobytu w ERM II skala wahań złotego może być znaczna (w przypadku Słowacji zmienność kursu korony wzrosła po wejściu do ERM II).

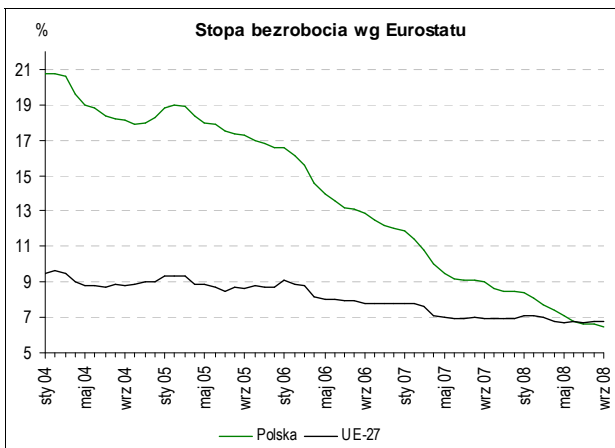
## Gospodarka Polski

**Słabnący trend wzrostowy produkcji**

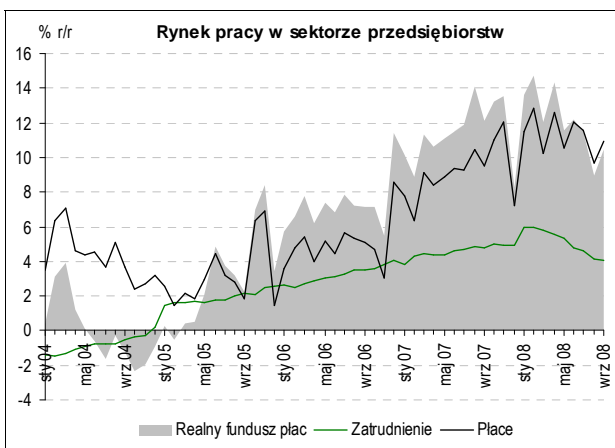
- Produkcja przemysłowa we wrześniu zwiększyła się o 7,0% r/r wobec spadku o 3,7% r/r w sierpniu. Odreagowanie dynamiki produkcji okazało się najbardziej silne w przetwórstwie przemysłowym, do 7,7% r/r z -3,8% r/r w sierpniu. Sezonowo dostosowany wzrost produkcji przemysłowej we wrześniu wyniósł 3,5% r/r wobec wzrostu o 7% r/r średnio w okresie styczeń-sierpień. Wzrost produkcji budowlano-montażowej przyspieszył do 13,2% r/r z 5,9% r/r w sierpniu, ale obniżył się wobec wzrostu o 15,8% r/r średnio w okresie styczeń-sierpień.
- W sumie, choć dane o produkcji za wrzesień pokazały, że silne załamanie dynamiki produkcji w sierpniu było w dużym stopniu efektem mniejszej liczby dni roboczych, to jednocześnie pokazały osłabienie wzrostu produkcji po oczyszczeniu z tego typu efektów, jeszcze przed intensyfikacją globalnego kryzysu.

**Nadal solidna dynamika sprzedaży detalicznej**

- Roczna dynamika sprzedaży detalicznej wzrosła we wrześniu do 11,6% nominalnie (i 8,3% realnie) z 7,7%. Ponownie na wartości sprzedaży zaciążył sektor motoryzacyjny (efekt prywatnego importu aut nie rejestrowanego przez GUS), podczas gdy w pozostałych działach handlu sytuacja wyglądała wciąż całkiem dobrze. Roczny wzrost sprzedaży towarów w takich działach jak odzież i obuwie, farmaceutyki i kosmetyki, czy meble i sprzęt RTV-AGD, utrzymał się na bardzo wysokim poziomie 20-30%, świadcząc o sile popytu konsumpcyjnego.
- Nadal zakładamy, że konsumpcja prywatna będzie czynnikiem stabilizującym wzrost PKB w Polsce w II połowie 2008 i w roku 2009, chociaż prognozujemy, że pewnego spowolnienia jej wzrostu nie da się uniknąć ze względu na niekorzystną zmianę tendencji na rynku pracy.

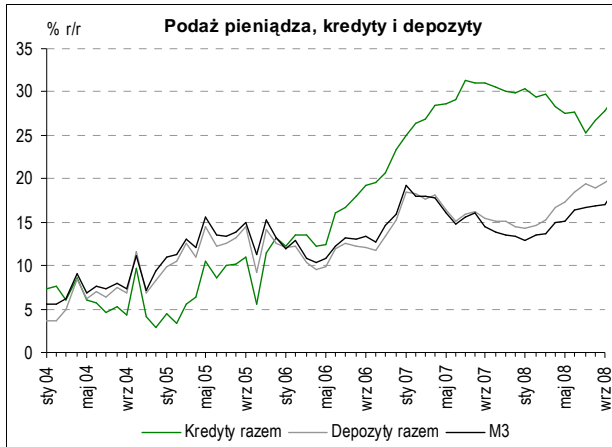
**Kolejne sygnały schłodzenia sytuacji na rynku pracy**

- Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła we wrześniu do 8,9%, a wg Eurostatu do zaledwie 6,5% wobec średniej UE-27 na poziomie 6,8%. Roczna dynamika przeciętnej płacy w firmach wzrosła we wrześniu do 10,9% z 9,7% w sierpniu, a roczny przyrost zatrudnienia obniżył się do 4,1% r/r z 4,2% r/r.
- Ponieważ wzrost płac we wrześniu był niższy niż średnia z pierwszych 8 miesięcy roku (11,4% r/r), dane wskazują, że dynamika płac stopniowo wyhamowuje, chociaż nie tak szybko, jak sugerowało spowolnienie ich wzrostu w sierpniu, kiedy na poziom płac miały wpływ czynniki jednorazowe (mniejsza liczba przepracowanych w miesiącu godzin).
- Również w przypadku dynamiki zatrudnienia dane potwierdzają systematyczne wyhamowywanie rocznego wzrostu (średnia z 8 pierwszych miesięcy roku to 5,3%). O ile w całym sektorze przedsiębiorstw zatrudnienie wzrosło we wrześniu o 0,1% m/m, to szczegółowe dane pokazały, że w przetwórstwie przemysłowym piąty miesiąc w rzędu miała miejsce lekka redukcja zatrudnienia w ujęciu miesięcznym, a roczna dynamika zatrudnienia obniżyła się do 1,5% z 4,6% na początku roku.
- Prognozujemy, że wraz ze spowolnieniem tempa wzrostu PKB w kolejnych kwartałach dynamika płac i zatrudnienia będzie dalej stopniowo ograniczana, a tempo spadku stopy bezrobocia wyraźnie wyhamuje. W II połowie 2009 r. należy się spodziewać wzrostu stopy bezrobocia w ujęciu rocznym.
- Niemniej, z punktu widzenia oceny siły popytu konsumpcyjnego w najbliższych kwartałach, obserwowany obecnie wzrost dochodów z wynagrodzeń nadal sprzyja utrzymaniu wysokiego tempa wzrostu spożycia prywatnego przy wysokim bieżącym poziomie oszczędności gospodarstw domowych. We wrześniu fundusz wynagrodzeń w sektorze firm zwiększył się o 15,5% r/r nominalnie i 10,5% r/r realnie.



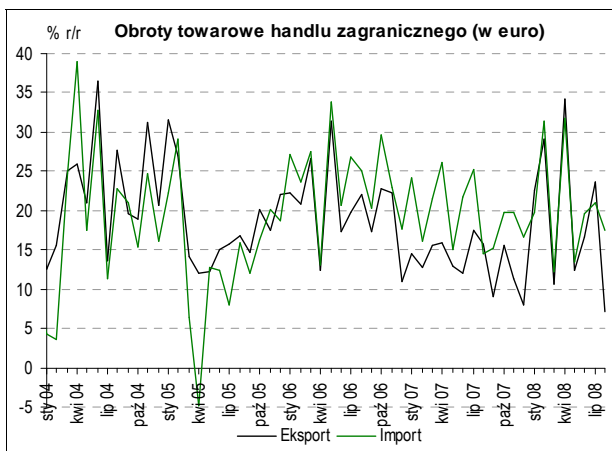
Źródło: GUS, NBP, Ipsos, obliczenia własne

## Gospodarka Polski



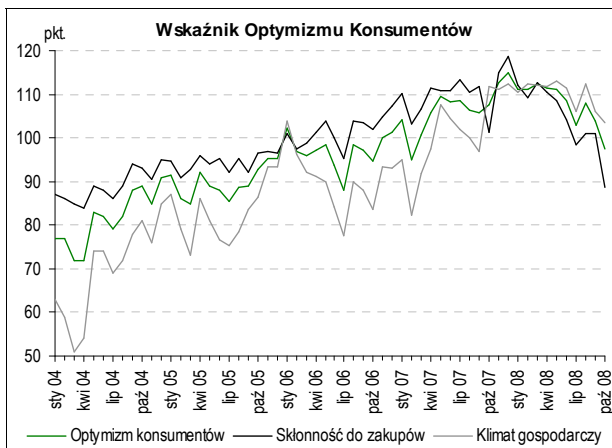
## Zaostrzenie polityki kredytowej przez banki

- Roczny wzrost podaży pieniądza we wrześniu przyspieszył do 17,1% z 16,8% w sierpniu. Dynamika depozytów gosp. dom. utrzymała się blisko 24%, a dynamika depozytów firm wzrosła do 6,7% z 3,1%. Szybszy przyrost podaży pieniądza w ostatnich miesiącach to efekt dostosowania portfelowego oraz zmian kursowych (wzrost złotowej wartości depozytów walutowych).
- Roczny wzrost kredytów ogółem przyspieszył do 27,8% (dla gosp. dom. wzrost dynamiki do 33,4%, a dla firm nadal ok. 25%), choć wynikało to z efektu kursowego. Spodziewane wg wyników najnowszej ankiety NBP nt. rynku kredytowego zaostrzenie polityki kredytowej przez banki zarówno wobec firm, jak i gospodarstw domowych (głównie z powodu niepewności co do rozwoju sytuacji gospodarczej), negatywnie wpłynie na proces kreacji pieniądza i aktywność gospodarczą.



