

### W tym miesiącu:

<b>Temat miesiąca</b>	
Podaż SPW w 2009 r.	2
Gospodarka Polski	5
Rynek nieruchomości	7
Pod lupą: Bank centralny	8
Pod lupą: Rząd i polityka	10
Monitor rynku	11
Przegląd międzynarodowy	13
Kalendarz makroekonomiczny	14
Dane i prognozy ekonomiczne	15

### 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

## Coraz bardziej stromo

W dalszym ciągu dokonywane są rewizje prognoz odnośnie tempa wzrostu gospodarczego na świecie, co wpływa również na oczekiwania dla naszego kraju. Oczekujemy obecnie, że w 2009 roku produkt krajowy brutto spadnie w strefie euro i w USA o 2%. Jednocześnie, większość krajowych danych makroekonomicznych za grudzień była poniżej naszych oczekiwań, a ankieta wśród analityków kredytowych w bankach oraz wskaźniki koniunktury przyniosły dalsze negatywne informacje. Choć więc dane dotyczące wzrostu PKB za cały rok 2008 (i co za tym idzie szacunek za czwarty kwartał) nie były takie złe, to powyższe czynniki skłaniają nas do ponownej rewizji prognozy wzrostu PKB na ten rok do 1,2%. Wykres obok pokazuje jak stroma jest ścieżka zmian prognoz wzrostu PKB dla Polski w ostatnich miesiącach. Co ciekawe, pesymistyczny scenariusz przedstawiany przez rząd (wzrost PKB 1,7%), jest nawet powyżej średniej oczekiwań analityków bankowych. Ci ostatni nie są zresztą osamotnieni, gdyż podobne prognozy opublikowały takie instytucje jak Komisja Europejska, EBOR czy Fitch.

Tempo wzrostu gospodarczego znacznie poniżej założeń budżetowych będzie wywierało presję na dochody budżetu i stwarza ryzyko nowelizacji budżetu, gdyż zaproponowane przez rząd oszczędności mogą nie być wystarczające. Większy deficyt fiskalny stanowi dodatkowe ryzyko dla podaży papierów skarbowych w tym roku, choć warto zauważyć, że część deficytu może zostać „wypchnięta” poza budżet centralny (wysoki poziom depozytów FUS i instytucji samorządowych w sektorze bankowym plus dodatkowo możliwość wzięcia kredytów). W takim przypadku wciąż jednak istniałoby ryzyko „wypychania” możliwości kredytowania sektora prywatnego. Swoją drogą, oszczędności w budżecie mają wynieść według rządu niemalże 20 mld złotych, ale połowa tej kwoty stanowi tylko zmianę sposobu finansowania wydatków i rząd nie wyjaśnił jak na razie skali wpływu tego „manewru” na deficyt całego sektora finansów publicznych. Według naszych szacunków deficyt całego sektora finansów publicznych wyniesie w tym roku 3-4% PKB. Zauważmy, że nawet bez zmiany poziomu deficytu budżetu centralnego, potrzeby finansowe rządu w tym roku są na wysokim poziomie ponad 150 mld złotych, co w dalszej części roku może wpływać na rentowności obligacji, szczególnie na długim końcu krzywej dochodowości, co będzie prowadziło do jej wystromienia.

W najbliższym czasie polski rynek stopy procentowej może być pod wpływem kolejnych danych makroekonomicznych, które będą kontynuacją negatywnych informacji z gospodarki. Ponieważ powinny one utwierdzić uczestników rynku w przekonaniu o kolejnych obniżkach stóp procentowych przez RPP, to pomimo problemów budżetowych i nadchodzącej dużej podaży obligacji, w krótkim okresie oczekujemy spadku rentowności. Trudno powiedzieć jak przy znaczącej zmienności na rynku walutowym na decyzje Rady wpłynie słaby złoty, jednak podtrzymujemy naszą prognozę spadku stopy referencyjnej NBP do poziomu 3% w najbliższych miesiącach.

Na rynku finansowym 30 stycznia 2009 r.:					
Stopa depozytowa NBP	3,50	WIBOR 3M	4,86	USDPLN	3,4561
Stopa referencyjna NBP	5,00	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	4,77	EURPLN	4,4392
Stopa lombardowa NBP	6,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,07	EURUSD	1,2845

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 09.02.2009 r.

## Temat miesiąca

### Podaż SPW w 2009 r.

W niniejszym tekście staramy się oszacować tegoroczną podaż papierów skarbowych na rynku krajowym i zagranicznym wynikającą z potrzeb pożyczkowych Skarbu Państwa oraz ocenić ryzyka i trudności, jakie może napotkać Ministerstwo Finansów z uplasowaniem potrzebnej puli papierów na rynkach finansowych. W celu otrzymania odpowiedniego szacunku tegorocznej podaży do kwoty zapadalnych papierów w tym roku dodajemy wynik deficytu budżetowego oraz dodatkowych wydatków „pod kreską”. Przyjmujemy pewne założenia dla obydwu kategorii na ten rok uwzględniając ryzyka dla poszczególnych rachunków planowanych przez rząd. Zgodnie z zapowiedziami przy planowaniu tegorocznej podaży Ministerstwo Finansów będzie uważnie śledzić sytuację rynkową uwzględniając aktualny poziom awersji do ryzyka panujący na międzynarodowych rynkach finansowych i poziomy rentowności na rynku wtórnym. Resort finansów będzie odpowiednio dostosowywał strukturę terminową i wielkość emitowanych papierów w celu minimalizacji kosztów obsługi długu publicznego.

#### Potrzeby finansowe

Rząd przyjął deficyt budżetowy na ten rok na poziomie 18,2 mld zł. Słabsze od założeń w budżecie na 2008 r. wykonanie w roku ubiegłym, jak również niższy niż zakłada Ministerstwo Finansów wzrost PKB stwarzają ryzyka dla deficytu budżetowego oraz dla osiągnięcia planowanych dochodów w tym roku, nawet mimo tego, że rząd mógł przenieść część dochodów z roku ubiegłego. Ryzyko dla deficytu w postaci wysokości dotacji dla FUS związane z możliwymi niższymi przychodami FUS jest niwelowane przez znaczne środki FUS zdeponowane na rachunkach bankowych (16 mld zł) i możliwość zaciągnięcia kredytów przy bieżącym braku zadłużenia wobec sektora bankowego. Naszym zdaniem deficyt sektora general government może być o ok. 17-20 mld zł wyższy niż zakłada resort finansów w Programie Konwergencji z końca grudnia ub. r. Ta kwota obejmuje ryzyka dla budżetu centralnego oraz budżetów pozostałych jednostek sektora finansów publicznych. Gdyby miały one problem z pozyskaniem finansowania na rynku wówczas w sfinansowanie ich deficytu musiałoby się zaangażować Ministerstwo Finansów.

Potrzeby pożyczkowe netto poza deficytem budżetowym uwzględniają dodatkowe wydatki, tzw.

„pod kreską”, w tym przede wszystkim środki przekazywane przez ZUS do OFE, które zostały zaplanowane w Ustawie budżetowej na ten rok na poziomie 22,3 mld zł. Przy obliczaniu potrzeb finansowych netto uwzględniamy także wartość środków wydatkowanych na prefinansowanie zadań realizowanych z udziałem środków pochodzących z budżetu Unii Europejskiej netto (3,7 mld zł wg założeń budżetu), oraz wydatki na rzecz funduszy celowych (5,2 mld zł wg założeń budżetu). Ministerstwo Finansów wydatkuje w tym roku także ok. 650 mln zł w ramach kredytów udzielonych za granicą oraz 267 mln zł w związku z udziałem w organizacjach międzynarodowych. Uwzględniając te czynniki szacujemy potrzeby finansowe netto w tym roku na poziomie ok. **50 mld zł**.

Tab 1. Zapadalność rynkowych SPW w 2009 r. (w mld zł)

	bony	obligacje rynkowe	SPW rynkowe	
			miesięcznie	kwartalnie
styczeń	3,82	1,48	5,30	
luty	5,71	0,00	5,71	15,80
marzec	4,80	0,00	4,80	
kwiecień	3,13	0,00	3,13	
maj	6,06	24,41	30,47	39,35
czerwiec	5,74	0,00	5,74	
lipiec	2,26	13,95	16,22	
sierpień	3,30	0,00	3,30	22,90
wrzesień	3,39	0,00	3,39	
październik	2,81	0,00	2,81	
listopad	3,83	3,38	7,21	15,58
grudzień	5,57	0,00	5,57	
<b>suma</b>	<b>50,40</b>	<b>43,23</b>	<b>93,63</b>	

Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Tab 2. Zapadalność zagranicznych SPW w 2009 r. (w mld zł)

	obligacje	waluta
styczeń	1,5	EUR
marzec	0,4	CHF
czerwiec	50,0	JPY

Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

W celu obliczenia potrzeb finansowych brutto otrzymaną powyżej kwotę powiększamy o rozchody z tytułu zapadalnych krajowych papierów skarbowych: ok. 50,0 mld zł bonów skarbowych (wg stanu na 1 stycznia) oraz ok. 43 mld zł rynkowych obligacji skarbowych (wg stanu na 1 stycznia), co daje kwotę ok. **93,6 mld zł** (Tab 1.). Wartość zapadalnych w tym roku obligacji oszczędnościowych powiększa tą kwotę o 2,2 mld zł do 95,8 mld zł.

Ponadto, uwzględniamy zapadalne w tym roku obligacje wyemitowane na rynkach zagranicznych o wartości 1,5 mld €, 50 mld jenów oraz 400 mln franków szwajcarskich (Tab 2.). Wartość zapadalnych kredytów zagranicznych w tym roku to równowartość ok. 1 mld euro, w tym głównie ostatnia transza wobec Klubu Paryskiego ok. 800 mln euro. Suma potrzeb finansowych netto oraz zapadalnego długu w kraju i za granicą składa się na potrzeby finansowe brutto na poziomie ok. **147 mld zł i ok. 3,1 mld euro**, co w sumie daje kwotę ok. 160 mld zł (Tab 3.).

**Tab 3. Potrzeby finansowe w 2009 r (w mld).**

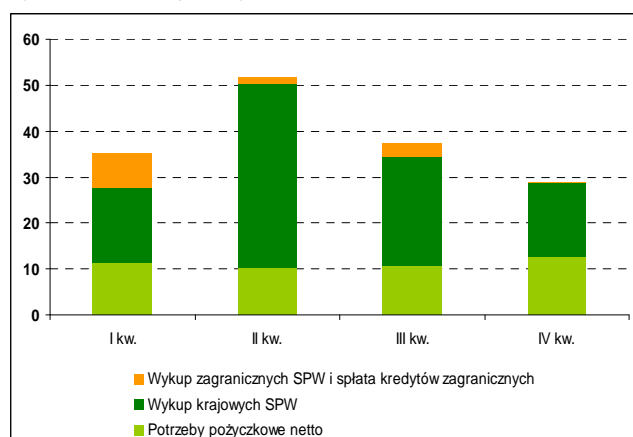
deficyt budżetowy	PLN	18,2
wydatki „pod kreską”	PLN	32,6
wykup bonów skarbowych	PLN	50,4
wykup obligacji rynkowych	PLN	43,2
wykup obligacji oszczędnościowych	PLN	2,2
<b>suma</b>	<b>PLN</b>	<b>146,7</b>
<b>zapadalny dług zagraniczny</b>	<b>EUR</b>	<b>3,1</b>

Źródło: BZ WBK.

### Źródła finansowania

Potrzeby finansowe Skarbu Państwa zostaną w części sfinansowane przez przychody z prywatyzacji, które wg budżetu mają wynieść ok. 12 mld zł wobec zgodnej z planem realizacji 2,3 mld zł w 2008 r. Obecne trudne warunki na rynkach kapitałowych skłaniają nas do przyjęcia mniej optymistycznego założenia dotyczącego przychodów z prywatyzacji na poziomie 6 mld zł. Zatem potrzeby pożyczkowe brutto kształtują się naszym zdaniem ok. 153 mld zł (Rys. 1.).

**Rys. 1. Potrzeby pożyczkowe brutto w 2009 r (w mld zł)**



Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK.

Ministerstwo Finansów w budżecie na ten rok przewidziało sfinansowanie spłaty kredytów wobec instytucji międzynarodowych i Klubu Paryskiego kolejnymi kredytami (3,9 mld zł) zaciągniętymi głównie w Europejskim Banku Inwestycyjnym (3,5 mld zł) i Banku Światowym (238 mln zł). W rezultacie saldo kredytów zagranicznych wynosić miało 0,8 mld zł.

Jeszcze pod koniec ubiegłego roku Polska pożyczyla od Banku Światowego ok. 1 mld euro. Przychody z tytułu kredytów zagranicznych zmniejszają emisję papierów skarbowych w kraju i za granicą potrzebną do zaspokojenia potrzeb pożyczkowych brutto do ok. 145 mld zł.

