

### W tym miesiącu:

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

**Maciej Reluga**  
Główny Ekonomista  
022 586 8363

**Piotr Bielski**  
022 586 8333

**Piotr Bujak**  
022 586 8341

**Cezary Chrapek**  
022 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

## Chwila stabilizacji

▪ **Większość danych makroekonomicznych za styczeń była zgodna z naszymi oczekiwaniami, dlatego też nie zmieniamy prognozy odnośnie tempa wzrostu PKB w tym roku (1,2%).** Jednocześnie jednak, wciąż podkreślamy, że ryzyko dla tej prognozy jest asymetryczne dół, w szczególności biorąc pod uwagę kolejną zmianę prognozy wzrostu gospodarczego dla strefy euro i USA dokonaną przez ekonomistów AIB (spadek o 2,5% wobec -2% miesiąc wcześniej). O ile przed miesiącem konsensus rynkowy kształtował się poniżej naszej prognozy (wynosił 1,4%), to w tym miesiącu obniżył się do 1,2%.

▪ **Wszystkie wskaźniki dotyczące sfery realnej gospodarki potwierdziły znaczące spowolnienie polskiej gospodarki na początku roku.** W porównaniu ze styczniem 2008 nastąpił znaczący spadek produkcji, a sprzedaż detaliczna wzrosła marginalnie. Z jednej strony pozytywnie zaskoczyły dane z sektora budowlanego, ale z drugiej strony spadek obrotów handlu zagranicznego w grudniu był głębszy niż oczekiwano. Wskaźniki koniunktury z sektora przedsiębiorstw przedstawiają mieszane sygnały (wskaźniki GUS wciąż spadają, podczas gdy PMI się stabilizuje), ale wskaźniki wyprzedzające dla konsumentów pokazują dalsze pogorszenie. Naszym zdaniem, prognoza Ministerstwa Finansów wskazująca na dwuprocentowe tempo wzrostu PKB w pierwszym kwartale jest zbyt optymistyczna.