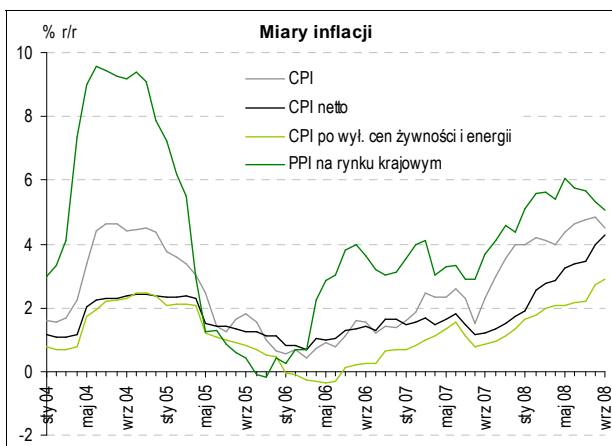
## Wyraźne osłabienie dynamiki eksportu

- Bilans płatniczy za sierpień pokazał wyraźnie większe obniżenie dynamiki eksportu niż importu, wskazując, że obserwowane do końca lipca umocnienie złotego oraz trwające osłabienie popytu zagranicznego negatywnie wpływa na wyniki polskiego handlu zagranicznego. Oprócz pogłębienia ujemnego salda towarów, w sierpniu pogorszyło się również dodatnie saldo usług, ujemne dochodów oraz dodatnie transferów.
- Skumulowany za 12 miesięcy deficyt obr. bież. w relacji do PKB wzrósł po sierpniu do 4,9% z 4,7% po lipcu i na koniec roku osiągnie wg nas 5,2%. Przewidywane przez nas znaczące osłabienie wzrostu eksportu w przyszłym roku prowadzić będzie do dalszego wzrostu deficytu w 2009 roku (przy dalszym spadku udziału finansowania go przez długoterminowy kapitał), co będzie jednym z negatywnych czynników dla złotego.



## Nasilenie kryzysu psuje nastroje firm i konsumentów

- Wyniki badań nastrojów wśród firm i konsumentów za październik przyniosły wyraźne pogorszenie.
- PMI dostosowany sezonowo spadł w październiku do najniższego poziomu w historii (poniżej poziomów w końca 1998 i przełomu 2001-2002), źle wróżąc wynikom eksportu, produkcji i sytuacji na rynku pracy w kolejnych miesiącach.
- Obniżyły się wskaźniki koniunktury GUS dla przetwórstwa przemysłowego, budownictwa i handlu detalicznego (spadek miesięczny i pogłębienie ujemnej dynamiki rocznej).
- Gwałtownemu załamaniu uległy wskaźniki ufności konsumentckiej GUS oraz Wskaźnik optymizmu konsumentów wg Ipsos, w obu przypadkach szczególnie mocno spadły wskaźniki oczekiwań. W przypadku WOK towarzyszy temu wyraźne osłabienie skłonności konsumentów do zakupów.



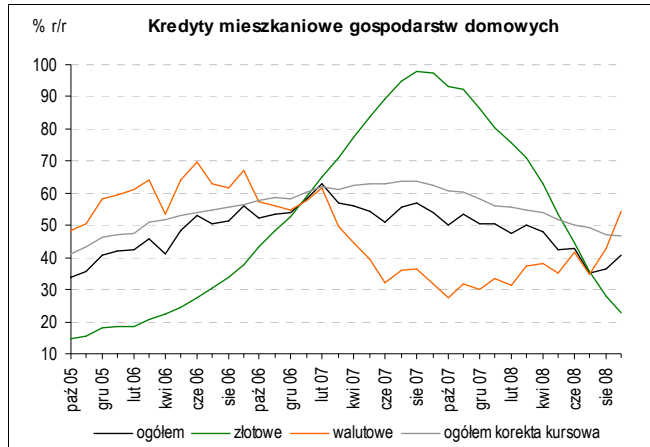
## Mniejsze obawy o inflację, mimo że bazowa na razie w górę

- Inflacja CPI we wrześniu spadła do 4,5% r/r. Głównymi czynnikami odpowiedzialnymi za spadek inflacji z poziomu 4,8% w sierpniu były ceny żywności (roczna dynamika w dół do 5,1% z 6,9%) i ceny paliw (roczna dynamika w dół do 3,7% z 6,8%).
- Ceny pozostałych towarów i usług konsumpcyjnych wzrosły nieco bardziej od oczekiwań. W efekcie, inflacja netto wzrosła do 4,3% z 4,0% w sierpniu, a inflacja CPI po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła do 2,9% z 2,7% w sierpniu. Miary inflacji bazowej pokazują, że na razie fundamentalna presja inflacyjna jest silna, ale zapewne w najbliższych kwartałach ulegnie wyraźnemu osłabieniu pod wpływem osłabienia wzrostu gospodarczego i zmiany tendencji na rynku pracy.
- Inflacja PPI ogółem wzrosła we wrześniu do 2,1% z 2% w sierpniu, a PPI na rynku krajowym spadła do 5,1% z 5,3%.

Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

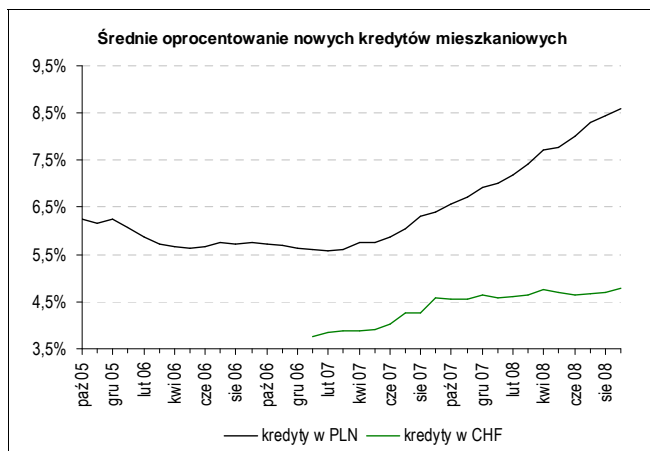


# Rynek nieruchomości



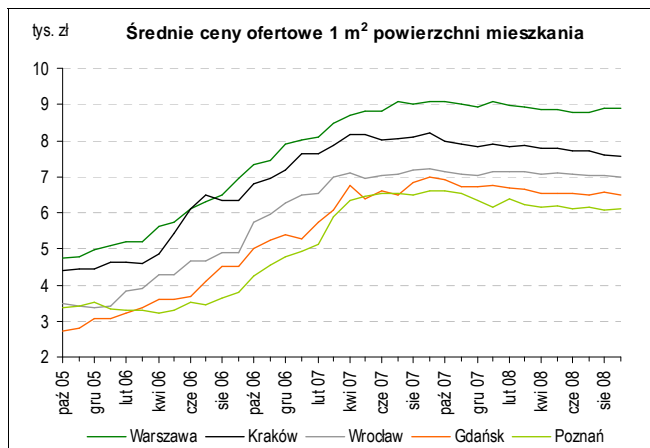
## Kredyty mieszkaniowe we wrześniu wciąż szybko rosły

- We wrześniu poziom zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu kredytów mieszkaniowych wzrósł po raz kolejny o prawie 8 mld zł. Jednak, podobnie jak w sierpniu, wzrost ten w dużej części wynikał z osłabienia złotego wobec franka szwajcarskiego (o ponad 4%), w efekcie czego wzrosła wyrażona w złotych wartość kredytów walutowych.
- Wg naszych szacunków po uwzględnieniu zmian kursu kredyty mieszkaniowe wzrosły we wrześniu o ok. 5 mld zł, a ich roczna (skorygowana) dynamika spowolniła do 46,7% r/r.
- Od czerwca praktycznie zamarł popyt na kredyty w złotych, a niemal cały przyrost zadłużenia na rynku mieszkaniowym w ostatnich czterech miesiącach dotyczył kredytów walutowych. W związku ze zmianą polityki kredytowej banków, w kolejnych miesiącach sytuacja ta zapewne gwałtownie się odwróci.



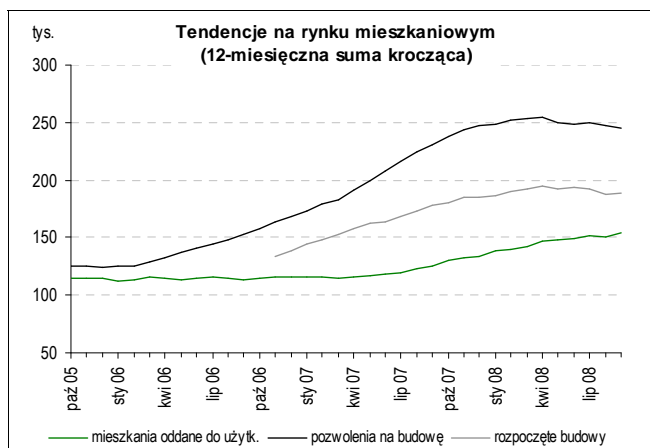
## ... ale w kolejnych miesiącach ich podaż będzie mniejsza

- W październiku większość liczących się na rynku banków dokonała znaczących zmian w polityce kredytowej, podnosząc marże oraz zaostrzając warunki oceny kredytobiorców (w tym podnosząc wymagany wkład własny). Zmiany dotyczyły przede wszystkim warunków dla kredytów w walutach obcych.
- Ze względu na skokowe osłabienie złotego oraz wzrost stawek rynku pieniężnego mocno wzrosły koszty obsługi kredytów (w przypadku walutowych nawet o kilkanaście procent). Kredyty złotowe również drożeją, chociaż w mniejszej skali, ze względu na wzrost rynkowych stawek WIBOR.
- Ograniczenie dostępności oraz wzrost kosztów kredytowania będzie czynnikiem osłabiającym popyt na rynku nieruchomości, o czym pisaliśmy już w poprzednim miesiącu.