Budżet przewiduje większą emisję papierów skarbowych na rynkach zagranicznych o ok. 6 mld zł w porównaniu do kwoty zapadalnych papierów w tym roku i o tyle zmniejszyłaby się kwota potrzeb pożyczkowych brutto na rynku krajowym. Naszym zdaniem mimo trudnych obecnie warunków rynkowych plan Ministerstwa Finansów, zakładający większą emisję za granicą mógłby się udać w zależności od zaakceptowanej ceny. Przykładem jest styczniowa emisja euroobligacji na kwotę 1 mld € przy cenie 300 pb powyżej krzywej swap (znacznie powyżej rynku). Mimo, że koszt emisji w euro jest obecnie większy niż na rynku krajowym, to większa emisja za granicą wydaje się opłacalna ze względu na wynikający z umocnienia złotego możliwy zysk kursowy w średnim terminie. Według wypowiedzi wiceminister finansów Katarzyny Zajdel-Kurowskiej z początku lutego po emisji obligacji wartych 1 mld € w styczniu resort finansów planuje jak najszybciej przeprowadzić emisję w jenach i frankach szwajcarskich. Z drugiej strony, biorąc pod uwagę, że rząd pozyskał 1 mld euro kredytu od Banku Światowego pod koniec ubiegłego roku dalsze emisje obligacji nie są niezbędne. Zakładamy, że resort finansów nie będzie się starał za wszelką cenę wyemitować obligacji ponad to, co zapada w dalszej części roku, a emisja netto obligacji zagranicznych będzie lekko ujemna. Dla porównania emisja obligacji zagranicznych w roku ubiegłym była nieznacznie wyższa (2 mld €, 25 mld jenów i 250 mln franków).

W związku z powyższym krajowe potrzeby pożyczkowe brutto mogą sięgnąć 138 mld zł. Po uwzględnieniu zaplanowanych przez resort finansów przychodów z emisji obligacji oszczędnościowych na poziomie 4,4 mld zł podaż skarbowych rynkowych papierów wartościowych emitowanych na rynku krajowym może wynieść ok. 134 mld zł. Zakładamy, że resort finansów będzie chciał wykupić w tym roku na aukcjach zamiany także część obligacji zapadalnych w roku przyszłym. Kwota ta może być mniejsza niż przeciętnie w latach ubiegłych, choć nieco powyżej wyniku z poprzedniego roku. Zakładając ok. 8 mld zł z tego tytułu emisja krajowych rynkowych papierów skarbowych w roku 2009 może wynieść ok. **142 mld zł** (Tab 4.) wobec ok. 113 mld zł w 2008 r. Uwzględniając krótkoterminowe bony skarbowe, które mogą być wyemitowane i będą

zapadać w tym roku kwota ta może nawet przewyższyć 150 mld wobec ok. 128 mld zł w 2008 r.

### Struktura podaży

Budżet na rok 2009 zakłada ujemną emisję netto bonów skarbowych. Jednak naszym zdaniem wobec trudnych warunków rynkowych i problemów z pozyskiwaniem finansowania i relatywnie mniejszym popytem na dług długoterminowy resort finansów może być zmuszony do większej emisji krótkoterminowych papierów skarbowych. Zatem przyjmujemy wartość emisji bonów skarbowych w tym roku na poziomie ok. 60 mld zł, choć istnieje ryzyko, że ta suma może być wyższa. Pozostała część potrzeb finansowych zostanie sfinansowana emisją skarbowych obligacji rynkowych. Część obligacji zostanie odkupiona na przetargach zamiany, Przyjmujemy, że na aukcjach zamiany resort finansów może sprzedać ok. 16 mld zł obligacji w zamian za papiery zapadalne w tym roku oraz ok. 8 mld zł w zamian za papiery zapadalne w 2010 r. Według naszych szacunków Ministerstwo Finansów uplasuje ok. 58 mld zł na aukcjach podstawowych (Tab 4.).

Dla porównania w roku 2008 resort finansów sprzedał ok. 66 mld zł bonów skarbowych, z czego ok. 14,5 mld zł stanowiły bony krótkoterminowe, które musiały zostać zrolowane jeszcze w roku ubiegłym. W przypadku obligacji sprzedaż na aukcjach podstawowych wyniosła 38,7 mld zł. Resort finansów sprzedał na aukcjach zamiany obligacje o wartości 22,9 mld zł, z czego ponad 5 mld zł obligacji w zamian za papiery skarbowe zapadalne w 2009 r. oraz 17 mld zł w zamian za obligacje zapadalne w 2008 r.

Ustawa budżetowa przewidywała dodatnią emisję netto obligacji o zmiennym oprocentowaniu oraz indeksowanych inflacją, jednak aktualny harmonogram aukcji Ministerstwa Finansów nie przewiduje żadnych emisji takich papierów. Jest to zrozumiałe, gdyż przy spadającej inflacji i obniżkach stóp procentowych mogłoby nie być popytu na takie papiery.

W momentach spadku awersji do ryzyka resort finansów będzie próbował uplasować na rynku jak największą pulę obligacji o długich terminach zapadalności. Jednak wydaje się, że w tym roku największa podaż będzie cechowała krótkoterminowe papiery skarbowe i dominować będą emisje 2-latek. Taką taktykę będą wspierać oczekiwane przez nas obniżki stóp procentowych przez RPP oraz możliwa presja na długi koniec krzywej ze względu na utrzymujące się

zawirowania na światowych rynkach, ograniczoną płynność oraz ryzyko wzrostów rentowności długoterminowych obligacji na rynkach bazowych.

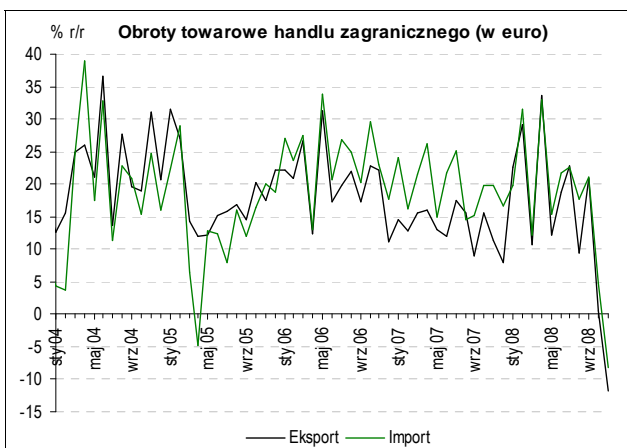
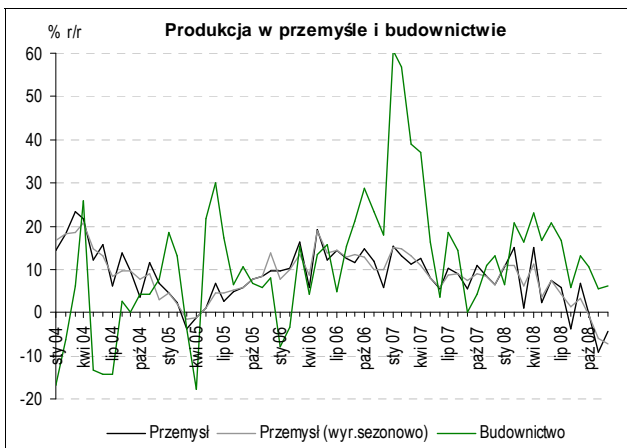
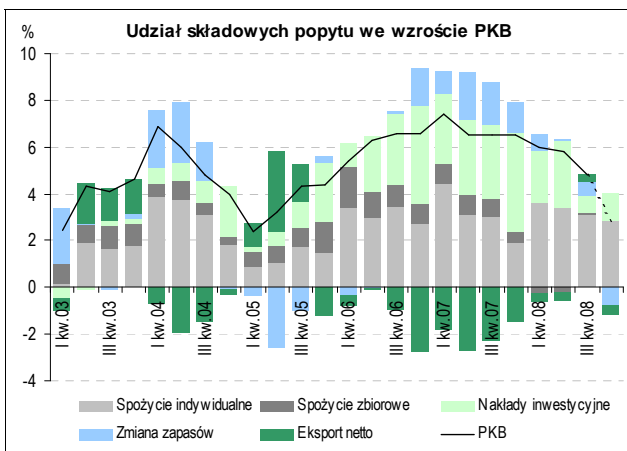
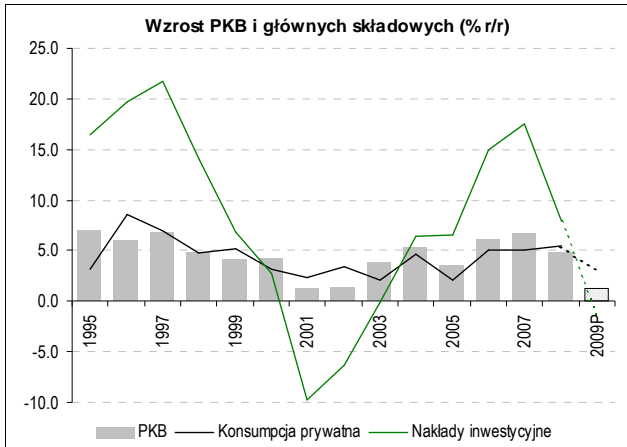
Zdecydowana większość obligacji zapada w pierwszej części roku. Niemal 60% obligacji będzie trzeba wykupić do końca maja (ok. 20 mld zł obligacji DS0509 wg stanu na 5 lutego, resort finansów odkupił już na styczniowej aukcji zamiany ok. 4,1 mld zł) a ponad 90% obligacji zapada do końca lipca (ok. 13 mld zł obligacji OK0709). W związku z tym, aby zmniejszyć ryzyko rolowania długu w miesiącach, kiedy zapadają obligacje o znacznej wartości, Ministerstwo Finansów będzie chciało wykupić dużą część papierów skarbowych na aukcjach zamiany skoncentrowanych w I poł. roku. Sprzyjać takiej strategii mogą obniżki stóp procentowych przez RPP, które oferują ewentualną możliwość zysku kapitałowego oraz relatywnie słaby złoty, który oferowałby możliwość zysku kursowego dla inwestorów zagranicznych, przy oczekiwanym stopniowym odreagowaniu w dalszej części roku wraz z poprawianiem się perspektyw gospodarczych na świecie. Z powodu wysokiej koncentracji zapadalnych papierów w pierwszej części roku (do końca czerwca zapada też ok. 60% bonów skarbowych), rząd będzie się starał utrzymać dyscyplinę fiskalną, aby ograniczyć ryzyka dla wyższej podaży papierów ze strony deficytu budżetowego, a taki plan będą wspierać zapowiedziane redukcje wydatków na I poł. roku. W drugiej części roku o ile nie dojdzie do nowelizacji budżetu podaż papierów skarbowych może okazać się mniejsza. Na aukcjach zamiany dominować mogą wówczas wykupy obligacji zapadalnych w roku 2010, jednak w przypadku trudnej sytuacji rynkowej resort finansów może zrezygnować z przeprowadzania przetargów zamiany by nie zwiększać dodatkowo podaży papierów skarbowych.

**Tab 4. Prognoza emisji krajowych SPW w 2009 r. (w mld zł).**

	Aukcje zwykłe				Aukcje zamiany		suma
	bony skarb.	oblig. skarb.	suma		odkup oblig. z 2009 r.	odkup oblig. z 2010 r.	
			min	max			
I kw.	14,0	14,0	26,0	32,0	7,0	0,0	35,0
II kw.	16,0	16,0	28,0	35,0	7,0	0,0	39,0
III kw.	16,0	14,3	26,0	32,0	1,5	4,0	35,8
IV kw.	14,0	13,4	25,0	30,0	0,5	4,0	31,9
Suma	60,0	57,7			16,0	8,0	141,7

Źródło: BZ WBK.

## Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

**Wzrost PKB spowalnia w szybkim tempie**

■ Wg wstępnych danych GUS, wzrost PKB w 2008 r. wyniósł 4,8% wobec 6,7% w 2007. Inwestycje zwiększyły się o 7,9%, a konsumpcja prywatna o 5,4% r/r.

■ Na podstawie tych danych można oszacować, że w IV kwartale wzrost PKB spowolnił do ok. 3%, wzrost konsumpcji prywatnej niespodziewanie przyspieszył do 5,4%, a wzrost inwestycji do 3,8%. To wyniki lepsze niż można się było spodziewać, w szczególności jeśli chodzi o dynamikę konsumpcji i inwestycji. Trzeba jednak brać pod uwagę przybliżony charakter wyliczeń i możliwość późniejszej rewizji rocznych danych o PKB. Nasze szacunki na podstawie dynamiki produkcji, sprzedaży i wyników handlu zagranicznego sugerują, że wzrost PKB w IV kw. mógł być wyraźnie niższy od 3%. GUS poda dane o PKB w IV kw. (być może razem z rewizją danych rocznych) na początku marca.

■ Pierwsze miesięczne dane za ten rok rzucą więcej światła na skalę spowolnienia gospodarki w nadchodzących kwartałach. Niemniej jednak, już informacje, które dotyczyły końcówki 2008 r., dostępne wskaźniki wyprzedzające i wyniki badań koniunktury, jak również zmiany prognoz nt. sytuacji ekonomicznej na świecie, wskazały na konieczność rewizji naszej dotychczasowej prognozy wzrostu PKB na 2009 r.