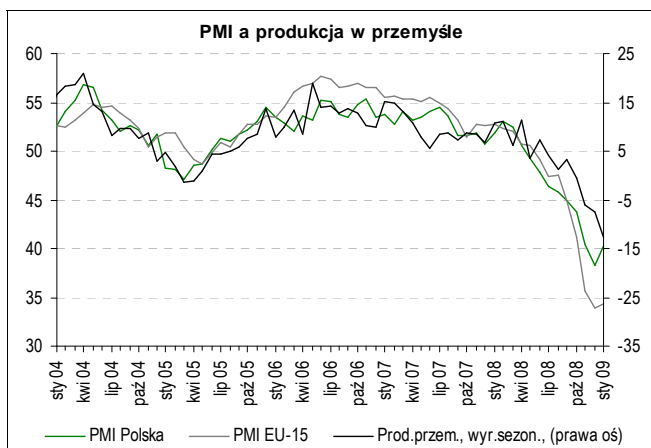
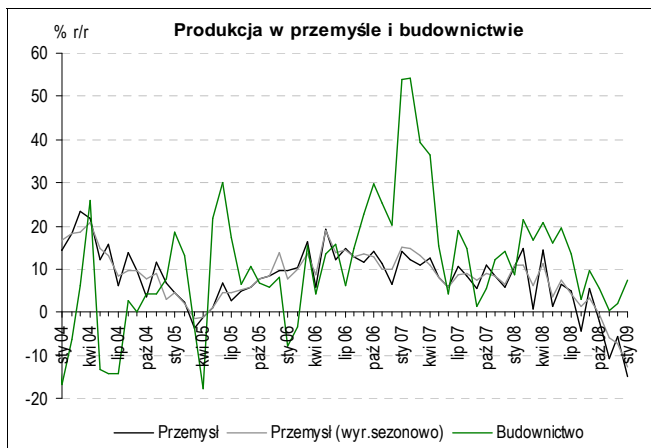
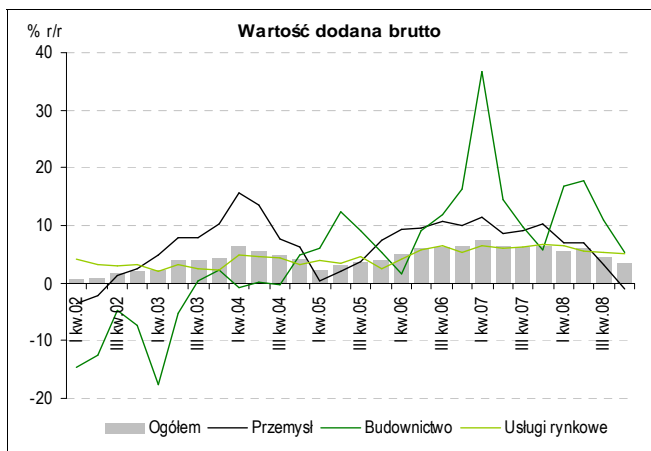
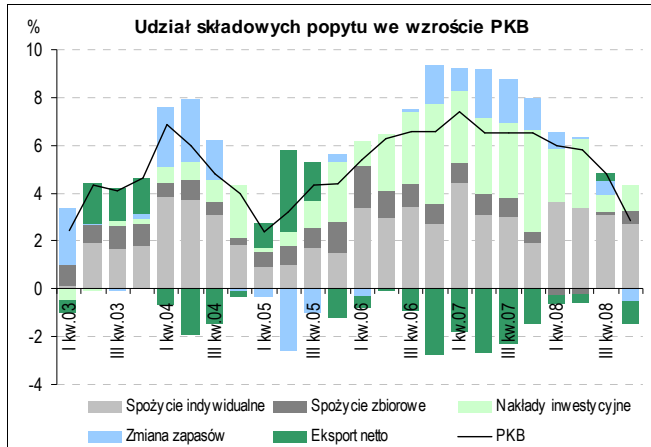
▪ **Pogorszenie perspektyw wzrostu zostało również odzwierciedlone w nowej projekcji NBP.** Wskazuje ona na utrzymywanie się wzrostu gospodarczego w Polsce w najbliższych latach na stosunkowo niskim poziomie - 1,1% w 2009, 2,2% w 2010 i 3,6-3,7% w 2011. Oznacza to znaczącą poprawę perspektyw inflacji – środek przedziału projekcji to 3,2% w 2009, 1,9% w 2010 i 0,9% w 2011. Co prawda, inflacja może nawet wzrosnąć w najbliższych miesiącach za względu na wzrost cen regulowanych, jednak będzie to zjawisko przejściowe. Dlatego też podtrzymujemy opinię, że w najbliższych miesiącach zobaczymy kontynuację cyklu obniżek stóp procentowych – naszym zdaniem, kolejna o 25 pb już w marcu.

▪ **Jedynym praktycznie czynnikiem, który może ograniczać skalę obniżek stóp NBP i nie pozwolić im na spadek do poziomu 3% jest słaby złoty, który może zmieniać perspektywy inflacji.** Ważnym pytaniem (na które postaramy się odpowiedzieć za miesiąc) jest jednak na ile silny negatywny efekt popytowy neutralizuje efekt słabego złotego. Warto też zwrócić uwagę, że po okresie kolejnych fal wyprzedzaży polskiej waluty (i innych w regionie) w ostatnim czasie mamy do czynienia z pewną stabilizacją notowań. Podtrzymujemy opinię, że obserwowane ostatnio wahania polskiej waluty w niewielkim stopniu zależą od polityki stóp procentowych. W podstawowym scenariuszu zakładamy, że złoty będzie stabilizowany przez wymianę walut przez resort finansów i możliwość interwencji banku centralnego, a w kolejnych tygodniach będzie odrabiał straty w kierunku 4,40 do euro.