## Stagnacja cen trwa, ale co będzie dalej?

- Zachowanie cen nieruchomości w sierpniu i wrześniu nie odbiegało od sytuacji z poprzednich miesięcy. Widoczna była stagnacja, a w niektórych miastach lekkie spadki cen mieszkań.
- Zaostrzenie kryzysu na rynkach finansowych i kredytowych oraz możliwe pogorszenie sytuacji na rynku pracy wskazują na ryzyko głębszej korekty cen w najbliższym czasie.
- Firmy zajmujące się pośrednictwem zanotowały wyraźny spadek liczby transakcji i wzrost liczby mieszkań na sprzedaż w tygodniach po nasileniu zawirowań na rynkach finansowych.
- Z drugiej strony, można odnotować sygnały o pojawiającym się popycie na mieszkania, ponieważ w ocenie części inwestorów nieruchomości są dobrym wyborem na niepewne czasy, a inwestycje w mieszkania pod wynajem mogą gwarantować większy i pewniejszy zwrot niż lokaty bankowe.



## Deweloperzy wstrzymują inwestycje

- Deweloperzy zapowiadają rezygnację lub zawieszenie planowanych wcześniej inwestycji mieszkaniowych w związku z obecną sytuacją rynkową i problemów z pozyskaniem finansowania. Potwierdza to nasze oczekiwania sprzed miesiąca, że należy się spodziewać wyraźnego zmniejszenia podaży nowych mieszkań w perspektywie kilku kwartałów.
- Jednak w najbliższych miesiącach liczba oddawanych do użytkowania mieszkań pozostanie zapewne dość wysoka, na co wskazują m.in. dane nt. już rozpoczętych inwestycji. W ostatnich 12 miesiącach wydano pozwolenia na budowę 245 tys. mieszkań, a rozpoczęto budowę 188 tys. Nawet jeśli część z tych inwestycji nie zostanie ukończona, liczba oddanych do użytku mieszkań może sięgnąć w tym roku prawie 170 tys. wobec 134 tys. w 2007 r.

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

## Pod lupą: Bank centralny

### Kluczowe zmiany w komunikacie w porównaniu z poprzednim miesiącem

Dane, które napływają w ostatnim okresie wskazują, że tempo wzrostu gospodarczego w Polsce może ulec wyraźnemu ulegnięciu obniżeniu w kolejnych kwartałach. Do silniejszego niż dotychczas oczekiwano spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego przyczyni się znaczące obniżenie wzrostu gospodarczego za granicą, zwiększona niepewność co do przyszłej sytuacji gospodarczej oraz utrudniony dostęp do kredytu i jego podwyższony koszt związany ze wzrostem premii za ryzyko zawartej w rynkowych stopach procentowych. Jednocześnie informacje o sytuacji na rynku pracy wskazują na utrzymywanie się wysokiej dynamiki wynagrodzeń oraz niekorzystnej relacji między wzrostem wynagrodzeń i wydajności pracy.

Rada podtrzymuje ocenę, że w najbliższych miesiącach inflacja utrzyma się powyżej górnej granicy odchylenia od celu inflacyjnego, co w dużym stopniu będzie rezultatem wysokiej, choć obniżającej się rocznej dynamiki cen żywności oraz wysokiego tempa wzrostu cen regulowanych, w tym cen energii.

W ocenie Rady w średnim okresie prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji powyżej celu inflacyjnego jest nadal wyższe niż zbliżone do prawdopodobieństwa, że inflacja będzie niższa od celu. Rada nie wyklucza zatem, że obniżanie inflacji do celu inflacyjnego w średnim okresie będzie wymagało zacieśnienia polityki pieniężnej. 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. Decyzje Rady w kolejnych miesiącach będą uzależnione od napływających informacji dotyczących perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji w Polsce i na świecie.

Rada będzie analizowała wpływ zmian sytuacji na krajowym rynku międzybankowym na działanie mechanizmu transmisji polityki pieniężnej w Polsce. Rada podtrzymuje dotychczasowe stanowisko, że przystąpienie Polski do strefy euro powinno nastąpić w najbliższym możliwym terminie, po uzyskaniu koniecznego poparcia politycznego dla zmian w Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej i innych aktach prawnych niezbędnych dla przyjęcia euro w Polsce.

### Projekcje PKB w kolejnych Raportach o inflacji

	Lut 08	Cze 08	Paź 08*	Paź 08**
2008	4,4-5,8	4,3-5,5	5,0-5,3	4,9-5,2
2009	3,5-6,1	3,4-6,2	1,9-3,7	1,7-3,5
2010	3,6-6,9	3,8-6,8	2,7-4,5	2,4-4,3

### Projekcje CPI w kolejnych Raportach o inflacji

	Lut 08	Cze 08	Paź 08*	Paź 08**
2008	3,6-4,7	3,8-4,7	4,2-4,4	4,2-4,4
2009	2,6-4,9	2,5-5,8	3,9-5,7	3,1-5,3
2010	2,1-4,8	0,1-5,7	1,9-4,5	1,5-4,3

\* wersja projekcji z wykorzystaniem danych do 26 września; \*\* wersja z wykorzystaniem danych do 16 października; Uwaga: Według projekcji NBP wzrost PKB i inflacja CPI ukształtują się w podanych przedziałach z prawdopodobieństwem wynoszącym 50%

### Elementy „Pakietu zaufania” NBP

Dostarczanie bankom płynności w PLN, początkowo na termin 7 i 14 dni, od listopada operacje zasilające w płynność z terminem 3 miesięcy

Dostarczanie bankom płynności w walutach obcych w postaci swapów walutowych w EUR i USD (efektywnie transakcje te nie były na razie przeprowadzane ze względu na wysoki koszt proponowany przez bank centralny); swapy w CHF na razie nie były dostępne ze względu na brak porozumienia z SNB (umowę z SNB zawarto na początku listopada, od 17 listopada NBP będzie też uczestniczył w tygodniowych operacjach swapów walutowych SNB i Eurosystemu)

Poszerzenie wachlarza instrumentów przyjmowanych przez bank centralny jako zabezpieczenie w operacjach zasilających sektor bankowy w płynność

Możliwość przedterminowego wykupu długoterminowych obligacji wyemitowanych przez NBP i zakupionych przez banki za środki uwolnione w wyniku obniżenia stopy rezerw obowiązkowych

### Koniec podwyżek! Kiedy obniżki?

▪ Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła w październiku stopy procentowe bez zmian i zmieniła nieformalne nastawienie polityki pieniężnej z restrykcyjnego na neutralne.

▪ Oficjalny komunikat RPP uległ dość znaczącym zmianom w porównaniu z poprzednim miesiącem, a jego ton stał się zdecydowanie bardziej gołębi. Wyraźny wpływ na ocenę sytuacji miało nasilenie zaburzeń na rynkach finansowych i rynkach nieruchomości, co zdaniem Rady wpłynęło na „wyraźne pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego w otoczeniu zewnętrznym polskiej gospodarki” oraz spadek presji inflacyjnej w wielu krajach.

▪ Biorąc pod uwagę ton oficjalnego komunikatu wydaje nam się, że w najbliższych miesiącach Rada zmieni nastawienie z „neutralnego” na „łagodne”. Istotne pytanie na dziś dotyczy tego kiedy to nastąpi i kiedy można się spodziewać pierwszych obniżek stóp procentowych w Polsce.

▪ Skala i tempo łagodzenia krajowej polityki pieniężnej będą zależały od tempa spowolnienia gospodarczego i dezinflacji, perspektyw wejścia do strefy euro, oraz sytuacji na rynkach finansowych. Warto wziąć pod uwagę, że ze względu na znaczne osłabienie złotego restrykcyjność polityki pieniężnej wyraźnie spadła w ostatnich miesiącach mimo braku zmian stóp procentowych (patrz następna strona). Z drugiej strony, zdecydowane obniżki stóp procentowych przez inne banki centralne w Europie spowodowały, że polska polityka stała się relatywnie bardziej restrykcyjna wobec zagranicznej.

▪ Naszym zdaniem pierwszą redukcję stóp zobaczymy możemy przy spadku inflacji poniżej 3,5% na początku 2009 roku. Łączna skala obniżek w przyszłym roku może sięgnąć 100 pkt bazowych.

### Projekcja przewiduje osłabienie PKB i wysoką inflację

▪ Nowa projekcja NBP pokazuje znaczący spadek przewidywanego tempa wzrostu PKB w latach 2009-10 – wzrost PKB w 2009 r. poniżej 3% i poniżej 4% w 2010.

▪ Co ciekawe, pomimo mocnego pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego, prognozowana w modelu ścieżka inflacji jest dość wysoka (powyżej 4% w 2009 i powyżej celu średnio w 2010). Dopiero od połowy 2009 r. ścieżka inflacji bazowej jest niższa w porównaniu z czerwcową projekcją.

▪ Kontrowersyjne jest założenie, że ceny surowców rolnych i energetycznych na światowych rynkach będą wyższe niż przewidywano w czerwcowej projekcji.

▪ Niemniej jednak wg autorów raportu ryzyko dla tej prognozy jest wyraźnie asymetryczne w dół. Naszym zdaniem również.