■ Obecnie przewidujemy, że wzrost PKB w tym roku spowolni do 1,2% (poprzednia prognoza 2%), przy spadku nakładów inwestycyjnych brutto o 1,5%, wyhamowaniu wzrostu konsumpcji do 3% i lekko dodatniej kontrybucji handlu zagranicznego (0,1 pkt. proc.).

■ Najpoważniejszego spowolnienia spodziewamy się w dwóch pierwszych kwartałach roku, w których dynamika PKB może znaleźć się wyraźnie poniżej 1% r/r. Stopniowa poprawa w dalszej części roku będzie w dużym stopniu zależała od sytuacji ekonomicznej na świecie.

**Pogłębienie spadków produkcji przed nami**

■ Mocniejsze niż zakładaliśmy wyhamowanie dotknie sektor przetwórczy i (z pewnym opóźnieniem) budownictwo. Wskazują na to praktycznie wszystkie badania koniunktury (w tym PMI, który mimo lekkiego wzrostu w styczniu jest na jednym z najniższych poziomów w historii, odzwierciedlając mocny spadek aktywności).

■ Już dane nt. produkcji przemysłowej w grudniu były znacznie gorsze od prognoz, pokazując spadek o 4,4% (-7,4% po korekcie sezonowej). Wyniki w kolejnych miesiącach będą niestety o wiele gorsze – przewidujemy spadek produkcji w I kwartale br. o ponad 10% r/r, najgłębszy od początku lat 90.

■ Na razie nieco lepiej wygląda sytuacja w sektorze budowlanym (w grudniu wzrost o 6,1% r/r), jednak naszym zdaniem wynika to z realizacji wcześniejszych zamówień, a kolejne miesiące tu również przyniosą załamanie (w II kwartale ok. -9% r/r).

**... podobnie jak załamanie w eksporcie**

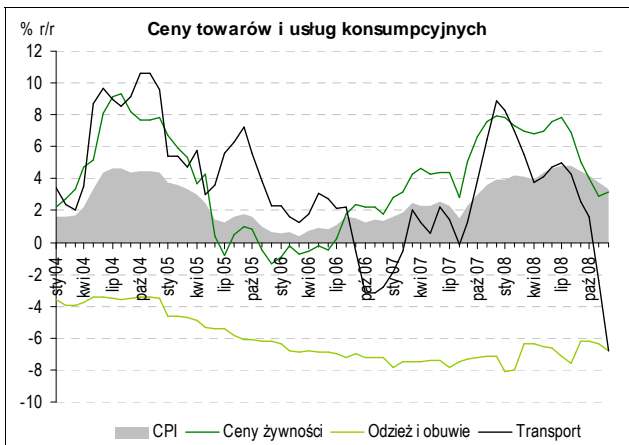
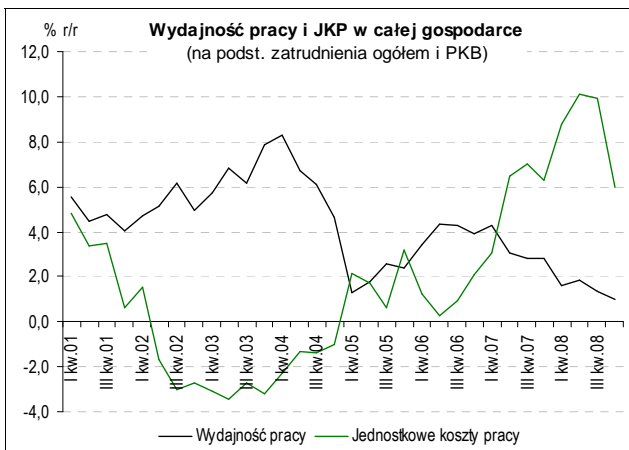
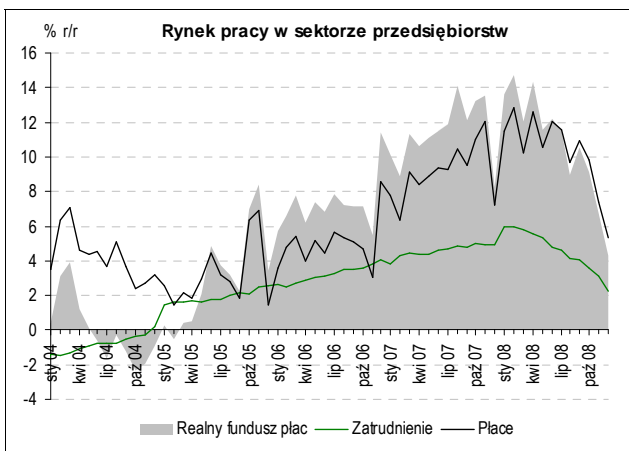
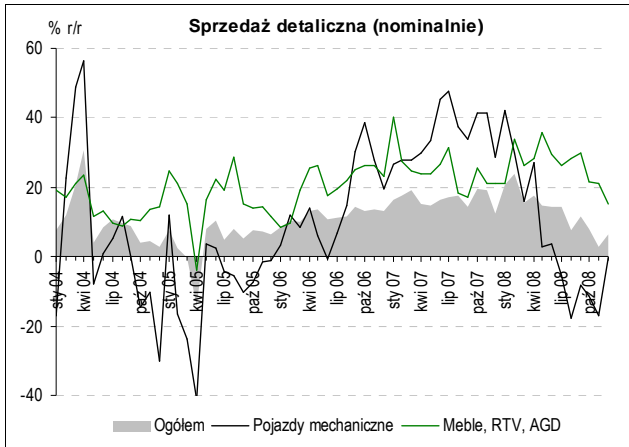
■ Pogorszenie prognoz odnośnie skali recesji na świecie, w tym w strefie euro, oznacza, że również osłabienie polskiego eksportu będzie poważniejsze niż się wcześniej wydawało.

■ W listopadzie eksport obniżył się o prawie 12% r/r, podczas gdy jeszcze we wrześniu miał miejsce ponad 20% wzrost. W pierwszych miesiącach tego roku skala spadku eksportu przekroczy wg naszych prognoz 25% r/r,

■ Jednocześnie, podtrzymujemy opinię, że saldo handlu zagranicznego nie powinno się pogorszyć w tym roku, ze względu na ostre wyhamowanie popytu krajowego, a tym samym importu (szczególnie przy mocniejszej zakładanej skali deprecjacji złotego).

■ W skali całego roku kontrybucja eksportu netto do PKB będzie wg naszych szacunków lekko dodatnia (0,1 pkt. proc.).

# Gospodarka Polski



## Konsumenci ograniczą wydatki

- Od dłuższego czasu piszemy, że w okresie kryzysu na świecie buforem stabilizującym wzrost gospodarczy w Polsce będzie konsumpcja prywatna. Nie zmienia to jednak faktu, że dynamika spożycia wyraźnie wyhamuje w tym roku, w ślad za ogólnym pogorszeniem nastrojów i zmianą sytuacji na rynku pracy.
- Indeksy optymizmu konsumentów i koniunktury konsumenckiej pogłębiły spadki w styczniu, w miarę wzrostu obaw Polaków o przyszłość gospodarki oraz perspektywy zatrudnienia.
- Wzrost sprzedaży detalicznej w grudniu był zgodny z prognozami rynku (6,8% r/r), ale warto uwzględnić, że na ten wynik miał wpływ jednorazowy wzrost sprzedaży samochodów przed końcem roku. Na początku tego roku sprzedaż samochodów mocno spadnie. Stopniowo będzie również malała dynamika sprzedaży innych towarów konsumpcyjnych.

## Firmy już zwalniają, wzrost wynagrodzeń słabnie

- Dane o sytuacji na rynku pracy w grudniu były znacznie gorsze od prognoz. Zatrudnienie spadło o 0,6% m/m, co przełożyło się na obniżenie rocznej dynamiki do 2,3% z 3,1% r/r w listopadzie. Dynamika płac zwolniła z 7,4% do 5,4% r/r. Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła do 9,5%.
- W tym roku negatywne tendencje będą kontynuowane. Znaczne osłabienie aktywności gospodarczej przełoży się na popyt na pracę (prognozujemy obecnie spadek zatrudnienia w sektorze firm na poziomie -1,7% r/r w tym roku), jak i na tempo wzrostu płac (spadek nominalnej dynamiki płac do 4,7% r/r).
- Czynniki, które do pewnego stopnia będą łagodzić wpływ negatywnych trendów na rynku pracy na konsumpcję prywatną będą obniżka podatków, indeksacja świadczeń społecznych oraz mniejsza skala spowolnienia płac w budżetówce.

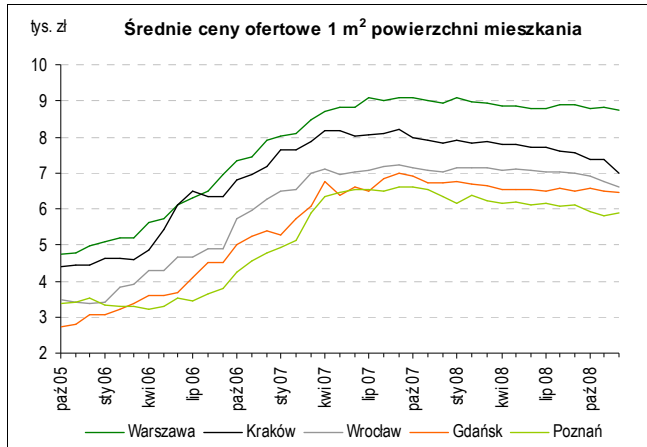
## Napięcia na rynku pracy już nie zagrażają inflacji

- Dynamika spowolnienia na rynku pracy w ostatnich miesiącach 2008 r. była nawet większa niż tempo osłabienia aktywności gospodarczej, przy czym znacznie silniejsza reakcja nastąpiła po stronie wyhamowania wzrostu wynagrodzeń niż redukcji zatrudnienia.
- W efekcie, już w ostatnim kwartale ub.r. nastąpiło wyraźne osłabienie wzrostu jednostkowych kosztów pracy (do 6% r/r wobec ok. 10% r/r w II i III kw.), mimo iż tempo wzrostu wydajności pracy obniżyło się do najniższego poziomu od kilku lat (zaledwie 1% r/r).
- Wg naszych szacunków, w kolejnych kwartałach wzrost jednostkowych kosztów pracy spadnie do blisko zera, co stworzy przedsiębiorstwom lepsze warunki konkurencyjności, a polityce pieniężnej da spore pole do działania.

## Inflacja zmierza w kierunku celu RPP

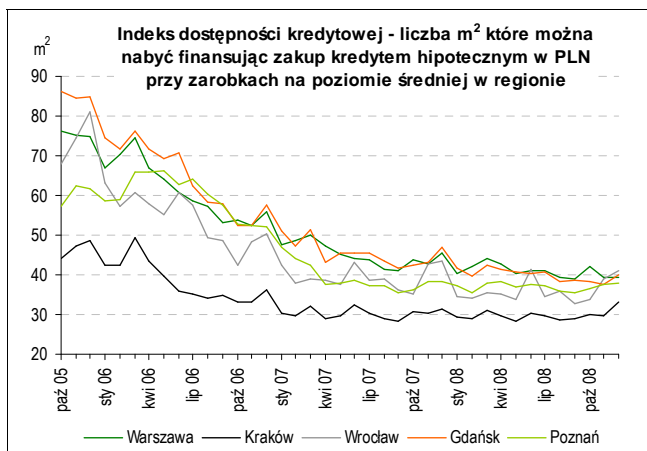
- Roczna stopa inflacji spadła w grudniu do 3,3% r/r, zgodnie z oczekiwaniami rynku, powracając po raz pierwszy od 15 miesięcy poniżej górnej granicy dopuszczalnego przedziału wahań wokół celu inflacyjnego.
- Na początku roku jak zwykle spora niepewność wiąże się ze skalą podwyżek cen administracyjnych i związanych z mieszkaniem. W marcu dodatkowo poznamy wynik przeliczenia CPI wg nowego koszyka wag. Generalnie jednak spodziewamy się, że spadek inflacji będzie kontynuowany w kolejnych miesiącach i chociaż jego tempo może nieco spowolnić pod wpływem deprecjacji złotego, realizacja celu 2,5% w połowie roku nie wydaje się zagrożona.
- Inflacja bazowa z wyłączeniem cen energii i żywności spadnie wg naszych prognoz poniżej 1,5% w połowie roku.