Na rynku finansowym 27 lutego 2009 r.:					
Stopa depozytowa NBP	2,50	WIBOR 3M	4,51	USDPLN	3,6758
Stopa referencyjna NBP	4,00	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	5,55	EURPLN	4,6578
Stopa lombardowa NBP	5,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,84	EURUSD	1,2672

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 09.03.2009 r.

## Gospodarka Polski



Źródło: GUS, obliczenia własne

## PKB w IV kw. bliski szacunkom

▪ Dane o PKB za czwarty kwartał okazały się bardzo bliskie szacunkom opartym o wstępne dane o PKB za cały rok. Wzrost PKB w IV kw. wyniósł 2,9%, dokładnie zgodnie z naszym szacunkiem. Wzrost inwestycji wyniósł 3,5% (szacowaliśmy 3,8%), a wzrost konsumpcji prywatnej wyniósł 5,2% (szacowaliśmy 5,4%). Gorsza od szacunków okazała się kontrybucja eksportu netto, która wyniosła -0,9 pp (szacowaliśmy -0,4 pp). Jednocześnie wkład zmiany zapasów zmniejszył tempo wzrostu PKB w IV kw. o 0,5 pp (szacowaliśmy ujemną kontrybucję na poziomie ok. 0,7 pp). Lepsze od wcześniejszych szacunków opartych o wstępne dane za cały rok okazały się też dynamiki konsumpcji zbiorowej oraz pozostałych elementów konsumpcji.

▪ Po stronie podażowej rachunków narodowych dane pokazały zgodny z szacunkami wzrost wartości dodanej ogółem o 3,4%. Wartość dodana w przemyśle spadła o 1,1% (szacunek wynosił 1%). W budownictwie wartość dodana wzrosła o 5,3%, a w usługach rynkowych zwiększyła się o zgodnie z szacunkiem 5%.

▪ Dane za cały rok nie uległy istotnym zmianom wobec wstępnego szacunku GUS. Realny wzrost PKB w 2008 roku wyniósł 4,8%, bez zmian. Wzrost spożycia ogółem okazał się o 0,1pp wyższy i wyniósł 4,1%, a wzrost nakładów brutto na środki trwałe nie uległ zmianie i wyniósł 7,9%. W sumie, choć dane o PKB za cały 2008 rok i dla samego IV kw. wydają się dość korzystne (lepsze od tego, czego można było się spodziewać po miesięcznych danych za ostatnie miesiące 2008 roku), perspektywy na ten rok pozostają pesymistyczne.

▪ Dane za styczeń nie były znacząco różne od naszych oczekiwań, więc utrzymujemy prognozę wzrostu gospodarczego w tym roku na poziomie 1,2%. Wciąż jednak istnieje ryzyko w dół ze względu na możliwość gorszych prognoz dla świata.