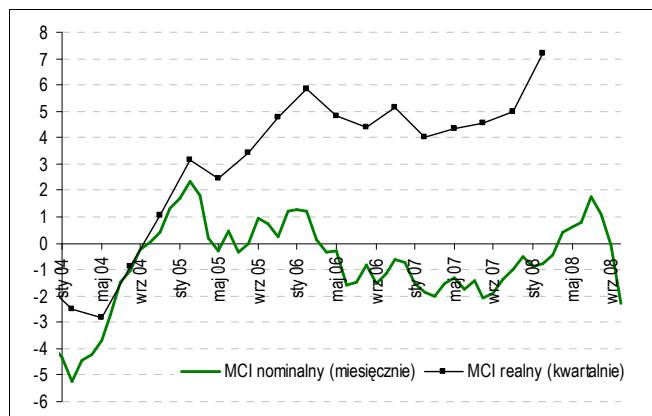
### Pakiet zaufania NBP na razie mało skuteczny

▪ W połowie października NBP ogłosił tzw. pakiet zaufania dla banków w celu „umożliwienia pozyskiwania środków złotych na okresy dłuższe niż jeden dzień, umożliwienia bankom pozyskiwania środków walutowych oraz zwiększenia możliwości pozyskiwania płynności złotej przez banki poprzez rozszerzenie zabezpieczeń operacji z NBP”.

▪ Jak do tej pory wpływ wprowadzenia pakietu zaufania w życie na sytuację na rynku pieniężnym był niewielki, a rozpiętość między stawkami WIBOR a stopą referencyjną NBP utrzymała się na bardzo wysokim poziomie.

▪ Naszym zdaniem, odpowiedzią banku centralnego powinno być kontynuowanie operacji w ramach pakietu zaufania, co powinno przywrócić normalne funkcjonowanie rynku w niedługiej perspektywie.

## Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



### Nominalny MCI trzeci miesiąc z rzędu w dół

- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami wyrażonymi w poprzednim raporcie, październik przyniósł kolejny spadek obliczanego przez nas nominalnego MCI. Stało się tak za sprawą znacznej skali deprecjacji złotego wobec euro w ciągu miesiąca.
- Skala osłabienia złotego była tak znaczna, że z dużą nawiązką zrekompensowała efekt wzrostu WIBOR3M w związku z problemami płynnościowymi na rynku pieniężnym.
- Obserwowany od kilku miesięcy spadek MCI, oznacza efektywne złagodzenie polityki pieniężnej w Polsce, pomimo stabilizacji podstawowych stóp procentowych przez RPP od końca czerwca. Należy jednak pamiętać, że MCI nie uwzględnia wszystkich czynników określających efektywną restrykcyjność polityki pieniężnej, np. zmian w polityce kredytowej banków.

6,00%



Filar 1,55 (1,61)

Wasilewska-Trenkner 1,55 (1,48)

Noga 1,50 (1,52)

Wojtyła 1,40 (0,91)

Sławiński 1,10 (0,91)

5,00%

Czekaj 1,00 (0,86)

Skrzypek 0,85 (N/A)

Owsiak 0,85 (0,91)

Nieckarz 0,85 (0,83)

4,50%

Pietrewicz 0,80 (0,74)



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 osi restrykcyjności 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.

### Zmiana kierunku oczekiwanych zmian stóp

Opublikowane w nowym *Raporcie o inflacji* wyniki głosowań RPP na posiedzeniach w maju, lipcu i sierpniu (w każdym przypadku bezskutecznie głosowano nad podwyżką o 25 pb) nie zmieniły istotnie oceny układu sił w Radzie. Za podwyżką w każdym z tych trzech głosowań opowiadał się Dariusz Filar, Halina Wasilewska-Trenkner i Andrzej Wojtyła. W niektórych z tych trzech miesięcy dołączyli do nich Marian Noga (w maju i sierpniu) oraz Andrzej Sławiński (w sierpniu). Jednocześnie, Jan Czekaj oraz prezes NBP Sławomir Skrzypek pozostają dwoma członkami Rady, którzy w każdym z głosowań w tym roku głosowali zgodnie z decyzją większości, odzwierciedlając fakt, że to ich głosy przesądzały o wynikach posiedzeń RPP, a więc to ich opinie powinny być najuważniej śledzone przez rynek. Najnowsze wypowiedzi tych członków Rady, ale również niektórych członków, którzy plasują się wyżej na naszej osi restrykcyjności, wskazują, że obniżki stóp procentowych przez RPP są tylko kwestią czasu. Stąd, rewizja naszych oczekiwań co do kierunku zmian stóp w perspektywie najbliższego roku.

### Prezes NBP i prof. Czekaj wskazują na potrzebę obniżek stóp

Prezes NBP Sławomir Skrzypek stwierdził 7 listopada, że obniżki stóp należy rozważać nie tylko ze względu na spełnienie kryterium inflacyjnego, ale także z uwagi na stabilność finansową Polski i wzrost gospodarczy. Jego zdaniem istnieje wiele argumentów za tym, aby rozpocząć cykl obniżek stóp. Skłonność szefa NBP do obniżek stóp sugerują również jego ostatnie wypowiedzi, wskazujące, że jest on dość sceptyczny co do rządowych planów wejścia do strefy euro w 2012 r. Drugi z członków RPP kluczowych dla wyników posiedzeń Rady, stwierdził, że „prawdopodobieństwo, czy wręcz potrzeba obniżek stóp procentowych staje się coraz bardziej oczywista”. Jego zdaniem RPP musi obserwować sytuację i prowadzić taką politykę, która będzie spójna z tym, co robią inne banki centralne. Przy naszych oczekiwaniach, że po dotychczasowym obniżeniu stóp przez EBC o 100pb czekają nas kolejne redukcje stóp w strefie euro, spodziewamy się, że prof. Czekaj widzi lub wkrótce będzie dostrzegał miejsce na znaczną skalę redukcji stóp w Polsce.

### Wg prof. Sławińskiego obniżki stóp to tylko kwestia czasu

Zdaniem prof. Sławińskiego, który zazwyczaj głosuje zgodnie z jastrzębią frakcją, „prędzej czy później [ścieżka stóp] będzie dostosowywana do słabnącej koniunktury” i „w takiej sytuacji, jaka jest na świecie kierunek jest przesądzony”. Wypowiedzi te nie pozostawiają wątpliwości, że obniżki to tylko kwestia czasu.

### Pytanie, kiedy początek obniżek

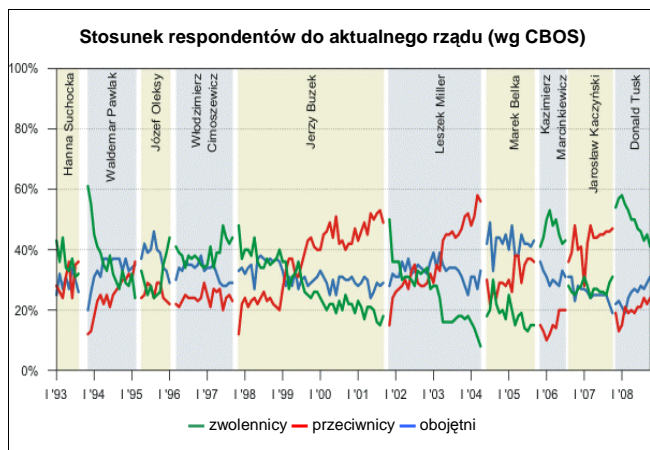
Przy przekonaniu większości członków Rady o potrzebie redukcji stóp w Polsce, powstaje pytanie, kiedy ten proces się rozpocznie. Naszym zdaniem nie nastąpi to przed końcem tego roku. Wskazuje na to fakt, że nawet jeden ze skrajnych gołębi w Radzie, Stanisław Nieckarz nie jest przekonany o potrzebie tak szybkiej reakcji. Wg niego „warunki rozpoczęcia cyklu obniżek i zmniejszania dysparytetu” pojawią się jednak „już na początku 2009”.

### Jastrzębie już nie myślą o podwyżkach, odwołują obniżki

Jastrzębi członkowie RPP nie są przekonani do potrzeby obniżek stóp. Według H. Wasilewskiej-Trenkner nie ma sensu podejmowanie takich działań dopóki sytuacji na rynkach finansowych się nie uspokoi. Z kolei zdaniem Dariusza Filara, biorąc pod uwagę to, że spadek inflacji w Polsce będzie wolniejszy niż w krajach zagrożonych recesją, ze zmianą parametrów polityki pieniężnej należy poczekać do lutowej projekcji inflacji oraz zmiany rewizji koszyka CPI w marcu.



## Pod lupą: Rząd i polityka



### Prognozy Komisji Europejskiej

POLSKA	2008	2009	2010
Wzrost PKB (% r/r)	5,4	3,8	4,2
Zatrudnienie (% r/r)	2,7	0,5	0,1
Stopa bezrobocia (%)	7,3	7,3	7,8
Inflacja HICP (% r/r)	4,3	3,5	2,6
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,2	-6,1	-6,2
Saldo general government (% PKB)	-2,3	-2,5	-2,4
Dług general government (% PKB)	43,9	43,6	43,1
STREFA EURO	2008	2009	2010
Wzrost PKB (% r/r)	1,1	0,1	0,9
Inflacja HICP (% r/r)	3,5	2,2	2,1

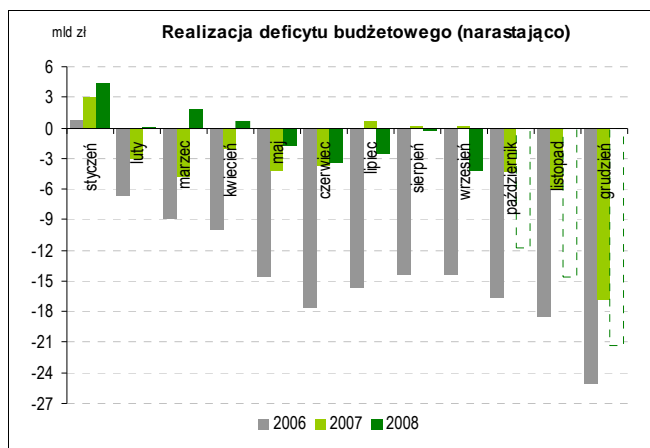
### Planowane działania rządu

Gwarancje dla pożyczek banków w banku centralnym (do 50% wartości zobowiązania) oraz gwarancje pożyczek i linii kredytowych udzielanych sobie wzajemnie przez banki w celu spełnienia norm dotyczących płynności.