# Rynek nieruchomości



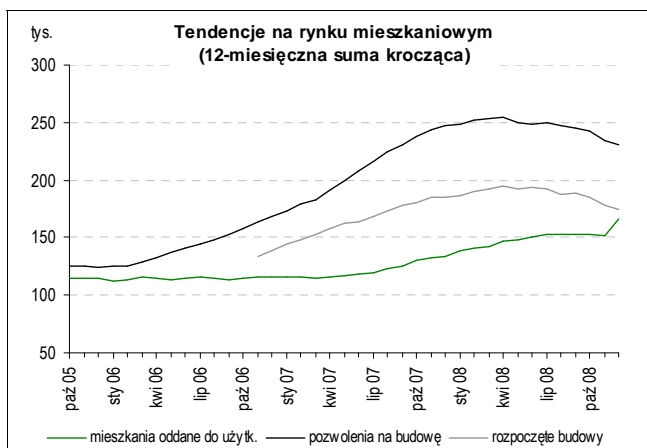
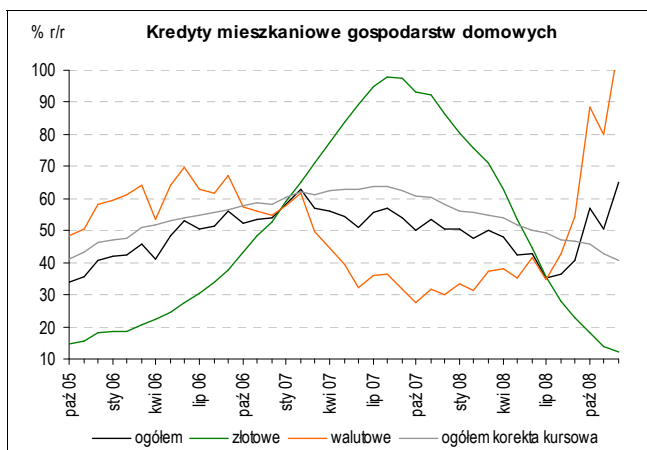
## Ceny stopniowo w dół

- Grudzień przyniósł kontynuację spadku cen mieszkań w największych miastach Polski. Wyjątkiem był Poznań, gdzie nastąpiła niewielka korekta silnych spadków obserwowanych w poprzednich dwóch miesiącach.
- Patrząc na roczną dynamikę cen nadal relatywnie najsilniejszy pozostaje rynek warszawski, gdzie ceny ofertowe są o niespełna 2% niższe niż rok wcześniej. Najgorszej sytuacja wygląda w Poznaniu (-7% r/r) i Krakowie (-11% r/r).
- W najbliższym czasie utrzymująca się niekorzystna relacja popytu do podaży (liczba oddawanych do użytku nowych mieszkań i oferta mieszkań nabywanych wcześniej w celach spekulacyjnych jest wyraźnie wyższa od liczby osób gotowych nabyć mieszkanie) będzie prowadzić do dalszego spadku cen w trakcie 2009 r., który wg nas przekroczy średnio w kraju 10%.



## Trudniejszy dostęp do kredytu

- Spadek cen mieszkań, wzrost płac (poza Warszawą) oraz zapoczątkowany w grudniu spadek oprocentowania kredytów w złotych przełożyły się na wzrost indeksu dostępności kredytowej.
- Należy jednak pamiętać, że nasz indeks dostępności kredytowej nie uwzględnia w pełni zmiany polityki kredytowej banków (np. w zakresie maksymalnego poziomu LTV lub wyliczania kosztów utrzymania gospodarstw domowych).
- Wyniki najnowszej ankiety wśród banków pokazały, że w IV kw. 86% z nich zaostrzyło kryteria udzielania kredytów mieszkaniowych. Ok. 90% banków podniosło marżę i ograniczyło maksymalny poziom LTV. Rzeczywisty dostęp do kredytów uległ więc w ostatnich miesiącach znacznemu ograniczeniu. W kolejnych miesiącach banki spodziewają się już tylko niewielkiego zaostrzenia polityki w zakresie kredytów mieszkaniowych.
- Na warunki udzielania kredytów mieszkaniowych nie będą mieć w najbliższym czasie działania nadzoru. Z ostatnich wypowiedzi przedstawicieli KNF wynika, że rekomendacja T, która określi, jak, komu i na jakich warunkach pożyczać pieniądze, dopiero jest dyskutowana. Ostateczny kształt ma przybrać do lipca br. Ponadto, KNF chce dać bankom wystarczająco długie „vacatio legis” (do pół roku), żeby mogły dostosować się do nowych regulacji. Tym samym rekomendacja T zaczęłaby formalnie obowiązywać od 2010 r.
- Przy stabilizacji warunków udzielania kredytów, kolejne miesiące powinny przynieść pewną poprawę dostępności kredytowej wraz ze spadkiem cen mieszkań, kontynuacją wzrostu płac (choć w niższym tempie), a także dalszym spadkiem oprocentowania kredytów w złotych.
- Na razie trudniejszy dostęp do kredytu przekłada się na coraz wolniejszy przyrost kredytów po eliminacji efektu kursowego.



## Kontynuacja dostosowania po stronie podaży

- Co prawda grudzień przyniósł znaczny wzrost 12-miesięcznej skumulowanej liczby mieszkań oddanych do użytku, ale wiąże się to najprawdopodobniej z przyspieszeniem oddawania do użytku domów i mieszkań przed niekorzystnym dla nabywców nieruchomości wejściem w życie z dniem 1 stycznia br. nowych przepisów o świadectwach energetycznych i eliminacją podatkowej ulgi meldunkowej.
- Kolejne miesiące powinny przynieść kontynuację (po przejściowym wzroście w grudniu) zapoczątkowanej w październiku tendencji spadku 12-miesięcznej sumy mieszkań oddawanych do użytkowania, jako opóźnionego efektu spadku liczby rozpoczętych budów. Trend ten może wzmocnić fakt, że wielu deweloperów zmienia charakter rozpoczętych niedawno projektów z mieszkaniowych na biurowe.

## Pod lupą: Bank centralny

### Fragmenty styczniowego komunikatu RPP

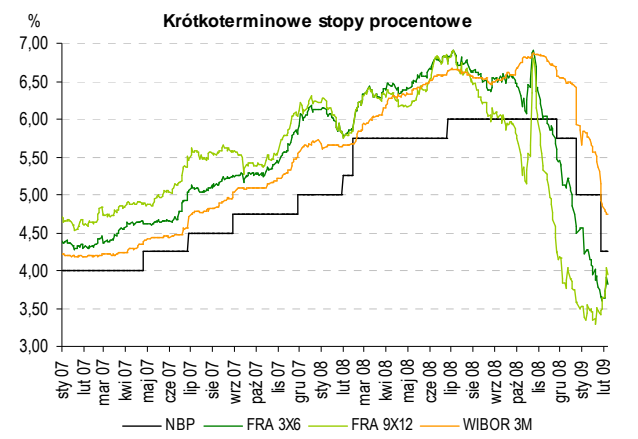
Dane, które napłynęły w ostatnim okresie, potwierdzają, że tempo wzrostu gospodarczego w Polsce ulega istotnemu obniżeniu. Silniejsze niż wcześniej oczekiwano spowolnienie [PKB] wynika głównie z nieoczekiwanie silnego spadku tempa wzrostu PKB za granicą, w tym zwłaszcza u głównych partnerów handlowych Polski. Wpływa to na pogarszanie się oczekiwań podmiotów gospodarczych (zarówno przedsiębiorstw jak i konsumentów). Do spowolnienia tempa wzrostu przyczynia się również utrudniony dostęp do kredytu wynikający ze znacznego zaostrzenia warunków kredytowych przez banki. Pomimo wzrostu nadpłynności sektora bankowego, koszt kredytu utrzymuje się na stosunkowo wysokim poziomie, co wynika z wysokiej premii za ryzyko zawartej w rynkowych stopach procentowych i podwyższonych marż. Jednocześnie informacje o sytuacji na rynku pracy potwierdzają spadek zatrudnienia, wzrost bezrobocia i obniżanie się dynamiki wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw, co oddziałuje w kierunku zmniejszenia presji inflacyjnej. Od grudniowego posiedzenia Rady nadal obniżano prognozy wzrostu dla gospodarki światowej. Silne spowolnienie wzrostu gospodarki światowej oraz towarzyszący mu szybszy niż oczekiwano spadek inflacji, skłoniły wiele banków centralnych do dokonania kolejnych znacznych obniżek stóp procentowych.

W ocenie Rady, w najbliższych miesiącach inflacja będzie się nadal obniżać do celu inflacyjnego NBP. W średnim okresie silniejsze niż dotąd oczekiwano spowolnienie wzrostu w gospodarce światowej – w szczególności recesja u głównych partnerów handlowych Polski – i w konsekwencji istotne obniżenie tempa krajowego wzrostu gospodarczego będzie oddziaływać w kierunku ograniczenia presji inflacyjnej w Polsce. Obniżająca się dynamika PKB i związany z tym spadek popytu na pracę, a także pogarszająca się sytuacja finansowa przedsiębiorstw przyczynią się do dalszego osłabienia presji płacowej, a w konsekwencji presji inflacyjnej. W kierunku ograniczenia presji inflacyjnej będzie również oddziaływać istotne zaostrzenie warunków przyznawania kredytów przez banki. Czynnikiem ograniczającym proces obniżania się inflacji może być obserwowana w ostatnich miesiącach znacząca deprecjacja złotego, choć skala jej wpływu na inflację może być ograniczona w warunkach spowolnienia gospodarczego. W kierunku wzrostu cen będzie również oddziaływał dalszy wzrost cen kontrolowanych, w tym przede wszystkim cen energii elektrycznej.

### Rada utrzymuje tempo

- RPP obniżyła w styczniu stopy procentowe o 75 pb – referencyjną do 4,25%. Była to trzecia obniżka z rządu, w sumie od listopada redukcja wyniosła 175 pb. Decyzja została ogłoszona dopiero przed godziną 15-tą, najpóźniej od ponad dwóch lat, co świadczyć może o gorącej dyskusji pomiędzy członkami Rady (nie powinno to dziwić w świetle niektórych ich wypowiedzi). Z drugiej strony, warto zaznaczyć, że posiedzenie styczniowe były nietypowe, bo tylko jednodniowe.
- Jeszcze w poprzednim raporcie miesięcznym wierzyliśmy w mniejszą skalę obniżki (50 pb), jednak po publikacji danych z grudnia zmieniliśmy pogląd na 75 pb. Choć przed decyzją konsensus wśród ekonomistów bankowych wskazywał na mniejszą redukcję (50 pb), to warto przypomnieć, że analitycy bankowi w ankiecie *Parkietu* odpowiadając na pytanie „o ile RPP powinna obniżyć stopy”, opowiedzieli się za skalą 75 pb.
- Wydaje się, że jedynym powodem dla którego mediana oczekiwań rynkowych wynosiła 50 pb było osłabienie złotego. Ponieważ od posiedzenia Rada złoty nadal tracił, pojawiły się spekulacje że Rada może się wstrzymać z dalszymi ruchami.
- Według opisu dyskusji na grudniowym posiedzeniu, według większości członków „zbyt słaba reakcja polityki pieniężnej na niekorzystne procesy zachodzące w polskiej gospodarce może przyczynić się do ich nasilenia, a w konsekwencji (...) oddziaływać w kierunku osłabienia i wzrostu zmienności kursu złotego”. Ta argumentacja jest nam bliższa niż stwierdzenie innych członków tego gremium, że „zbyt silne obniżenie stóp procentowych mogłoby niekorzystnie wpłynąć na oczekiwania uczestników rynków finansowych odnośnie do perspektyw gospodarki polskiej, a przez to przyczynić się do dalszej deprecjacji kursu walutowego”. Naszym zdaniem ostatnio na kurs raczej niewielki wpływ ma dysparytet stóp procentowych.

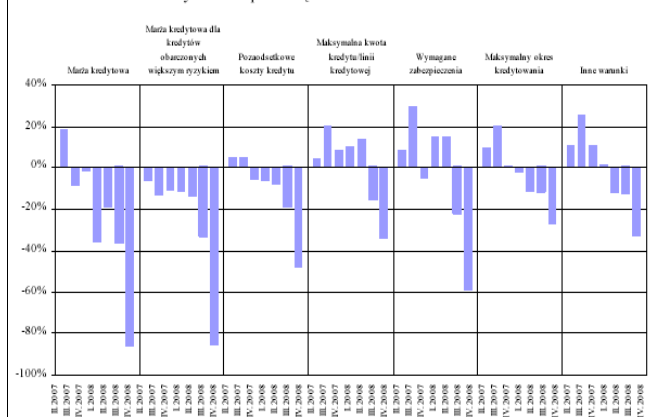
### Krótkoterminowe stopy procentowe



### Niski PKB neutralizuje efekt słabego złotego

- W komunikacie Rada stwierdza co prawda, że obserwowana ostatnio znacząca deprecjacja złotego może ograniczać proces obniżania się inflacji, niemniej inne czynniki będą ten efekt (jak również wyższe ceny energii) neutralizowały i inflacja spadnie do celu w najbliższych miesiącach.
- Głównym argumentem za kontynuacją procesu dezinflacji będzie obniżająca się dynamika PKB. W komunikacie zwraca bowiem uwagę stwierdzenie, że spowolnienie jest silniejsze niż wcześniej oczekiwano, a od grudniowego posiedzenia nadal obniżano prognozy wzrostu dla gospodarki światowej.
- Trudno powiedzieć jak bardzo zostanie obniżona prognoza PKB w nowej projekcji NBP opublikowanej w tym miesiącu, ale Prezes NBP powiedział o ryzyku w dół w stosunku do ostatnio opublikowanej prognozy Komisji Europejskiej (2%).