## Styczniowa produkcja potwierdza wyraźne spowolnienie

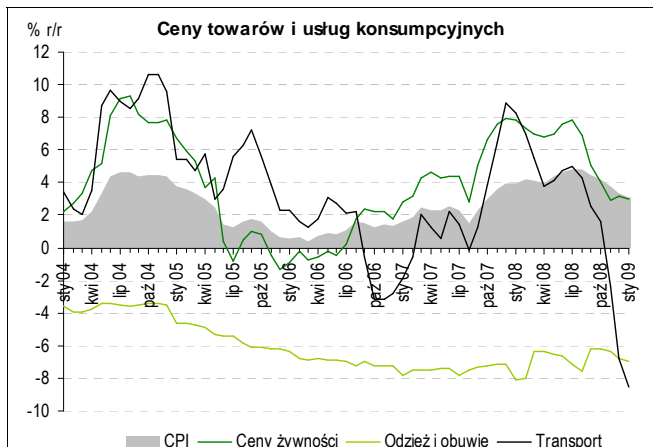
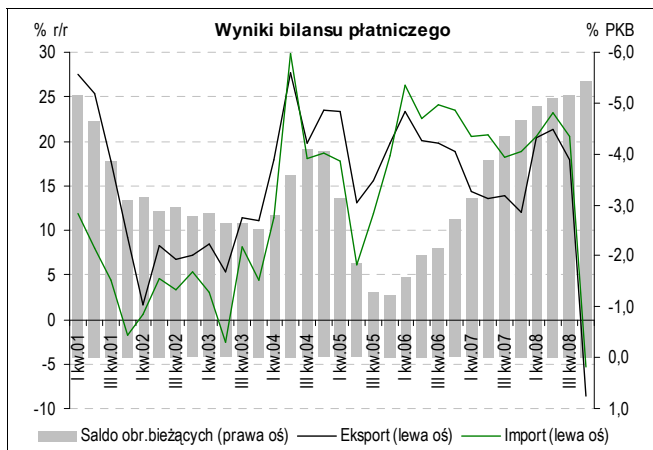
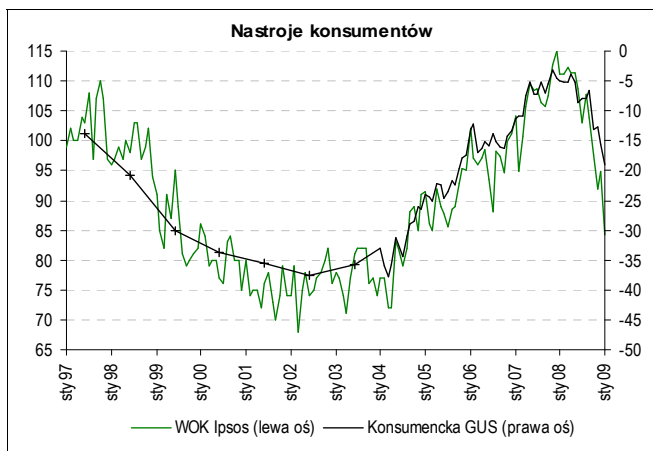
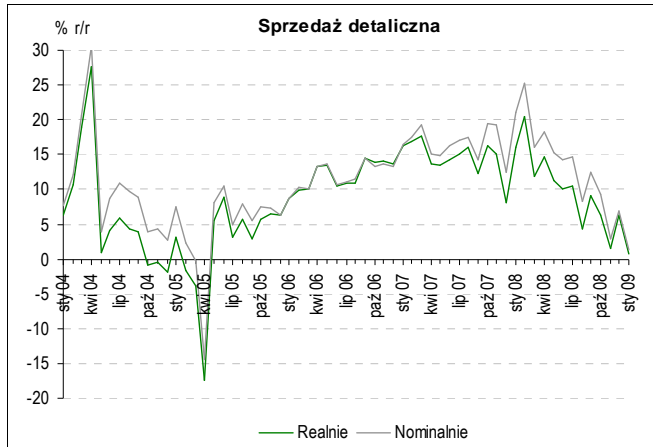
▪ Produkcja sprzedana przemysłu spadła w styczniu o 14,9% r/r, niemal zgodnie z naszą prognozą (-15,1%) i mocniej niż przewidywał konsensus rynkowy (-12,4%). Spadek skorygowany o czynniki sezonowe wyniósł 12,7% r/r.

▪ Oznacza to bardzo wyraźne pogłębienie załamania w polskim przemyśle na początku roku (to największa skala spadków od początku danych jakimi dysponujemy, tj. od 1993 r.). Źródłem spadku produkcji najprawdopodobniej jest głównie ostre wyhamowanie popytu zagranicznego na krajowe produkty, wynikające z recesji u naszych głównych partnerów handlowych – najgłębsze spadki występują w sektorach kierujących dużą część produkcji na eksport, które jeszcze niedawno ciągnęły w górę statystyki przemysłu.