Pożyczki skarbowych papierów wartościowych, sprzedaż skarbowych papierów wartościowych z odroczonym terminem płatności lub płatnością w ratach.

Ewentualne przejęcie / dokapitalizowanie banków w trudnej sytuacji.

Podwyższenie progu gwarancji depozytów w bankach do równowartości w złotych kwoty 50 tys. €, zgodnie z decyzją co do minimalnych gwarancji podjętej na szczeblu UE.



### PO na czele sondaży, chociaż opinie o rządzie coraz gorsze

- Stosunek Polaków do działalności rządu stopniowo staje się coraz bardziej krytyczny. Wciąż jednak liczba zwolenników obecnej ekipy jest wyraźnie większa niż liczba jej przeciwników.
- W przypadku ocen działalności prezydenta i parlamentu kierunek zmian jest podobny, przy czym oceny krytyczne wyraźnie dominują nad pozytywnymi.
- Mimo pogłębiającego się rozczarowania efektami działań rządu, PO nadal wyraźnie prowadzi w badaniach poparcia dla partii politycznych. Gdyby wierzyć sondażom, przeprowadzenie obecnie wyborów do parlamentu dałoby partii rządzącej jeszcze większą przewagę głosów niż ma obecnie.
- Mimo tego, wydaje się, że PO raczej nie będzie skłonna zaryzykować wcześniejszych wyborów w sytuacji impasu w kwestii wejścia do euro, co sugerowały niektóre wypowiedzi.

### Prognozy KE dość optymistyczne dla Polski

- Komisja Europejska przewiduje, że wzrost gospodarczy w Polsce spowolni znacznie mniej niż w rozwiniętych gospodarkach i wyniesie 3,8% w 2009 r. (tyle samo prognozuje MF). Głównym motorem wzrostu pozostanie popyt krajowy, chociaż zarówno konsumpcja jak i inwestycje spowolnią.
- Wzrost eksportu również spowolni, głównie za sprawą recesji w strefie euro, ale zdaniem KE jego struktura i cenowa konkurencyjność spowodują częściową amortyzację szoku popytowego. Rosnące transfery z UE będą zmniejszać polski deficyt obrotów bieżących – w 2010 r. o 3,75% PKB.
- Wg Komisji polski sektor bankowy dotąd był odporny na kryzys na rynku finansowym, ale niektóre średnie i małe banki są narażone na zawirowania na świecie ze względu na uzależnienie od finansowania w walutach obcych.

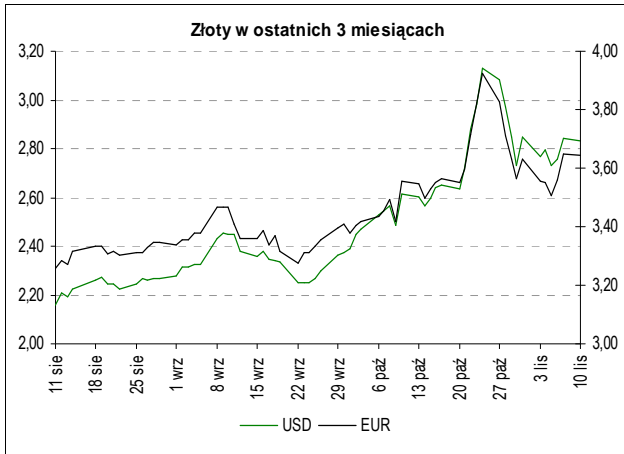
### Będą gwarancje rządowe dla banków

- Rząd przyjął projekt ustawy, która ma na celu wsparcie sytuacji płynnościowej na krajowym rynku międzybankowym i odblokowanie rynku kredytów (najważniejsze propozycje działań w tabeli obok). Gwarancje byłyby płatne na zasadach komercyjnych.
- Wg projektu minister finansów podejmowałby określone działania na wniosek instytucji finansowej po zasięgnięciu opinii przewodniczącego KNF oraz prezesa NBP.
- Minister finansów powiedział, że wsparcie rządowe będzie udzielane tylko „bezpiecznym i silnym kapitałowo bankom”, jednak później wiceminister sprostowała, że dotyczy to banków ze współczynnikiem wypłacalności powyżej 8%, czyli w praktyce wszystkich działających w Polsce.

### Wydatki budżetu zaczęły rosnąć

- Po trzech kwartałach roku deficyt budżetu państwa wyniósł 4,2 mld zł, czyli 15,5% poziomu zaplanowanego na ten rok w ustawie budżetowej.
- Po wielu miesiącach wstrzymywania wydatków, we wrześniu nastąpiło ich wyraźnie przyspieszenie, podczas gdy tempo wzrostu dochodów lekko zwolniło. Wyraźnie zmniejszyła się dynamika podatków pośrednich, co odzwierciedla zapewne słabnącą aktywność ekonomiczną, chociaż z drugiej strony wzrost podatków PIT przyspieszył we wrześniu dość wyraźnie.
- Wg szacunków MF po październiku deficyt powiększył się do ok. 11,6-11,8 mld zł. W całym roku będzie on prawdopodobnie o ponad 5 mld zł mniejszy niż pierwotnie planowano. Znacznie większym wyzwaniem będzie realizacja budżetu w 2009 r. w związku z czekającym nas mocnym spowolnieniem gospodarki.

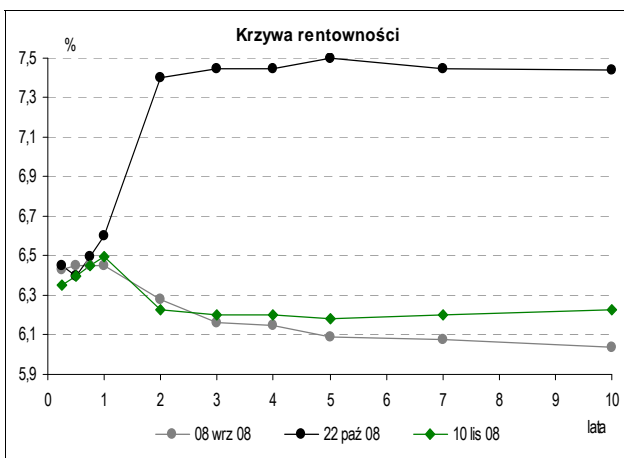
## Monitor rynku



### Skokowy wzrost zmienności złotego

W październiku złotemu zaszkodziła awersja do ryzyka i złe nastawienie inwestorów do krajów Europy Środkowo Wschodniej (głównie Węgier – obniżka ratingów), m.in. w związku z obawami o finansowanie w walucie obcej. W rezultacie kurs EURPLN wystrzelił do najwyższych poziomów od ponad 2 lat (ok. 4,00) i znacząco podniosła się zmienność rynkowa. W obliczu obniżek stóp banków centralnych oraz programów pomocowych instytucji międzynarodowych (m.in. MFW) dla krajów rozwijających się doszło do poprawy apetytu na ryzyko i odreagowania złotego.

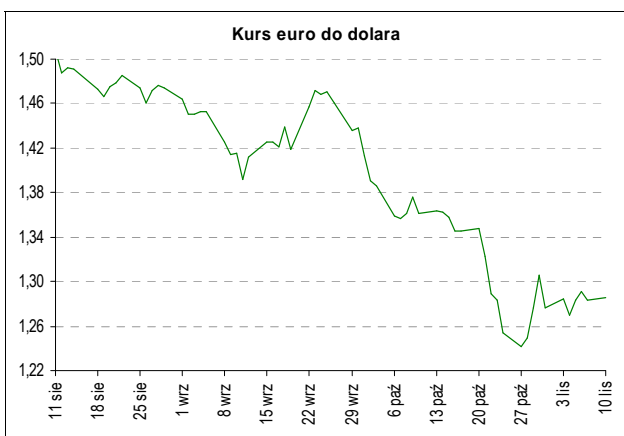
Sądzymy, że złoty może pozostać słabszy w najbliższym czasie. Złoty tak jak inne waluty gospodarek rozwijających się pozostaje pod wpływem apetytu na ryzyko i pogarszających się perspektyw wzrostu. Negatywny wpływ na złotego będą miały też oczekiwania co do stóp NBP oraz rosnący deficyt obrotów bieżących.



### Stopniowe odreagowanie po gwałtownej wyprzedży

W ostatnich tygodniach rynek stopy procentowej był głównie pod wpływem sytuacji za granicą, a negatywne nastawienie do rynków regionu przyczyniło się do gwałtownej przeceny (stopy wybranych obligacji chwilowo bliskie 8%). Mimo złagodzenia opinii RPP i większości danych makro poniżej oczekiwań stopy IRS (jak i FRA) tymczasowo i w mniejszym stopniu podążyły w górę za rentownościami obligacji. Wobec poprawy apetytu na ryzyko doszło do spadku stóp rynkowych w kraju, jednak rynek obligacji wciąż pozostaje niepełny.

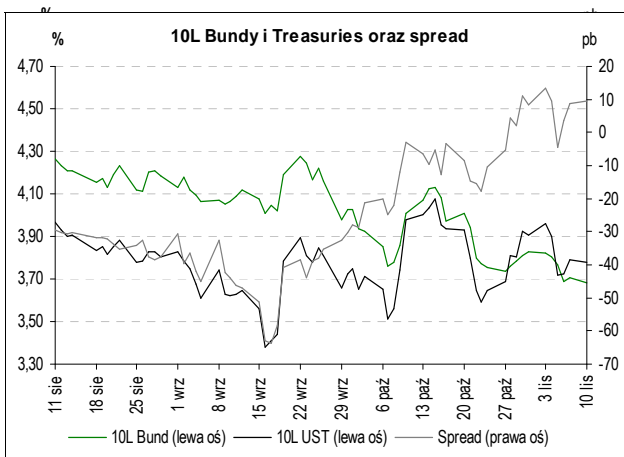
Wobec oczekiwanych obniżek stóp już w pierwszych miesiącach 2009 r. oraz realizacji kluczowych danych (CPI, produkcja, płace) poniżej oczekiwań rynkowych sądzymy, że jest jeszcze pole do umocnienia na rynku stopy procentowej. Stopniowe uspokojenie sytuacji za granicą również powinno pozwolić przyczynić się do spadku premii za ryzyko.