### Warunki udzielania kredytów dla przedsiębiorstw

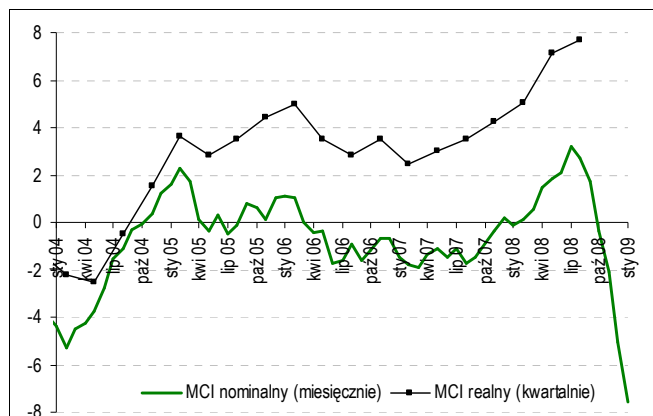


### Dalsze zacieśnienie warunków kredytowych

- Według badań NBP „Sytuacja na rynku kredytowym” we wszystkich segmentach rynku doszło do silnego ograniczenia podaży kredytu za sprawą bardzo wysokiej niepewności co do przyszłego stanu koniunktury, która utrudnia bankom właściwą ocenę ryzyka kredytowego. Dodatkowo wiele banków musiało ograniczyć tempo wzrostu akcji kredytowej ze względu na nasilające się ograniczenia kapitałowe.
- W IV kw. 2008 r. około 80% ankietowanych banków zaostrzyło kryteria udzielania kredytów dla przedsiębiorstw. Było to zgodne z zapowiedziami przedstawionymi w październiku 2008 r., jednak skala zaostrzenia była zdecydowanie większa.
- W IV kwartale 2008 r. banki znacznie zaostrzyły politykę kredytową względem kredytów mieszkaniowych oraz kredytów konsumpcyjnych.



## Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



### Realny MCI też spadnie

- Odnotowany w grudniu i styczniu znaczny spadek stawek WIBOR3M (o 123 pb średnio w styczniu wobec listopada) oraz wzrost kursu EURPLN (13,2% styczeń do listopada) zaowocowały silnym spadkiem nominalnego MCI w tych dwóch miesiącach.
- Biorąc pod uwagę przewidywany przez nas w lutym dalszy spadek stawek WIBOR oraz wzrost EURPLN, nominalny MCI w tym miesiącu ponownie spadnie.
- Chociaż realny MCI w II i III kw. 2008 r. kontynuował obserwowany wcześniej wzrost (co ma negatywny wpływ na gospodarkę w horyzoncie kilku kwartałów), to już w IV kw. nastąpi spadek realnego MCI pod wpływem znacznej deprecjacji realnego efektywnego kursu złotego, pomimo wzrostu realnych stawek WIBOR. W I kw. przewidujemy dalszy spadek realnego MCI.



Wasilewska-Trenkner 1,57 (1,48)

4,00%

Filar 1,57 (1,61)

Noga 1,48 (1,52)

Wojtyna 1,38 (0,91)

Sławiński 1,10 (0,91)

Czekaj 1,00 (0,86)

3,00%

Skrzypek 0,86 (N/A)

Owsiak 0,86 (0,91)

Nieckarz 0,86 (0,83)

2,50%

Pietrewicz 0,81 (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.

### Dwoje wyraźnych „jastrzębi”

Dopiero po publikacji nowego *Raportu o inflacji* będziemy mogli stwierdzić kto głosował za podwyżką stóp procentowych we wrześniu oraz kto domagał się obniżki o 50 pkt bazowych już na listopadowym posiedzeniu (o tym że takie wnioski były wiemy z *minutes*). Wyniki tych głosowań wpłyną zapewne na nasz indeks restrykcyjności członków Rady. Choć można się domyślać, że to najbardziej jastrzębi członkowie Rady chcieli zobaczyć stopę referencyjną powyżej 6% w III kw., to nie jest powiedziane, że wszyscy troje (a może ktoś jeszcze, podobnie jak w sierpniu?) popierali taki wniosek. Wyniki głosowania w listopadzie za obniżką o 25 pb pokazują bowiem, że Marian Noga odłączył się od Dariusza Filara i Haliny Wasilewskiej-Trenkner. Jednocześnie, ci spośród gołębi, którzy popierali głębszą redukcję w listopadzie przesuną się w dół na skali indeksu. Wszystko wskazuje na to, że pod koniec kadencji różnice pomiędzy wartością indeksu dla poszczególnych członków Rady mogą się zmieniać.

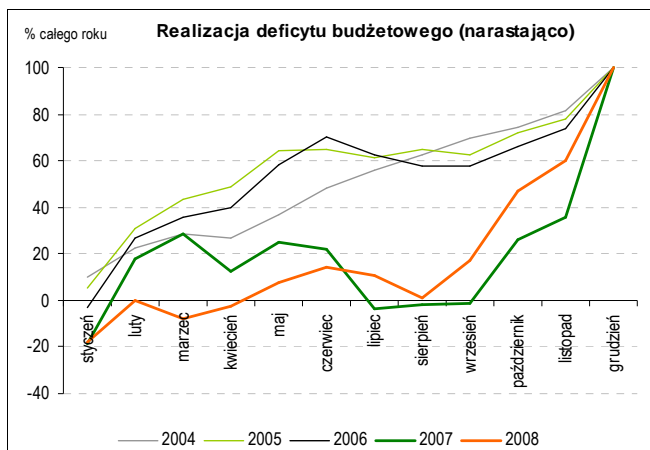
### Komentarze o docelowym poziomie stóp

Ciekawy komentarz na temat docelowego poziomu stóp procentowych padł z ust „jastrzębiej” członkini, która powiedziała, że kolejne decyzje RPP będą zależne od lutowej projekcji inflacji, a stopa poniżej której Rada raczej nie zejdzie to 2%. Samo wspomnienie przez tak jastrzębiego przedstawiciela RPP o tak niskim poziomie stóp może sugerować, że ogólna skłonność do obniżek w Radzie rośnie. Może się jednak okazać, że Halina Wasilewska-Trenkner miała na myśli poziom stopy realnej. Dużo ciekawsza była wypowiedź Jana Czekaję, który przy dwóch okazjach stwierdził, że w miarę szybko Rada może dokonać kolejnych obniżek stóp do poziomu 3,0-3,5% (krokami nie większymi niż 75 pb), nie wykluczając, że Rada będzie musiała zejść poniżej 3%, jeżeli gospodarka będzie rozwijała się naprawdę powoli. Jego zdaniem, poziom stóp w Polsce jest wciąż wysoki w porównaniu do innych krajów. Kilku członków Rady (np. Filar, Owsiak) mówiło też o możliwości przerwy w obniżkach w lutym. Naszym zdaniem jednak, mimo osłabienia złotego większość członków Rady uzna kolejną obniżkę stóp w lutym za uzasadnioną w obliczu prognozowanych przez nas słabych danych za styczeń. Choć do posiedzenia Rady sytuacja na rynku walutowym może ulec zmianie kilkukrotnie, osłabienie złotego sugeruje, że ruch będzie mniejszy niż w grudniu i styczniu.

### Kurs złotego a stopy procentowe

Kilku członków Rady podkreślało ostatnio, że osłabienie złotego będzie ważnym elementem dyskusji na kolejnym posiedzeniu. O ile według Filara „osłabienie złotego nakazuje ostrożność podczas podejmowania decyzji o obniżkach stóp i właściwe byłoby sygnalizowanie rynekowi, że obniżki nie będą tak znaczące”, to wypowiedzi bardziej „gołębich” członków były w odmiennym tonie. Andrzej Sławiński powiedział, że osłabienie kursu złotego nie musi mieć dużego przełożenia na wzrost inflacji w związku ze słabnącym popytem oraz utrzymywanymi wcześniej sporymi marżami importerów. Według Czekaję, kurs walutowy będzie istotnym czynnikiem, który Rada będzie brała pod uwagę w trakcie kolejnego posiedzenia (zapewne mogą być rozważane warunki do skutecznej interwencji), ale przy innej okazji stwierdził, że „wpływ stóp procentowych na poziom złotego nie jest obecnie taki, jak to jest opisane w książkach”. Z kolei Stanisław Nieckarz jest przekonany, że osłabienie złotego jest krótkoterminowe i nie powinno być w związku z tym przeszkodą przy obniżkach, które powinny poprawić stan gospodarki, co z kolei pomoże złotemu. Warto podkreślić, że również według Filara „za jakiś czas inwestorzy przestaną się zachowywać stadnie i zaczną dostrzegać, że polska gospodarka będzie się lepiej rozwijać niż region”.

## Pod lupą: Rząd i polityka



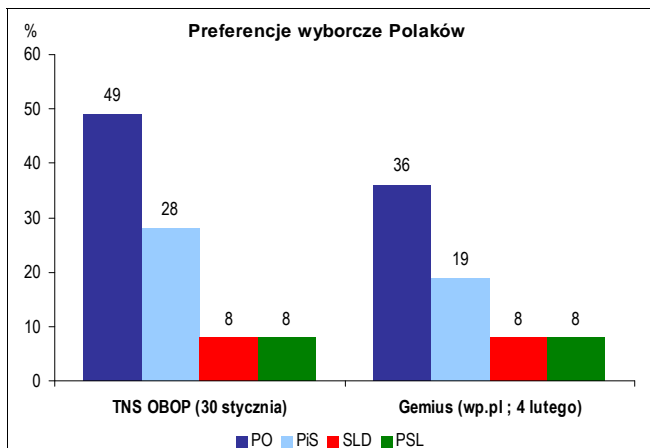
### Prognozy makroekonomiczne na 2009 r.

	PKB	CPI
Założenia budżetowe	3,7%	2,9%
„czarny scenariusz” rządu	1,7%	1,9%
Scenariusz BZWBK	1,2%	2,3%
Konsensus rynkowy	1,4%	2,3%

**Premier Donald Tusk, Reuters, 28 stycznia:** *Pesymistyczny scenariusz zakłada w budżecie 09 wyraźnie mniejsze przychody, trzeba szuka sposobów na ograniczenie wydatków. Potrzebujemy około 17 mld zł oszczędności. Ten scenariusz, może dość przesadnie pesymistyczny, zakłada wzrost na poziomie 1,7% i inflację na poziomie 1,9%.*

### Oszczędności budżetowe według rządu

Kategoria	mln złotych
<b>W ministerstwach i urzędach:</b>	<b>10 000</b>
Budżety wojewodów	1 887
Ministerstwo Obrony Narodowej	1 947
Ministerstwo Spraw Wewn. i Adm.	1 216
Ministerstwo Nauki i Szkol. wyższego	872
Ministerstwo Sprawiedliwości	587
Ministerstwo Edukacji Narodowej	556
Ministerstwo Finansów	535
ZUS (administracyjne)	455
<b>Zmiana źródła finansowania inwestycji drogowych</b>	<b>9 700</b>
<b>RAZEM</b>	<b>19 700</b>



Źródło: Ministerstwo Finansów, PAP, obliczenia własne

### Znaczne pogorszenie w dochodach pod koniec 2008

- Dochody budżetowe spadły w grudniu o 6,6% r/r, co w znacznym stopniu wynikało ze spadku dochodów z podatków pośrednich (ponad 13%). Dwucyfrowy spadek w ujęciu rocznym odnotowano również w przypadku podatku od osób prawnych.
- Według ministerstwa w styczniu odnotowano nadwyżkę ok. 3 mld zł, jednak nie spodziewamy się, aby kształt realizacji deficytu budżetowego był podobny jak w roku ubiegłym. Kolejne miesiące przyniosą deficyt, który może pogłębiać się w szybkim tempie na skutek spowolnienia gospodarczego.
- Jako główny powód dobrego wyniku w styczniu podane zostały wyższe dochody, więc być może dopiero w styczniu zaksięgowano część dochodów z ubiegłego roku. Ułatwi to nieco realizację tegorocznego deficytu, jednak wciąż istnieje znaczne ryzyko jego przekroczenia.

### Rząd wciąż zbyt optymistyczny

- Według przedstawicieli rządu, wzrost gospodarczy rzędu 1,7% to pesymistyczny scenariusz, zdaniem premiera Tuska może nawet zbyt pesymistyczny.
- Patrząc jednak na tempo zmian prognoz PKB według instytucji komercyjnych, ale nie tylko (np. ostatnie rewizje Komisji Europejskiej czy EBOR), taki rozwój sytuacji w roku bieżącym będzie można określić mianem optymistycznego.
- Oznacza to, że albo rząd nie doszacowuje wystarczająco ryzyka makroekonomicznego dla budżetu, albo nie chce na razie o nim publicznie mówić. Trudno będzie jednak od tego uciec, bo naszym zdaniem, już pierwszy kwartał pokazać może wzrost gospodarczy poniżej 1%, czyniąc tym samym „czarny scenariusz” rządu coraz bardziej realistycznym. Rząd będzie musiał znaleźć więcej oszczędności albo podnieść deficyt.