▪ Nawet biorąc pod uwagę, że pewien wpływ na styczniowy wynik miała mniejsza o 1 liczba dni roboczych w porównaniu z analogicznym miesiącem sprzed roku, a także zmiana metodologiczna, wynikająca z przejścia na nową klasyfikację PKD, dane o produkcji przemysłowej potwierdzają bardzo mocne wyhamowanie aktywności w sektorze przetwórczym, co zapowiada znaczną skalę osłabienia dynamiki PKB.

▪ Lepiej wyglądała w styczniu sytuacja w budownictwie, gdzie zanotowano wzrost produkcji o 7,4% r/r, wyraźnie powyżej oczekiwań. Wydaje się, że realizacja projektów w budownictwie trwa dłużej, w związku z czym dostosowanie produkcji może nadejść z opóźnieniem. Biorąc pod uwagę informacje z firm budowlanych o wstrzymywaniu nowych projektów oraz spadek dostępności finansowania należy się spodziewać, że również w tym sektorze nastąpi wyraźne wyhamowanie wzrostów, najdalej w II kw. br. Oczywiście dla sektora budowlanego kluczowy jest popyt krajowy, w związku z czym recesja za granicą nie oddziałuje tutaj bezpośrednio.

## Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

### Konsumenci również coraz bardziej pesymistyczni

▪ Sprzedaż detaliczna wzrosła w styczniu o 1,3% r/r wobec wzrostu o 6,9% r/r w grudniu i przeciętnie o 13,7% r/r w 2008 r. Choć dane były nieco lepsze od prognoz, to potwierdziły, że wraz z pogorszeniem sytuacji na rynku pracy i związanymi z tym negatywnymi zmianami nastrojów konsumentów popyt konsumpcyjny stopniowo słabnie, co oprócz załamania eksportu i aktywności inwestycyjnej będzie negatywnie wpływać na tempo wzrostu gospodarczego w tym roku.

▪ Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej spadł w lutym do -26,4 pkt (-18,9 pkt miesiąc wcześniej). Wskaźnik wyprzedzający zmniejszył się do -41,2 z -31,6, osiągając poziom z I połowy 2004 roku. Te niekorzystne tendencje wynikają z pogorszenia się wszystkich podstawowych czynników wpływających na kształtowanie się konsumpcji gospodarstw domowych, a więc ocen sytuacji finansowej gospodarstw domowych i ogólnej sytuacji gospodarczej kraju, obecnego dokonywania ważnych zakupów, możliwości oszczędzania pieniędzy i oczekiwanych zmian w poziomie bezrobocia.

▪ Taka ocena konsumentów nie powinna dziwić w obliczu napływających danych z rynku pracy. Stopa bezrobocia rejestrowanego na koniec stycznia wzrosła do 10,5%, co oznacza, że w pierwszym miesiącu tego roku miesięczny przyrost bezrobocia był rekordowo silny (1pp i 160 tys. osób). Tak silnego przyrostu nie było nawet w analogicznym okresie w czasie spowolnienia gospodarczego w latach 2000-2002.

▪ Choć płace w styczniu wzrosły bardziej niż oczekiwano (8,1% r/r wobec 5,4% w grudniu), to z ich interpretacją wiąże się pewne trudności - istnieje niepewność co do efektu zmiany zbiorowości przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 9 osób, dla których podawane są statystyki. Wciąż oczekujemy, że w kolejnych miesiącach dynamika płac spowolni.

### Załamanie w handlu zagranicznym

▪ Deficyt obrotów bieżących w grudniu wyniósł 1,92 mld €, do czego przyczynił się przede wszystkim mocny spadek eksportu (o 16,4% r/r) i mniejszy, ale znaczny spadek importu (o 13,5%).

▪ Spadek obrotów handlowych był głębszy od oczekiwań, które wskazywały na -10,8% dla eksportu (nasza prognoza -11,6%) i -8,9% dla importu (nasz prognoza -14,5%). Miesięczny wolumen eksportu w euro spadł do poziomu sprzed trzech lat (6,8 mld).