### Wzmocniony popyt na dolara

W październiku utrzymywało się zwiększone zapotrzebowanie na dolara wobec trudnych warunków na rynkach kredytowych oraz popytu na bezpieczne aktywa, co umacniało dolara. Negatywnie na euro oddziaływały oczekiwania na dalsze znaczące obniżki stóp procentowych w strefie euro. Do odreagowania euro doszło wobec poprawy nastrojów na świecie po skoordynowanych akcjach rządowych mających na celu przywrócenie zaufania na rynkach (gwarancje depozytów, rekapitalizacja banków itp.). Rozczarowująco mała (wobec ruchów innych banków centralnych) obniżka stóp przez EBC i powrót obaw o perspektywy światowej gospodarki doprowadziły do ponownego umocnienia dolara.

Naszym zdaniem tempo umocnienia amerykańskiej waluty powinno być umiarkowane do 1,25 na koniec roku. Trend aprecjacyjny dolara będzie przerywany korektami kursu EURUSD.

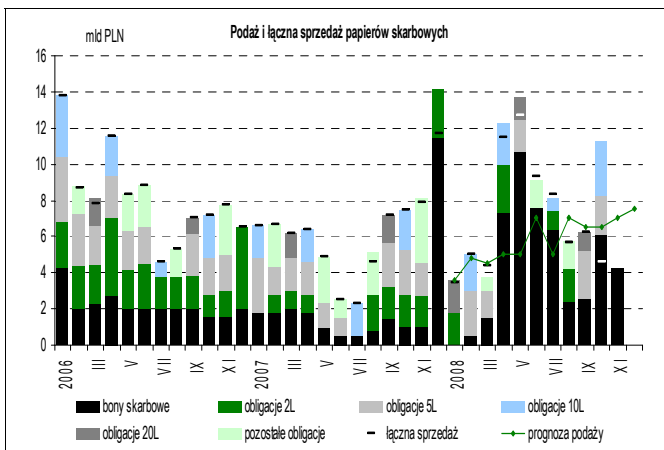
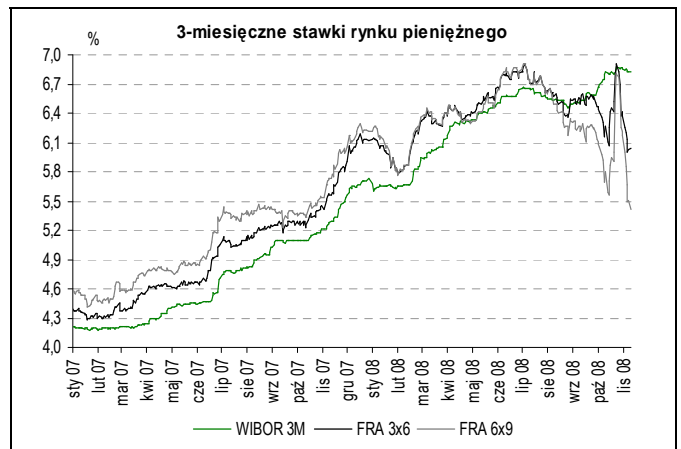
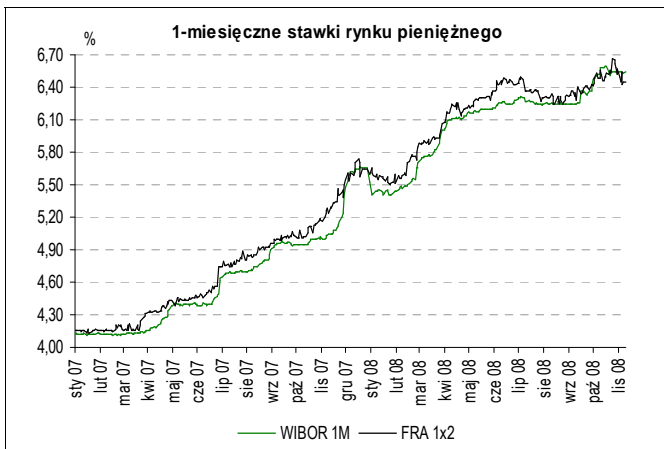
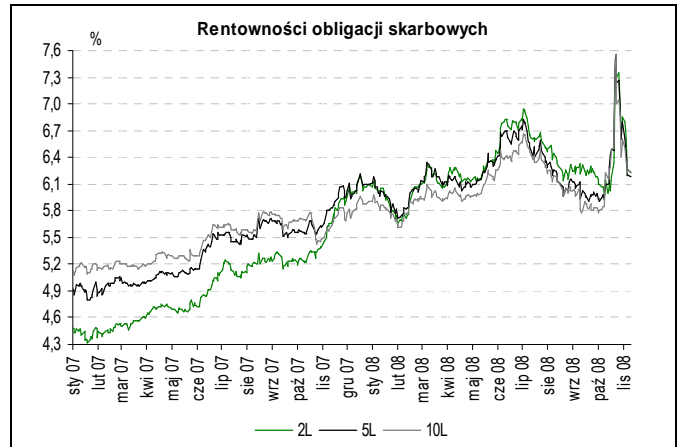
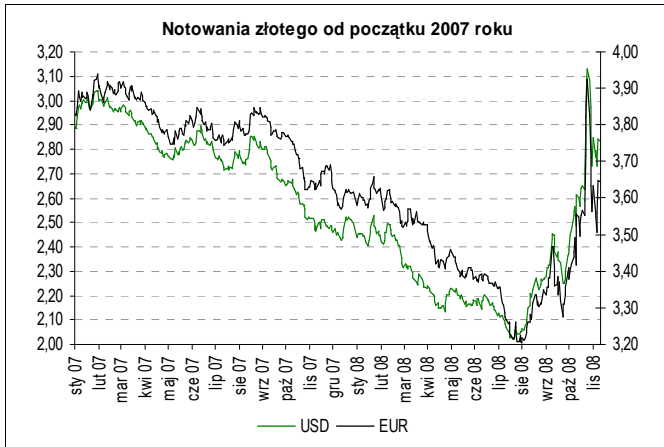


### Umocnienie na bazowych rynkach długu

Na bazowych rynkach długu wobec znaczącego wzrostu awersji do ryzyka doszło do zdecydowanego umocnienia w oczekiwaniu na dalsze obniżki stóp procentowych. Pod koniec października rentowności 10-letnich Bundów spadły poniżej 10-letnich Treasuries. Później doszło do korekty cen w dół za sprawą wzrostu apetytu na ryzyko przy spadających stopach na rynkach pieniężnych. Jednak listopad ponownie przebiegał pod znakiem umocnienia wobec publikacji kolejnych bardzo słabych danych z USA i strefy euro i spadku apetytu na ryzyko. Rentowności 10-letnich Treasuries i Bundów spadły w ciągu miesiąca o odpowiednio 20 pb oraz 32 pb.

Na bazowych rynkach długu może dojść do dalszego stopniowego umocnienia za sprawą umacniających się oczekiwań na głębsze obniżki stóp procentowych. Naszym zdaniem w przyszłym roku podstawowe stopy EBC i Banku Anglii spadną w obu przypadkach co najmniej do 2% a Fed obniży stopy o 25 pb jeszcze w tym roku.

# Monitor rynku



**Przetargi bonów skarbowych (mln zł)**

Data przetargu	(OFERTA)*/SPRZEDAŻ			
	52-tyg.	39-tyg.	26-tyg.	13-tyg.
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	800/812	-	-	800/803
20.10.2008	1000/495	-	-	1000/288
27.10.2008	-	-	-	1000/703
03.11.2008	500-1500/815	-	-	200-500/475
07.11.2008	-	200-700/896	-	500-1500/1299
17.11.2008	-	1000-2500	-	-
24.11.2008	-	1000-2500	-	-
08.12.2008	-	-	-	-

\* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

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

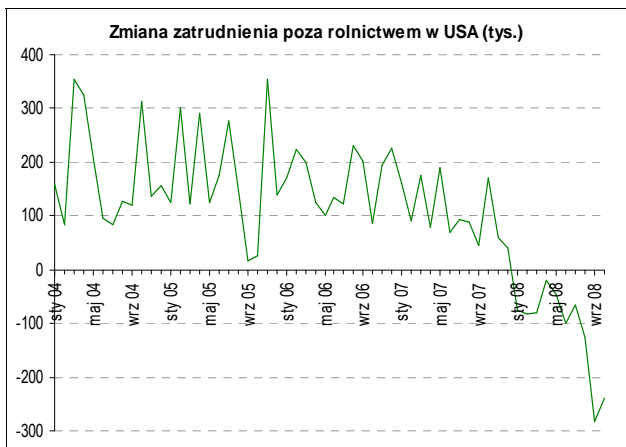
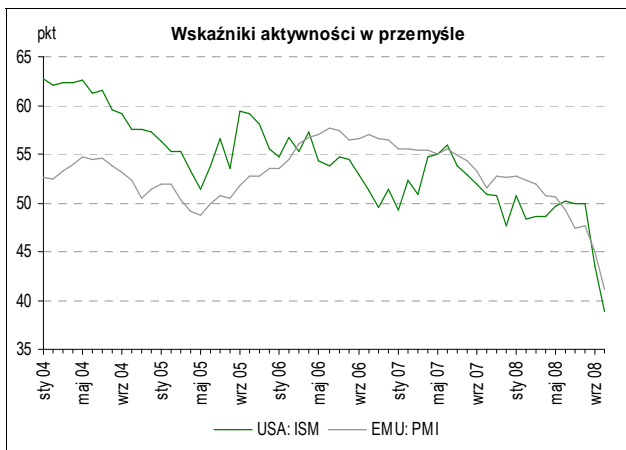
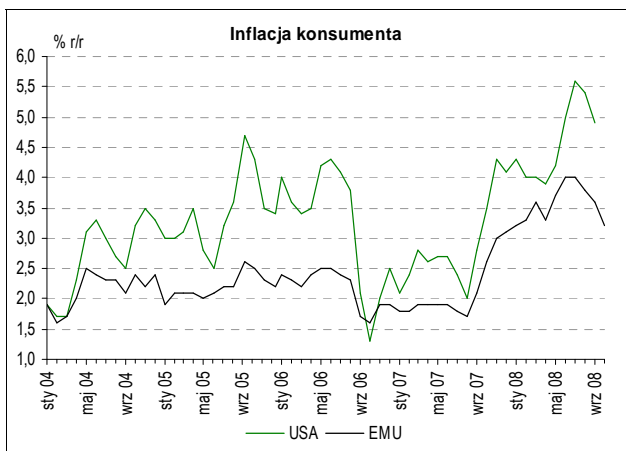
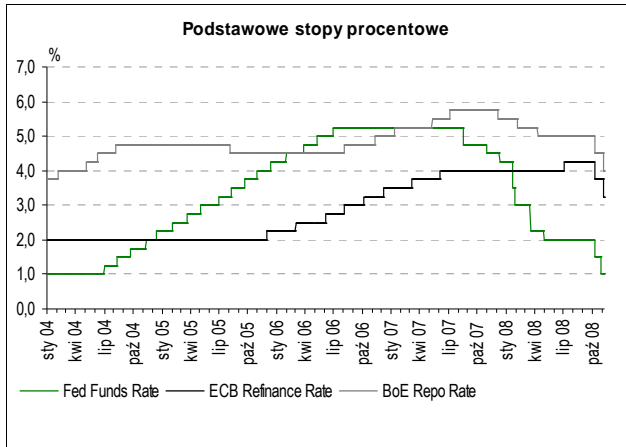
miesiąc	I przetarg			II przetarg			Przetarg zamiany		
	data	obligacje	oferta	data	obligacje	oferta	data	obligacje	sprzedaż
styczeń	02.01	OK0710	1 800	09.01	WS0922	1 800	16.01	PS0413 / IZ0816 /	524 / 766 / 431
lut	06.02	PS0413	2 500	13.02	DS1017	2 000	20.02	WZ0816 / WZ0118	855 / 914
marzec	05.03	PS0413	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	24.10	IZ0816/WZ0118	620 / 655
listopad	-	-	-	-	-	-	12.11	OK0710/PS0414	-
grudzień	03.12	2L	-	-	-	-	-	-	-

\* razem z przetargiem uzupełniającym

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK



## Przegląd międzynarodowy

**Dalsze poluzowywanie polityki pieniężnej**

- Po skoordynowanym cięciu stóp przez główne banki centralne na początku października pod koniec miesiąca na oficjalnym posiedzeniu Fed obniżył stopy o kolejne 50 pb. Główna stopa spadła do 1%. Zdaniem Fed z powodu intensyfikacji kryzysu na rynkach finansowych ryzyko dla wzrostu gospodarczego wciąż jest asymetryczne w dół i można spodziewać się spadku inflacji.

- Zgodnie z oczekiwaniami EBC obniżył stopy o 50 pb do 3,25%. J.C. Trichet powiedział na konferencji po posiedzeniu, że w obecnym otoczeniu EBC spodziewa się zmniejszenia presji cenowej i nie wykluczył dalszych obniżek stóp.

- Szereg banków centralnych w Europie zaskoczyło swymi decyzjami w sprawie stóp procentowych. Czeski bank centralny obniżył stopy aż o 75 pb, wobec spodziewanych 25 pb. Rynek zaskoczyła także skala redukcji Banku Anglii, który obciął stopy aż o 150 pb (główna stopa spadła do 3,0%), podczas gdy mediana prognoz analityków wskazywała na ruch o 50 pb. Na specjalnym posiedzeniu stopy procentowe zostały obniżone także w Szwajcarii o 50 pb, co wynikało z oczekiwanego wpływu spowolnienia w globalnej gospodarce na aktywność w Szwajcarii.

**Inflacja stopniowo w stronę celu**

- Według finalnych danych Eurostatu za wrzesień inflacja w strefie euro spadła do poziomu 3,6% r/r zgodnie ze wstępnymi szacunkami. Z kolei wstępne szacunki wskazują na dalszy jej spadek do 3,2%.

- Inflacja w USA pozostała we wrześniu bez zmian w ujęciu miesięcznym (4,9% r/r), a inflacja bazowa wzrosła o 0,1% (2,5% r/r) wobec oczekiwań odpowiednio 0,1% m/m oraz 0,2%.

- Obniżone ceny surowców i pogarszające się oczekiwania odnośnie wzrostu gospodarczego przyczyniają się do poprawy perspektyw inflacji.

**Najbliższe dane o aktywności od wielu lat**

- PMI dla przemysłu w strefie euro spadł w październiku do 41,1pkt nieco poniżej prognoz rynkowych. Indeks dla usług zanotował większy od oczekiwań spadek do 45,8 pkt, najniższego poziomu w historii badania (od 1998 r.), wobec spodziewanych 46,9 pkt. W Niemczech spadek aktywności był największy od 5 lat. Jednocześnie wyraźnie spadła presja cenowa. Indeks Ifo spadł w październiku do 90,2 najniższej od maja 2003 wobec oczekiwań na poziomie 92,9.

- Indeks ISM dla przemysłu w USA obniżył się do 38,9 pkt, najniżej od 1982 r. i znacznie poniżej prognoz. Indeks ISM dla usług w USA spadł w październiku także bardziej niż oczekiwano do 44,4 pkt z 50,2 pkt we wrześniu wobec spodziewanych 47 pkt. Indeks ten osiągnął najniższy poziom od 10 lat, z kolei indeks zatrudnienia zanotował spadek do najniższego poziomu w historii, tj. 41,5 pkt. Produkcja przemysłowa w USA spadła we wrześniu o 2,8% m/m wobec oczekiwań na poziomie -0,8%. Z kolei indeks Philly Fed za październik spadł do -37,5 pkt z 3,8 pkt we wrześniu wobec oczekiwań na poziomie -10 pkt.

- PKB za III kw. w USA spadł o 0,3% wobec oczekiwanego spadku o 0,5%. Dane pokazały pierwszy od 1991 r. spadek konsumpcji prywatnej i jej największy spadek od 1980 r. Konsumpcja prywatna spadła o 3,1% (+1,2% w II kw.), eksport wzrósł o 5,9% (12,9% w II kw.), import spadł o 1,9% (-7,3%), inwestycje przedsiębiorstw spadły o 1% (2,5%).

**Utrzymuje się trend spadkowy zatrudnienia w USA**

- Zatrudnienie poza rolnictwem spadło w październiku o 240 tys., podczas gdy rynek spodziewał się spadku o 200 tys. Dane za wrzesień zostały zrewidowane do -284 tys. z -159 tys. Stopa bezrobocia wzrosła z kolei do 6,5% z 6,1% we wrześniu wobec oczekiwań na poziomie 6,3%.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>10 listopada</b> <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i>	<b>11</b> <i>PL: Dzień Niepodległości</i> US: Dzień wolny DE: Indeks ZEW (XI)	<b>12</b> <i>PL: Przetarg zamiany</i> <i>PL: Bilans płatniczy (IX)</i> EZ: Produkcja przemysłu (IX)	<b>13</b> <i>PL: CPI (X)</i> US: Bilans handlowy (IX)	<b>14</b> <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)
<b>17</b> <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> US: Indeks NY Fed (XI) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (X) US: Produkcja przemysłu (X)	<b>18</b> <i>PL: Płace i zatrudnienie (X)</i> US: PPI (X) US: Raport o przepływach kapitału (IX)	<b>19</b> US: CPI (X) US: Liczba nowych budów domów (X) US: Liczba pozwoleń na budowę (X) US: Minutes FOMC	<b>20</b> <i>PL: Inflacja bazowa (X)</i> <i>PL: Produkcja przemysłowa (X)</i> <i>PL: PPI (X)</i> <i>PL: Minutes RPP (X)</i> US: Zapasy hurtowe (IX) US: Wskaźniki wyprzedzające koniunktury (X) US: Indeks Philadelphia Fed (XI)	<b>21</b> <i>PL: Wskaźniki koniunktury (XI)</i> EZ: Wstępny PMI - sektor przetwórczy (XI) EZ: Wstępny PMI - sektor usług (XI)
<b>24</b> <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> JP: Dzień wolny DE: Indeks Ifo (XI) US: Sprzedaż domów (X)	<b>25</b> <i>PL: Spotkanie RPP</i> US: Wstępny PKB (III kw.) US: Bazowy PCE (III kw.) US: Deflator PKB (III kw.)	<b>26</b> <i>PL: Sprzedaż detaliczna (X)</i> <i>PL: Bezrobocie (X)</i> <i>PL: Spotkanie RPP – decyzja</i> US: Indeks Case/Shiller US: Zaufanie konsumentów (XI) US: Bazowy PCE (X) US: Zamówienia na dobra trwałe (X) US: Chicago PMI (XI) US: Finalny Michigan (XI) US: Sprzedaż nowych domów (X)	<b>27</b> US: Dzień wolny EZ: Podaż pieniądza M3 (X) EZ: Indeksy nastrojów (XI)	<b>28</b> <i>PL: PKB (III kw.)</i> EZ: Wstępny HICP (XI)
<b>1 grudnia</b> <i>PL: PMI (XI)</i> EZ: PMI - sektor przetwórczy (XI) US: ISM - sektor przetwórczy (XI)	<b>2</b> EZ: PPI (X)	<b>3</b> <i>PL: Aukcja obligacji 2-letnich</i> EZ: PMI - sektor usług (XI) EZ: Sprzedaż detaliczna (X) US: Raport ADP (XI) US: ISM - sektor usług (XI)	<b>4</b> EZ: Zrewidowany PKB (III kw.) EZ: Decyzja EBC GB: Decyzja Banku Anglii US: Zamówienia w przemyśle (X)	<b>5</b> US: Zatrudnienie poza rolnictwem (XI) US: Stopa bezrobocia (XI)
<b>8</b> <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i>	<b>9</b> DE: Indeks ZEW (XII) US: Niezakończone transakcje sprzedaży domów (X)	<b>10</b> US: Zapasy hurtowe (X)	<b>11</b> CH: Decyzja SNB US: Bilans handlowy (X) US: Ceny w imporcie (XI)	<b>12</b> <i>PL: Bilans płatniczy (X)</i> <i>PL: Podaż pieniądza (XI)</i> EZ: Produkcja przemysłu (X) US: PPI (XI) US: Sprzedaż detaliczna (XI) 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 <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	22	28	24	25	26	26	23	26	-
Płace 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	26	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	2	-	31	-	-	30	-	-	30	-	-	30
Bilans płatniczy	18 <sup>c</sup>	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; <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