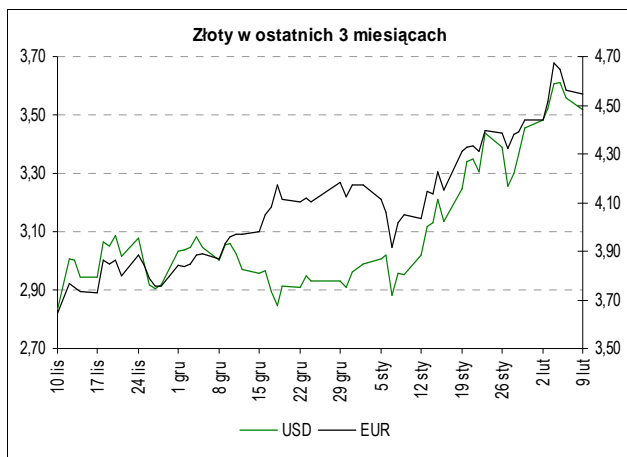
### ... i „oszczędności” mogą okazać się zbyt małe

- Skala oszczędności przedstawiona przez rząd miała sięgnąć 17 mld złotych, ale rządowi udało się „znaleźć” więcej. Problem w tym, że część przedstawionej kwoty bliskiej 20 mld trudno uznać za oszczędności.
- Krajowy Fundusz Drogowy ma finansować inwestycje drogowe z wykorzystaniem pieniędzy unijnych - BGK będzie zaciągał na rzecz KFD kredyty w międzynarodowych instytucjach finansowych, a KFD będzie mógł emitować obligacje. Jednak nie zmienia to faktu, że te pieniądze będą wydane, i powiększą dług publiczny. Dodatkowo, prawdopodobnie powiększając też deficyt całego sektora finansów publicznych, co jest istotne w kontekście rządowego planu wejścia do strefy euro (i ERM2).
- Brakuje też szczegółów do oceny sensowności pozostałych cięć.

### Czy to początek zmian w poparciu dla partii politycznych?

- W sondażach widać już prawdopodobnie wpływ pogorszenia sytuacji ekonomicznej na preferencje polityczne. Choć Platforma Obywatelska wciąż prowadzi w sondażach z dużą przewagą nad konkurentami, to jednak się ona zmniejsza.
- Według sondażu przeprowadzonego dla portalu wp.pl Platforma Obywatelska straciła 7 pkt proc. poparcia, głównie kosztem PiS i SLD (wzrost po 3 pkt proc.). Ponadto, po raz pierwszy więcej osób oceniło pracę premiera negatywnie niż pozytywnie. Faktem jest, że obecna sytuacja gospodarcza nie wynika z czynników związanych z pracą obecnego rządu, jednak pozostaje pytanie jak ocenią to wyborcy.
- Prawdziwym testem wyborczym w warunkach kryzysu gospodarczego będą nadchodzące wybory do Parlamentu Europejskiego w czerwcu (sondaże wskazują, że frekwencja będzie niska).

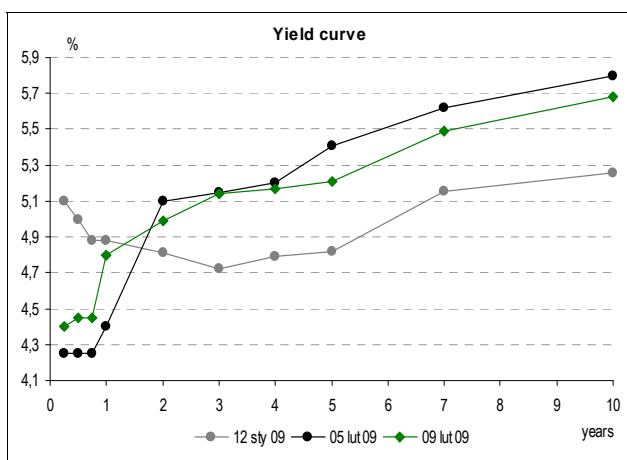
## Monitor rynku



### Złoty na huśtawce

W styczniu doszło do stopniowego osłabienia się złotego wobec głównych walut. Podobnie zachowywały się waluty w regionie, choć złoty stracił bardziej niż czeska korona czy węgierski forint. Kurs EURPLN wzrósł do ok. 4,30 w połowie stycznia i był dosyć stabilny do końca ub. miesiąca, po czym na początku lutego na fali awersji do regionu złoty osłabił się aż do 4,70 wobec euro i ponad 3,6 wobec dolara. Wpływ na złotego miała m.in. kwestia wystawionych przez krajowe przedsiębiorstwa opcji walutowych. Spadek EURPLN do ok. 4,45 był również gwałtowny.

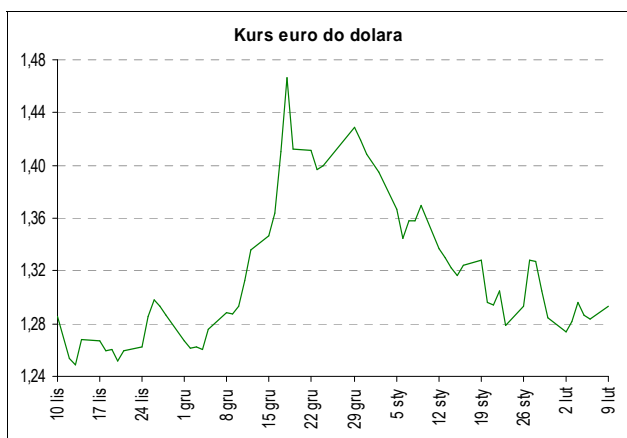
Naszym zdaniem po odreagowaniu złoty znów będzie tracił, i istnieje ryzyko, że poziom 4,70 wobec euro może zostać osiągnięty w najbliższym czasie. Na niekorzyść złotego będą oddziaływały przede wszystkim negatywne nastawienie do regionu, krajowe dane wskazujące na silne spowolnienie gospodarcze i w znacznie mniejszym stopniu obniżki stóp procentowych.



### Krzywa rentowności wyżej i bardziej stroma

W drugiej połowie stycznia doszło do umocnienia na krótkim końcu krzywej rentowności w związku ze słabymi danymi (rynek pracy, produkcja), a długi koniec krzywej był presją ze strony gwałtownego wzrostu rentowności długoterminowych na rynkach bazowych. Spread 10-2 wzrósł do ok. 100 pb po tym jak RPP obniżyła stopy bardziej niż oczekiwał rynek. Po posiedzeniu Rady doszło do znacznej korekty na krótkim końcu krzywej, a w mniejszym zakresie osłabił się długi koniec. Stawki FRA i IRS także tymczasowo wzrosły na początku lutego i było to związane z gwałtowną przeceną złotego, co wpływało na oczekiwania rynku odnośnie kolejnych ruchów RPP.

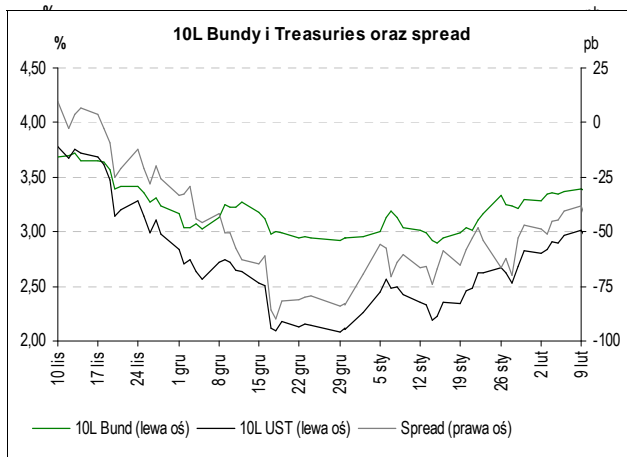
Spodziewamy się ponownego wystromienia krzywej ze sporym miejscem do spadku stóp na krótszym końcu krzywej długu wobec słabych danych z kraju i spodziewanych kolejnych obniżek stóp procentowych. Długi koniec może pozostać pod presją ze strony rynków bazowych.



### Umocnienie dolara

Dolar umacniał się przez większość stycznia i po lekkiej korekcie kurs EURUSD w górę na przełomie miesiąca w lutym amerykańska waluta ponownie zyskała na wartości. Na rzecz dolara oddziaływały rosnąca awersja do ryzyka i niepokój o perspektywy światowej gospodarki, w obliczu słabych wyników finansowych za IV kw. napływających z sektora przedsiębiorstw. Z kolei euro było pod negatywnym wpływem oczekiwań na obniżki stóp procentowych w strefie euro oraz szybszego od prognoz spadku inflacji HICP.

Utrzymująca się awersja do ryzyka może wspierać dolara na początku roku, jednak wraz z poprawą nastrojów inwestorów i wzrostem apetytu na ryzyko dolar może znaleźć się pod presją. Stanie się tak, gdy rynek zacznie przywiązywać większą uwagę do długoterminowych implikacji silnego wzrostu deficytu budżetowego w USA oraz ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej.

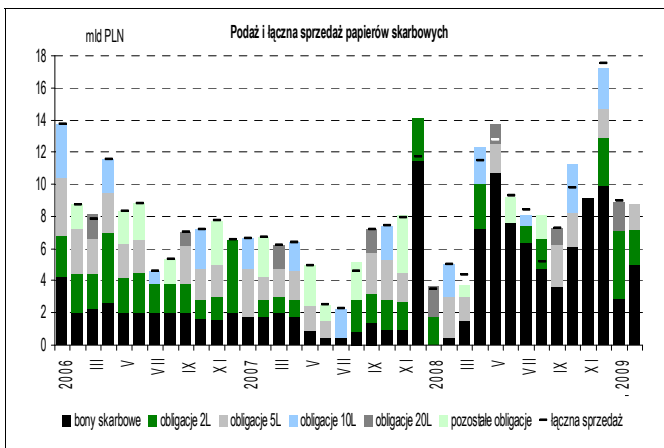
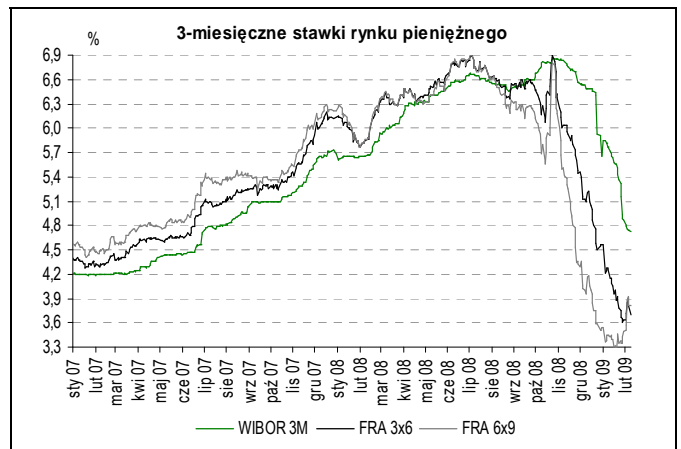
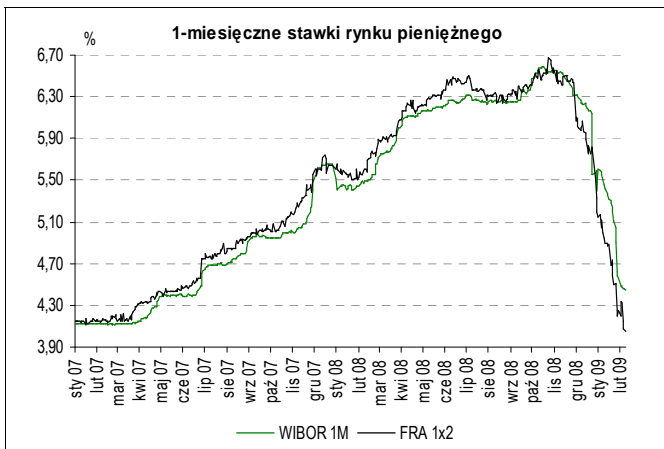
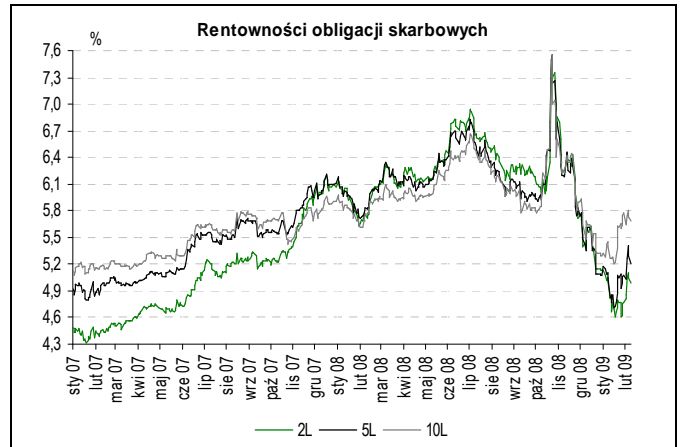
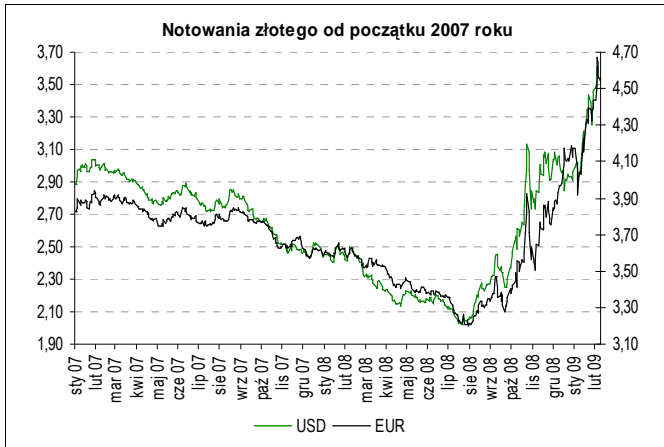


### Obawy o dużą podaż długu

Na bazowych rynkach długu dominującym tematem są obawy o znaczną podaż papierów skarbowych w Stanach Zjednoczonych oraz w strefie euro. W USA może ona wynieść w tym roku ok. 2,5 bln \$, ponad 2,5 razy więcej niż w 2008 r. Na długoterminowych obligacjach strefy euro ciążyły obniżki ratingów Grecji, Hiszpanii i Portugalii jak również obawy o kolejne ruchy agencji ratingowych. Mało zdecydowana zapowiedź zakupów obligacji przez Fed nie odwróciła tej tendencji w USA. Niektórzy dopatrują się także rosnących oczekiwań inflacyjnych i stopniowego ożywienia wzrostu w głównych gospodarkach.