▪ Dane potwierdziły nasze przewidywania, wskazujące, że na początku 2009 roku zobaczymy załamanie obrotów handlowych w o wiele większej skali, bliskiej 30% r/r. Równocześnie import też mocno hamuje i możliwe, że w kolejnych miesiącach za sprawą rekordowej deprecjacji złotego i osłabienia popytu krajowego jego spadki będą nawet głębsze niż eksportu, co spowoduje pozytywny wpływ eksportu netto na PKB w tym roku.

### Inflacja w lutym nieco wzrosła, ale później spadnie

▪ Inflacja wyniosła w styczniu 3,1%, co było zgodne z naszymi oczekiwaniami, choć poniżej prognozy Ministerstwa Finansów (3,2%) i powyżej konsensusu rynkowego (2,9-3,0%).

▪ Wzrost cen w skali miesiąca wyniósł 0,5%, za co odpowiedzialny był przede wszystkim wzrost cen żywności (0,9%) i wzrost cen w kategorii użytkowanie mieszkanka i nośniki energii (2,3%). Z kolei pozytywną niespodzianką był spadek cen w transporcie (o 2,7%), w związku ze spadkiem cen paliw.

▪ Dane miały charakter wstępny ze względu na przeliczanie CPI według nowego koszyka wag. Czynnikiem ten stanowi dodatkowe ryzyko przy prognozowaniu inflacji za luty, co jest odzwierciedlone w szerokim przedziale prognoz (2,9-3,6%). Oczekujemy wzrostu inflacji w lutym, ale kolejne miesiące przyniosą jej spadek w kierunku celu inflacyjnego.

# Rynek nieruchomości

Średnie ceny ofertowe mieszkań na rynku wtórnym w styczniu

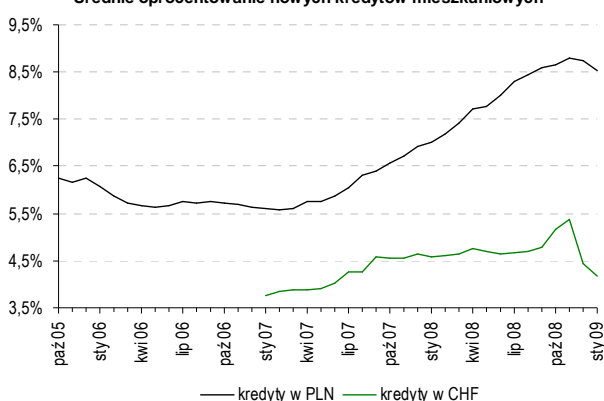
Miasto	Cena (1 m <sup>2</sup> )	Zmiana 1M (%)	Zmiana 12M (%)
Białystok	4 420	-0,5	-5,0
Bydgoszcz	4 239	-1,7	-2,1
Gdańsk	6 456	-0,2	-9,8
Gdynia	6 984	-1,0	-2,8
Katowice	4 123	-0,4	-12,4
Kraków	7 358	-0,2	-10,8
Lublin	5 000	-2,4	-3,4
Łódź	4 280	-1,9	-10,1
Poznań	5 750	-1,1	-8,4
Rzeszów	4 493	-1,6	-9,0
Sopot	10 590	-0,7	-4,6
Szczecin	4 923	-1,8	-5,0
Warszawa	9 144	-0,3	-4,4
Wrocław	6 824	-0,7	-9,0

Zródło: Oferty.net

## Ceny mieszkań nadal spadają

- Najnowsze raporty nt. sytuacji na rynku nieruchomości potwierdzają kontynuację spadkowej tendencji cen. Wg danych serwisu Oferty.net, w styczniu średnie ofertowe ceny mieszkań obniżyły się we wszystkich badanych lokalizacjach, a roczne tempo spadku w kilku miastach przekroczyło 10% r/r.
- Wg raportu Open Finance dot. cen transakcyjnych, w lutym utrzymały się dwucyfrowe spadki (r/r), największe w Gdańsku (-13,9%), Wrocławiu (-12,5%) i Krakowie (-12,4%).
- Część pośredników sygnalizuje spadek podaży nowych ofert sprzedaży mieszkań, wynikający z mocnej redukcji cen oraz braku atrakcyjnych sposobów zainwestowania kapitału (niepewność na rynkach finansowych). Może to ograniczać skalę spadku cen w kolejnych miesiącach. Choć z drugiej strony na razie nie można oczekiwać ożywienia popytu.