		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	lis 08
Produkcja przemysłowa	% r/r	10,8	8,5	6,4	10,7	15,0	1,0	15,1	2,4	7,3	5,9	-3,7	7,0	-0,4	1,6
Sprzedaż detaliczna <sup>c</sup>	% r/r	19,4	19,2	12,4	20,9	23,8	15,7	17,6	14,9	14,2	14,3	7,7	11,6	9,1	7,6
Stopa bezrobocia	%	11,3	11,2	11,4	11,7	11,5	11,1	10,5	10,0	9,6	9,4	9,3	8,9	8,9	9,1
Place brutto <sup>b c</sup>	% r/r	11,0	12,0	7,2	11,5	12,8	10,2	12,6	10,5	12,0	11,6	9,7	10,9	8,8	6,7
Zatrudnienie <sup>b</sup>	% r/r	5,0	5,0	4,9	5,9	5,9	5,8	5,6	5,4	4,8	4,7	4,2	4,1	3,7	3,5
Eksport (w euro) <sup>d</sup>	% r/r	15,6	11,3	8,0	22,6	29,1	10,6	34,1	12,5	16,6	23,7	7,1	24,0	7,7	6,7
Import (w euro) <sup>d</sup>	% r/r	19,7	19,8	16,6	19,8	31,4	12,2	31,8	13,5	19,7	20,9	17,4	25,3	11,6	6,4
Bilans handlowy <sup>d</sup>	mln EUR	-1019	-1333	-1673	-780	-808	-1345	-1032	-1213	-1639	-1404	-1503	-1400	-1551	-1397
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	mln EUR	-1459	-824	-2314	-1211	-1322	-1807	-1282	-1495	-2098	-1057	-1736	-2025	-1801	-1247
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	% PKB	-4,4	-4,4	-4,7	-4,6	-4,7	-4,9	-5,0	-4,9	-5,0	-4,7	-4,9	-5,2	-5,2	-5,3
Saldo budżetu (narastająco)	mln PLN	-4,4	-6,0	-16,9	4,4	0,0	1,9	0,6	-1,9	-3,5	-2,7	-0,3	-4,2	-11,7	-14,6
Saldo budżetu (narastająco)	% planu <sup>e</sup>	26,2	35,5	100,0	-16,4	-0,1	-6,9	-2,2	6,8	12,8	9,9	1,2	15,5	43,3	53,9
Inflacja (CPI)	% r/r	3,0	3,6	4,0	4,0	4,2	4,1	4,0	4,4	4,6	4,8	4,8	4,5	3,9	3,6
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	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	2,8
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	13,8	13,6	13,4	12,9	13,5	13,6	15,0	15,1	16,3	16,8	16,8	17,1	18,7	17,1
Depozyty	% r/r	15,2	15,1	14,5	14,3	14,7	15,3	16,7	17,4	18,5	19,4	18,9	19,6	20,4	18,3
Kredyty	% r/r	30,6	30,1	29,9	30,3	29,5	29,7	28,3	27,6	27,7	25,3	26,7	27,8	29,5	27,4
USD/PLN	PLN	2,61	2,49	2,47	2,46	2,43	2,28	2,19	2,19	2,17	2,07	2,19	2,34	2,69	2,92
EUR/PLN	PLN	3,71	3,66	3,60	3,61	3,58	3,54	3,45	3,40	3,37	3,26	3,29	3,37	3,57	3,65
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	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	6,00
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	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	7,50
WIBOR 3M	%	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	6,60
Rentowność bonów 52-tyg.	%	5,04	5,30	5,78	5,75	5,66	6,09	6,10	6,10	6,63	6,70	6,60	6,46	6,45	6,35
Rentowność obligacji 2L	%	5,30	5,77	6,06	5,92	5,90	6,17	6,20	6,27	6,73	6,66	6,32	6,25	6,46	6,25
Rentowność obligacji 5L	%	5,59	5,90	6,07	5,94	5,93	6,20	6,12	6,25	6,62	6,53	6,15	6,01	6,48	6,22
Rentowność obligacji 10L	%	5,64	5,70	5,85	5,81	5,82	5,98	5,98	6,10	6,41	6,43	6,10	5,89	6,39	6,28

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

		2006	2007	2008	2009	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09
PKB	mld PLN	1 060,0	1 175,3	1 282,7	1 365,7	295,3	309,9	318,0	359,5	315,8	329,6	336,8	383,4
PKB	% r/r	6,2	6,7	5,1	3,3	6,0	5,8	4,5	4,3	3,4	3,3	3,1	3,6
Popyt krajowy	% r/r	7,3	8,6	5,9	4,1	6,2	6,0	5,6	5,7	4,4	4,3	3,9	3,7
Spożycie indywidualne	% r/r	5,0	5,0	5,1	4,5	5,6	5,5	4,8	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	14,9	17,6	12,3	5,6	15,7	15,2	11,5	10,0	9,0	7,0	5,0	4,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	12,5	9,7	5,8	4,5	8,5	8,5	3,4	2,9	2,7	3,9	5,9	5,6
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	11,9	14,0	10,5	6,2	16,0	11,1	8,0	6,9	3,7	7,0	8,3	5,9
Stopa bezrobocia <sup>a</sup>	%	14,8	11,4	9,2	9,8	11,1	9,6	8,9	9,2	10,5	9,2	9,1	9,8
Place realne brutto <sup>c</sup>	% r/r	4,2	6,7	6,0	3,3	7,2	7,7	5,6	4,2	3,7	3,1	3,3	3,0
Zatrudnienie <sup>c</sup>	% r/r	3,2	4,6	4,7	1,4	5,9	5,2	4,3	3,5	1,8	1,5	1,2	0,9
Eksport (w euro) <sup>b</sup>	% r/r	20,4	13,4	16,5	4,2	20,3	20,9	18,4	7,3	6,0	4,0	3,0	4,0
Import (w euro) <sup>b</sup>	% r/r	24,0	19,5	17,6	5,5	20,5	21,5	21,4	8,2	8,0	6,0	4,0	4,0
Bilans handlowy <sup>b</sup>	mln EUR	-5 539	-12 369	-15 698	-18 059	-2 927	-3 877	-4 307	-4 588	-3 760	-4 735	-4 793	-4 771
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	mln EUR	-7 445	-14 586	-19 354	-22 115	-4 333	-4 866	-4 818	-5 338	-5 266	-5 824	-5 404	-5 621
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	% PKB	-2,7	-4,7	-5,2	-5,8	-4,9	-4,9	-5,2	-5,2	-5,5	-5,7	-5,8	-5,7
Deficyt budżetowy <sup>a</sup>	mld PLN	-25,1	-16,9	-21,3	-18,2	1,9	-3,5	-4,2	-21,3	-6,5	-12,8	-15,5	-18,2
Deficyt budżetowy	% PKB	-2,4	-1,4	-1,7	-1,3	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	1,0	2,5	4,2	3,0	4,1	4,3	4,7	3,7	3,4	3,0	2,8	2,9
Inflacja (CPI) <sup>a</sup>	% r/r	1,4	4,0	3,6	2,8	4,1	4,6	4,5	3,6	3,3	2,8	2,9	2,8
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,5	2,3	2,7	3,1	3,0	2,6	2,1	3,0	2,7	3,0	3,5	3,3
Podaż pieniądza (M3) <sup>a</sup>	% r/r	16,0	13,4	15,7	8,8	13,6	16,3	17,1	15,7	13,4	11,3	9,7	8,8
Zobowiązania <sup>a</sup>	% r/r	15,2	14,5	16,5	8,6	15,3	18,5	19,6	16,5	13,8	11,0	8,7	8,6
Należności <sup>a</sup>	% r/r	23,4	29,9	24,7	9,5	29,7	27,7	27,8	24,7	17,7	13,2	9,0	9,5
USD/PLN	PLN	3,10	2,77	2,40	2,86	2,39	2,18	2,20	2,84	3,02	2,89	2,78	2,75
EUR/PLN	PLN	3,90	3,78	3,48	3,55	3,58	3,41	3,31	3,62	3,71	3,59	3,47	3,44
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	4,00	5,00	6,00	5,00	5,75	6,00	6,00	6,00	5,75	5,00	5,00	5,00
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	5,50	6,50	7,50	6,50	7,25	7,50	7,50	7,50	7,25	6,50	6,50	6,50
WIBOR 3M	%	4,21	4,73	6,33	5,55	5,80	6,43	6,57	6,53	6,20	5,61	5,20	5,20
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,18	4,69	6,26	5,54	5,84	6,28	6,59	6,33	6,00	5,50	5,40	5,25
Rentowność obligacji 2L	%	4,57	5,23	6,27	5,34	5,99	6,40	6,41	6,27	5,75	5,30	5,20	5,10
Rentowność obligacji 5L	%	5,03	5,52	6,20	5,25	6,02	6,33	6,23	6,23	5,60	5,25	5,15	5,00
Rentowność obligacji 10L	%	5,22	5,56	6,09	5,20	5,87	6,16	6,14	6,19	5,50	5,20	5,10	5,00

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 10.11.2008 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.