Długoterminowe obligacje mogą być w dalszym ciągu pod presją w związku z utrzymywaniem się wyżej wymienionych negatywnych czynników. Z kolei krzywe swap mogą się naszym zdaniem lekko obniżyć wobec dalszych obniżek stóp w strefie euro i utrzymania stóp w USA na niskich poziomach przez dłuższy czas.

# Monitor rynku



**Przetargi bonów skarbowych (mln zł)**

Data przetargu	(OFERTA)*/SPRZEDAŻ			
	52-tyg.	39-tyg.	26-tyg.	13-tyg.
08.12.2008	1000-1800/1910	-	200-500/542	200-500/563
15.12.2008	1200-1500/1850	-	300-500/489	300-500/514
22.12.2008	-	1500-1800/1585	-	-
05.01.2009	-	500-600/500	-	-
12.01.2009	500-600/505	-	-	-
19.01.2009	500-600/500	-	-	-
26.01.2009	1000-1100/1100	-	-	-
02.02.2009	900-1100/733	-	-	-
09.02.2009	-	-	-	-
16.02.2009	-	-	-	-
23.02.2009	-	-	-	-
02.03.2009	-	-	-	-
09.03.2009	-	-	-	-

\* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

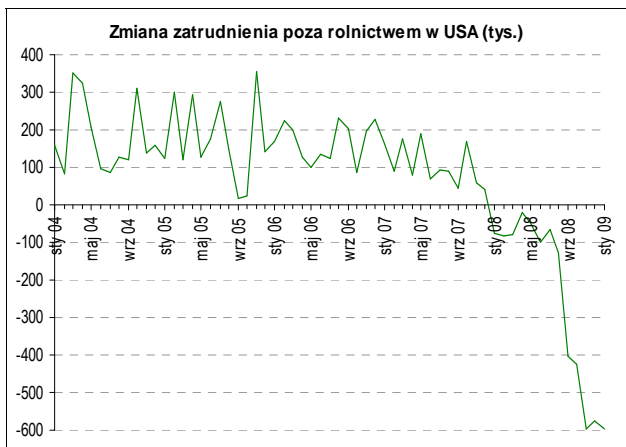
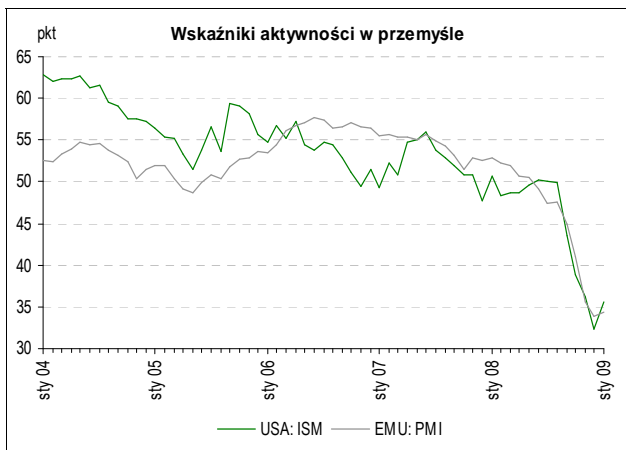
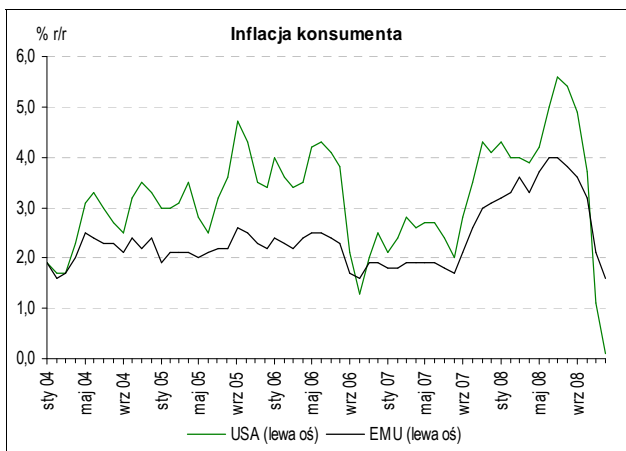
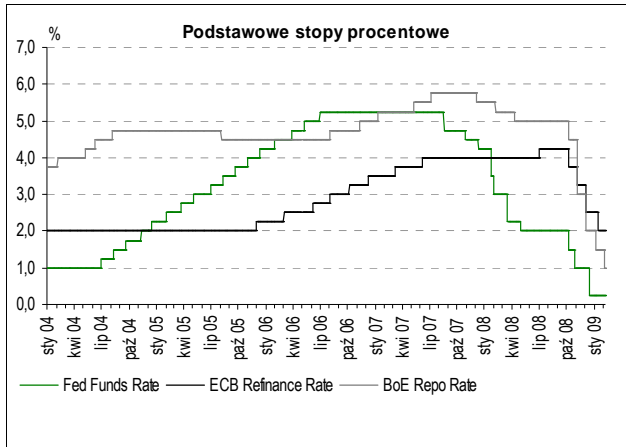
**Przetargi obligacji skarbowych w 2008/2009 r. (mln zł)**

miesiąc	I przetarg				II przetarg				Przetarg zamianv		
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	sprzedaż
lipiec	02.07	OK0710	1 000	1 000	09.07	DS1017	700	705	23.07	PS0413	1558
sierpień	06.08	OK0710	1 800	1 830	13.08	WZ0118 IZ0823	1 000   500	1 000	22.08	DS1017	1244
wrzesień	03.09*	PS0413	2 640	2 640	10.09	WS0429	1 000	1 000	17.09	DS1017/WS0429	3113/590
październik	01.10*	PS0414	2 160	2 160	08.10*	DS1019	3 000	3 000	24.10	IZ0816/WZ0118	620 / 655
listopad	-	-	-	-	-	-	-	-	12.11	OK0710/PS0414	874 / 313
grudzień	10.12*	OK0711	3000	3430	17.12*	PS0414 DS1019	1800   2500	2042 2340	03.12	PS0414/DS1019	1212 / 1350
styczeń	07.01*	OK0711	4200	4296	14.01	WS0429	1500	1500	21.01	PS0414/DS1019	2800/1300
luty	04.02	OK0711/PS0414	2200/1600	722/1186	11.02	-	-	-	-	-	-
marzec	04.03	OK i/lub PS	-	-	11.03	DS i/lub WS	-	-	-	-	-
kwiecień	01.04	OK i/lub PS	-	-	08.04	DS i/lub WS	-	-	-	-	-
maj	06.05	OK i/lub PS	-	-	13.05	DS i/lub WS	-	-	-	-	-
czerwiec	03.06	OK i/lub PS	-	-	10.06	DS i/lub WS	-	-	-	-	-

\* razem z przetargiem uzupełniającym

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

## Przegląd międzynarodowy



## Korzystne perspektywy inflacji sprzyjają niskim stopom

▪ W styczniu Fed pozostawił stopy procentowe bez zmian w przedziale 0-0,25%. Fed poinformował, że użyje wszelkich możliwych narzędzi, aby wspierać wzrost gospodarczy i stabilność cenową. Fed zamierza również dokonywać zakupów papierów skarbowych, by pobudzić rynek kredytowy i gospodarkę, jeśli takie zakupy okażą się potencjalnie efektywne.

▪ W USA obydwie izby Kongresu przyjęły plan stymulujący gospodarkę zaproponowany przez prezydenta Baracka Obamę na ponad 800 mld \$. Obecnie prace nad nim są finalizowane w Izbie Reprezentantów.

▪ Zgodnie z oczekiwaniami EBC pozostawił w lutym parametry polityki pieniężnej bez zmian a główna stopa refinansowa pozostała na poziomie 2%. Prezes EBC zasugerował, że obniżka stóp na marcowym posiedzeniu będzie bliższa 50 pb niż 25 pb. Naszym zdaniem istnieje możliwość, że stopy zostaną obniżone nawet do 1% do połowy tego roku za sprawą fatalnych perspektyw dla gospodarki strefy euro przy oczekiwanym przez nas spadku PKB w tym roku o 2% i wzroście o 0,5% w 2010 r.

▪ Dane inflacyjne wciąż zaskakują pokazując szybszy spadek presji inflacyjnej i inflacji w głównych gospodarkach światowych.

▪ Finalne dane o inflacji dla strefy euro za grudzień potwierdziły spadek inflacji do 1,6% r/r z 2,1% w listopadzie. Według wstępnych szacunków Eurostat dynamika HICP za styczeń okazała się niższa od oczekiwań rynku i wyniosła 1,1% r/r, podczas gdy rynek oczekiwał spadku inflacji do 1,4%.

▪ CPI w USA spadł w grudniu o 0,7% m/m wobec oczekiwanego spadku o 0,9% po kolejnym, wyraźnym spadku w kategoriach transport i energia. W ujęciu rocznym inflacja spadł do 0,1% z 1,1% w listopadzie. Natomiast inflacja bazowa nie zmieniła się w ujęciu miesięcznym wobec oczekiwanego wzrostu o 0,1% m/m, a w ujęciu rocznym wyniosła 1,8%.

## Wskaźniki aktywności odbiły, słabe dane z rynku pracy

▪ Dane o PKB za IV kw. w USA okazały się lepsze od prognoz. PKB spadło o 3,8% wobec oczekiwanych -5,4%. Znotowano znaczący spadek popytu wewnętrznego, a na lepszy wynik wpływ miała głównie duża kontrybucja zmiany zapasów.

▪ Najnowsze szacunki MFW ze stycznia 2009 zakładają spadek światowego PKB o 0,5% r/r wobec prognozowanych +2,2% jeszcze w listopadzie. MFW szacuje spadek PKB o 1,6% w USA oraz 2% w strefie euro oraz odreagowanie w 2010 r. do 1,6% oraz 0,2%. Nasze ostatnie prognozy zakładają spadek w USA i strefie euro po 2%, po czym odreagowanie w USA w przyszłym roku będzie nieco szybsze do 1% wobec 0,5% w strefie euro.

▪ Wskaźniki koniunktury opublikowane w ub. miesiącu okazały się w dużej większości wyższe od oczekiwań. Indeks PMI dla przemysłu strefy euro wzrósł w styczniu po raz pierwszy od 11 miesięcy do poziomu 34,4 pkt z 33,9 pkt w grudniu, nieco poniżej prognozy rynkowej (34,5 pkt). Indeks PMI dla usług w strefie euro wzrósł w styczniu do 42,2 pkt z 42,1 pkt, nieco słabiej nie wskazywał konsensus (42,5 pkt). Ifo podobnie jak ZEW za styczeń okazał się wyższy od oczekiwań. Indeks ISM dla przemysłu w USA wzrósł w styczniu w aż do 35,6 pkt (rynek oczekiwał spadku do 32,6 pkt) z 32,9 pkt w grudniu. ISM dla sektora usług wzrósł do 42,9 pkt z 40,1 pkt w grudniu wobec oczekiwanego spadku do 39 pkt.

▪ Dane rynku pracy potwierdziły pogarszającą się sytuację w amerykańskiej gospodarce. Według danych Departamentu Pracy stopa bezrobocia w USA wzrosła po styczniu do 7,6% z 7,2%, natomiast liczba miejsc pracy poza rolnictwem spadła aż o 598 tys. wobec -577 tys. w grudniu. Rynek spodziewał się mniejszego spadku o 520 tys. wobec -524 tys. w grudniu. Słabe dane w USA zwiększyły oczekiwania na uchwalenie pakietu stymulującego gospodarkę amerykańską.