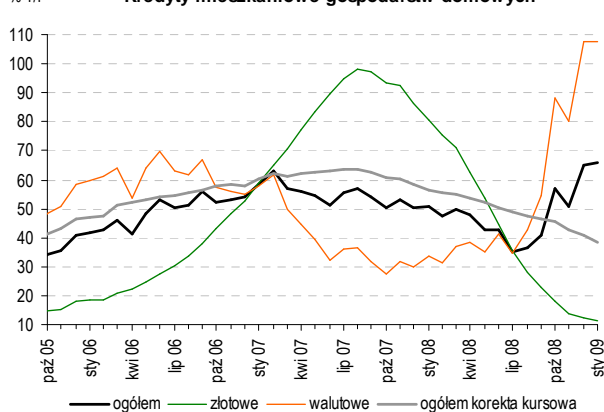
Średnie oprocentowanie nowych kredytów mieszkaniowych



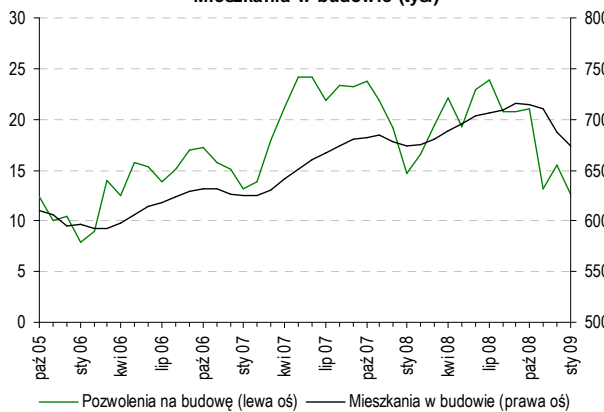
## Kredyty nieco tańsze, ale trudno dostępne

- Mocne cięcia stóp dokonane w ostatnich miesiącach przez banki centralne zaowocowały spadkiem oprocentowania kredytów mieszkaniowych. Spadek ten jest jednak o wiele słabszy niż skala obniżek stóp podstawowych.
- W przypadku nowych umów kredytowych, proces ten jest osłabiany przez wyraźny wzrost marż, które banki podnoszą w reakcji na rosnące ryzyko kredytowe i niepewność makroekonomiczną. Wg danych NBP, w styczniu średnia marża dla nowych umów kredytów mieszkaniowych w złotych przekroczyła 3 pkt. proc., dla kredytów w CHF wzrosła do 3,6 pkt. proc.
- Rzeczywisty dostęp do finansowania jest również ograniczony przez dalsze zaostrzenie przez banki pozostałych kryteriów udzielania kredytów mieszkaniowych (szczególnie w walutach obcych).
- W przypadku zadłużenia we frankach szwajcarskich średnie oprocentowanie spadło wprawdzie bardzo znacząco, ale koszty obsługi już zaciągniętych kredytów podnosi deprecjacja złotego, który w ciągu pół roku osłabił się do franka o ok. 60%.
- Bardzo silny wzrost zadłużenia z tytułu kredytów mieszkaniowych w styczniu (o ponad 10 mld zł wobec grudnia oraz 66% r/r) był po raz kolejny spowodowany efektem kursowym. Wg naszych szacunków, biorąc pod uwagę korektę związaną z deprecjacją złotego, dynamika kredytów mieszkaniowych spowolniła w styczniu do ok. 38% r/r.
- Wprawdzie dochodowa dostępność mieszkań powinna stopniowo rosnąć w kolejnych miesiącach, za sprawą spadku cen nieruchomości i oprocentowania kredytów, przy słabszym, ale jednak trwającym wzroście płac; niemniej jednak popyt zapewne pozostanie przez dłuższy czas wygaszony ze względu na pogarszającą się sytuację w gospodarce i na rynku pracy.