Źródło: Reuters, EBC, Rezerwa Federalna, MFW, OECD, Komisja Europejska, BZ WBK

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>9 lutego</b> PL: Przetarg bonów skarbowych	<b>10</b> US: Zapasy hurtowe (XII)	<b>11</b> US: Bilans handlowy (XII)	<b>12</b> PL: Bilans płatniczy (XII) EZ: Produkcja przemysłu (XII) US: Sprzedaż detaliczna (I)	<b>13</b> PL: Podaż pieniądza (I) PL: CPI (I) EZ: Wstępny PKB (IV kw.) US: Wstępny Michigan (II)
<b>16</b> PL: Przetarg bonów skarbowych US: Dzień wolny	<b>17</b> PL: Place i zatrudnienie (I) DE: Indeks ZEW (II) US: Indeks NY Fed (II) US: Raport o przepływach kapitału (XII)	<b>18</b> PL: Przetarg zamiany US: Liczba nowych budów domów (I) US: Liczba pozwoleń na budowę (I) US: Ceny w imporcie (I) US: Produkcja przemysłu (I) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (I) US: Minutes FOMC	<b>19</b> PL: Produkcja przemysłowa (I) PL: PPI (I) PL: Minutes RPP (I) JP: Spotkanie Banku Japonii – decyzja US: PPI (XII) US: Wskaźniki wyprzedzające (I) US: Indeks Philadelphia Fed (II)	<b>20</b> PL: Inflacja bazowa (I) PL: Wskaźniki koniunktury (II) EZ: Wstępny PMI - sektor przetwórczy (II) EZ: Wstępny PMI - sektor usług (II) US: CPI (I)
<b>23</b> PL: Przetarg bonów skarbowych	<b>24</b> PL: Spotkanie RPP – decyzja PL: Sprzedaż detaliczna (I) PL: Bezrobocie (I) DE: Indeks Ifo (II) US: Raport Case/Shiller (XII) US: Zaufanie konsumentów (II)	<b>25</b> PL: Spotkanie RPP – decyzja US: Sprzedaż domów (I)	<b>26</b> DE: Indeks Gfk (III) EZ: Podaż pieniądza M3 (I) EZ: Indeks nastrojów gospodarczych (II) US: Zamówienia na dobra trwałe (I) US: Sprzedaż nowych domów (I)	<b>27</b> EZ: Finalny HICP (I) US: Wstępny PKB (IV kw.) US: Bazowy PCE (IV kw.) US: Deflator PKB (IV kw.) US: Chicago PMI (II) US: Finalny Michigan (II)
<b>2 marca</b> PL: Przetarg bonów skarbowych PL: PMI (II) PL: PKB (IV kw.) EZ: PMI - sektor przetwórczy (II) US: Bazowy PCE (I) US: ISM - sektor przetwórczy (II)	<b>3</b> EZ: PPI (I) US: Niezakończone transakcje sprzedaży domów (I)	<b>4</b> PL: Przetarg obligacji EZ: PMI - sektor usług (II) EZ: Sprzedaż detaliczna (I) US: Raport ADP (II) US: ISM - sektor usług (II)	<b>5</b> EZ: Spotkanie EBC – decyzja EZ: Zrewidowany PKB (IV kw.) US: Wydajność, jednostkowe koszty pracy (IV kw.) US: Zamówienia w przemyśle (I)	<b>6</b> US: Zatrudnienie poza rolnictwem (II) US: Stopa bezrobocia (II)
<b>9</b> PL: Przetarg bonów skarbowych	<b>10</b> US: Zapasy hurtowe (I)	<b>11</b> PL: Przetarg obligacji	<b>12</b> EZ: Produkcja przemysłu (I) US: Sprzedaż detaliczna (II) CH: Spotkanie SNB - decyzja	<b>13</b> PL: CPI (I&II) PL: Bilans płatniczy (II) PL: Podaż pieniądza (II) US: Ceny w imporcie (II) US: Bilans handlowy (I) US: Wstępny Michigan (III)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

## Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2009 roku

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

\* dane kwartalne; <sup>a</sup> dane wstępne za styczeń, <sup>b</sup> dane za styczeń i luty, <sup>c</sup> za listopad 2008 itd.

Źródło: GUS, NBP

## Dane i prognozy ekonomiczne

## Wskaźniki miesięczne

		sty 08	lut 08	mar 08	kwi 08	maj 08	cze 08	lip 08	sie 08	wrz 08	paź 08	lis 08	gru 08	sty 09	lut 09
Produkcja przemysłowa	% r/r	10,7	15,0	1,0	15,1	2,4	7,3	5,9	-3,7	6,8	-0,1	-9,2	-4,4	-15,1	-15,7
Sprzedaż detaliczna <sup>c</sup>	% r/r	20,9	23,8	15,7	17,6	14,9	14,2	14,3	7,7	11,6	7,9	2,7	6,6	-0,3	0,3
Stopa bezrobocia	%	11,7	11,5	11,1	10,5	10,0	9,6	9,4	9,3	8,9	8,8	9,1	9,5	10,0	10,4
Place brutto <sup>b c</sup>	% r/r	11,5	12,8	10,2	12,6	10,5	12,0	11,6	9,7	10,9	9,8	7,4	5,4	5,0	4,5
Zatrudnienie <sup>b</sup>	% r/r	5,9	5,9	5,8	5,6	5,4	4,8	4,7	4,2	4,1	3,6	3,1	2,3	0,5	-0,3
Eksport (w euro) <sup>d</sup>	% r/r	22,6	29,1	10,6	33,6	12,1	18,7	22,8	9,4	20,9	0,5	-11,9	-11,6	-26,4	-27,3
Import (w euro) <sup>d</sup>	% r/r	19,8	31,4	12,2	33,1	15,3	21,7	22,5	17,8	21,0	4,8	-8,2	-14,5	-22,3	-23,8
Bilans handlowy <sup>d</sup>	mln EUR	-780	-808	-1345	-1195	-1420	-1661	-1635	-1329	-1249	-1526	-1593	-1200	-1000	-969
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	mln EUR	-1211	-1322	-1807	-1521	-1745	-2219	-879	-1300	-1881	-2012	-1748	-1400	-1050	-1069
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	% PKB	-4,6	-4,7	-4,9	-5,1	-5,1	-5,1	-4,9	-5,0	-5,2	-5,3	-5,5	-5,3	-5,3	-5,3
Saldo budżetu (narastająco)	mlrd PLN	4,4	0,0	1,9	0,6	-1,9	-3,5	-2,7	-0,3	-4,2	-11,6	-14,8	-24,6	3,0	-2,2
Saldo budżetu (narastająco)	% planu <sup>e</sup>	-18,1	-0,1	-7,6	-2,4	7,5	14,1	10,9	1,3	17,0	47,1	60,3	100,0	-16,5	12,0
Inflacja (CPI)	% r/r	4,0	4,2	4,1	4,0	4,4	4,6	4,8	4,8	4,5	4,2	3,7	3,3	3,1	3,0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,9	3,2	2,9	2,5	2,7	2,6	2,1	2,0	2,3	2,6	2,4	2,6	2,0	1,6
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	12,9	13,5	13,6	15,0	15,1	16,3	16,8	16,8	17,3	17,3	18,1	18,8	18,4	16,6
Depozyty	% r/r	14,3	14,7	15,3	16,7	17,4	18,5	19,4	18,9	20,0	18,7	19,4	20,8	20,4	18,2
Kredyty	% r/r	30,3	29,5	29,7	28,3	27,6	27,7	25,3	26,7	28,0	32,8	31,7	36,1	35,9	35,2
USD/PLN	PLN	2,46	2,43	2,28	2,19	2,19	2,17	2,07	2,19	2,34	2,69	2,93	2,98	3,18	3,44
EUR/PLN	PLN	3,61	3,58	3,54	3,45	3,40	3,37	3,26	3,29	3,37	3,57	3,73	4,01	4,22	4,50
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	5,25	5,50	5,75	5,75	5,75	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	5,75	5,00	4,25	3,75
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	6,75	7,00	7,25	7,25	7,25	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,25	6,50	5,75	5,25
WIBOR 3M	%	5,64	5,74	6,03	6,29	6,41	6,58	6,62	6,52	6,56	6,80	6,74	6,40	5,51	4,68
Rentowność bonów 52-tyg.	%	5,75	5,66	6,09	6,10	6,10	6,63	6,70	6,60	6,46	6,45	6,52	6,10	4,85	4,50
Rentowność obligacji 2L	%	5,92	5,90	6,17	6,20	6,27	6,73	6,66	6,32	6,25	6,46	6,26	5,43	4,81	4,90
Rentowność obligacji 5L	%	5,94	5,93	6,20	6,12	6,25	6,62	6,53	6,15	6,01	6,48	6,21	5,42	4,96	5,10
Rentowność obligacji 10L	%	5,81	5,82	5,98	5,98	6,10	6,41	6,43	6,10	5,89	6,39	6,25	5,57	5,43	5,63

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	1 272,1	1 317,6	295,3	309,9	312,1	354,8	305,6	319,9	322,9	369,3
PKB	% r/r	6,2	6,7	4,8	1,2	6,0	5,8	4,8	2,9	0,4	0,8	1,4	2,0
Popyt krajowy	% r/r	7,3	8,6	4,8	1,1	6,2	6,0	4,3	3,2	0,9	0,8	1,0	1,5
Spożycie indywidualne	% r/r	5,0	5,0	5,4	3,0	5,6	5,5	5,1	5,4	3,5	3,2	2,7	2,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	14,9	17,6	7,9	-1,5	15,7	15,2	3,5	3,8	-4,0	-6,0	-1,5	2,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	12,5	9,7	3,8	-2,7	8,5	8,5	3,3	-5,2	-11,0	-4,2	1,1	3,3
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	11,9	14,0	10,0	0,3	16,0	11,1	8,0	4,7	0,6	1,1	0,2	-0,6
Stopa bezrobocia <sup>a</sup>	%	14,8	11,4	9,5	12,3	11,1	9,6	8,9	9,5	10,7	10,6	11,3	12,3
Place realne brutto <sup>c</sup>	% r/r	4,2	6,7	5,8	1,4	7,2	7,7	5,6	3,4	1,5	0,9	1,3	1,6
Zatrudnienie <sup>c</sup>	% r/r	3,2	4,6	4,6	-1,7	5,9	5,2	4,3	3,0	-0,3	-1,6	-2,4	-2,6
Eksport (w euro) <sup>b</sup>	% r/r	20,4	13,4	12,5	-11,7	20,3	21,3	17,9	-7,3	-22,7	-17,4	-7,0	2,0
Import (w euro) <sup>b</sup>	% r/r	24,0	19,5	14,0	-11,8	20,5	23,2	20,6	-5,5	-20,2	-17,1	-8,0	-1,0
Bilans handlowy <sup>b</sup>	mln EUR	-5 539	-12 369	-15 725	-13 747	-2 927	-4 272	-4 207	-4 319	-3 083	-3 627	-3 558	-3 479
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	mln EUR	-7 445	-14 586	-19 048	-11 777	-4 333	-5 478	-4 077	-5 160	-3 213	-2 627	-2 608	-3 329
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	% PKB	-2,7	-4,7	-5,3	-3,7	-4,9	-5,1	-5,1	-5,3	-5,1	-4,5	-4,3	-3,7
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-3,8	-2,0	-2,7	-3,7	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	1,0	2,5	4,2	2,4	4,1	4,3	4,7	3,8	3,0	2,4	2,0	2,0
Inflacja (CPI) <sup>a</sup>	% r/r	1,4	4,0	3,3	2,3	4,1	4,6	4,5	3,3	2,9	2,1	2,0	2,3
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,5	2,3	2,6	1,5	3,0	2,6	2,1	2,5	1,7	1,2	1,3	1,7
Podaż pieniądza (M3) <sup>a</sup>	% r/r	16,0	13,4	18,8	5,5	13,6	16,3	17,3	18,8	16,0	12,1	9,8	5,5
Zobowiązania <sup>a</sup>	% r/r	15,2	14,5	20,8	5,5	15,3	18,5	20,0	20,8	17,7	13,0	9,9	5,5
Należności <sup>a</sup>	% r/r	23,4	29,9	36,1	5,4	29,7	27,7	28,0	36,1	32,6	26,7	17,1	5,4
USD/PLN	PLN	3,10	2,77	2,41	3,08	2,39	2,18	2,20	2,87	3,36	3,26	2,95	2,77
EUR/PLN	PLN	3,90	3,78	3,52	4,13	3,58	3,41	3,31	3,77	4,41	4,30	3,98	3,82
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	4,00	5,00	5,00	3,00	5,75	6,00	6,00	5,00	3,25	3,00	3,00	3,00
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	5,50	6,50	6,50	4,50	7,25	7,50	7,50	6,50	4,75	4,50	4,50	4,50
WIBOR 3M	%	4,21	4,73	6,36	3,73	5,80	6,43	6,57	6,65	4,75	3,47	3,40	3,30
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,18	4,69	6,26	3,58	5,84	6,28	6,59	6,36	4,42	3,30	3,30	3,30
Rentowność obligacji 2L	%	4,57	5,23	6,22	4,09	5,99	6,40	6,41	6,05	4,72	3,80	3,90	3,95
Rentowność obligacji 5L	%	5,03	5,52	6,15	4,46	6,02	6,33	6,23	6,04	4,94	4,20	4,30	4,40
Rentowność obligacji 10L	%	5,22	5,56	6,06	5,19	5,87	6,16	6,14	6,07	5,47	5,00	5,10	5,20

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 09.02.2009 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.