Kredyty mieszkaniowe gospodarstw domowych



Mieszkania w budowie (tys.)



## Podaż mieszkań hamuje

- Liczba mieszkań oddanych do użytku w styczniu była drugi miesiąc z rzędu wyraźnie wyższa niż w analogicznym okresie poprzedniego roku (wzrost 33,5% r/r). Podejrzewamy, że podobnie jak w grudniu miało to związek z wejściem w życie od nowego roku przepisów o świadczeniach energetycznych i eliminacją podatkowej ulgi meldunkowej.
- Równocześnie, nasilają się sygnały zapowiadające osłabienie przyszłej podaży na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Wyraźnie hamuje liczba wydawanych pozwoleń na budowę (-14% r/r) oraz liczba nowo rozpoczętych budów (-42% r/r). Liczba mieszkań w budowie również systematycznie się zmniejsza od połowy ub.r.

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

## Pod lupą: Bank centralny

### Fragmety lutowego komunikatu RPP

W ostatnim okresie nastąpiło silne osłabienie walut krajów Europy Środkowo-Wschodniej, w tym złotego, czemu towarzyszył znaczny wzrost zmienności jego kursu. W ocenie Rady kurs złotego jest obecnie słabszy od kursu równowagi i nie odzwierciedla relatywnie korzystnego stanu i perspektyw polskiej gospodarki.

Spadek inflacji [w styczniu] wynikał przede wszystkim z obniżenia się cen paliw, choć skala jej spadku ograniczona została silnym wzrostem cen regulowanych (nośników energii oraz usług związanych z użytkowaniem mieszkania) oraz deprecjacją kursu złotego. (...) W ocenie Rady, w najbliższych miesiącach inflacja może przejściowo nieznacznie wzrosnąć ze względu na wzrost cen kontrolowanych, w tym przede wszystkim cen energii elektrycznej oraz paliw.

W średnim okresie, recesja w gospodarce światowej przyczyniająca się do spowolnienia krajowego wzrostu gospodarczego będzie oddziaływać w kierunku ograniczenia presji inflacyjnej w Polsce. W kierunku ograniczenia popytu, a przez to presji inflacyjnej oddziałuje również zaostrzenie warunków przyznawania kredytów przez banki. W kierunku wzrostu cen będzie natomiast oddziaływać obserwowana w ostatnich miesiącach znacząca deprecjacja złotego. Osłabienie kursu złotego zwiększa także złotą wartość walutowych zobowiązań podmiotów gospodarczych (zarówno gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw), co może przyczynić się do obniżenia popytu krajowego.

Rada oceniła prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego za wyższe od prawdopodobieństwa, że inflacja będzie wyższa od celu i podjęła decyzję o obniżeniu stóp proc.

Rada Polityki Pieniężnej realizuje strategię bezpośredniego celu inflacyjnego w warunkach płynnego kursu walutowego. W ramach tej strategii Narodowy Bank Polski może stosować instrumenty bezpośrednio wpływające na kurs złotego.

Czynnikiem sprzyjającym łagodzeniu polityki pieniężnej może być zachowanie dyscypliny sektora finansów publicznych. 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 mechanizmu kursowego ERM II i 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 i inflacji w kolejnych Raportach o inflacji

PKB	Lut 08	Cze 08	Paź 08	Lut 09
2009	3,5-6,1	3,4-6,2	1,9-3,7	0,3-1,9
2010	3,6-6,9	3,8-6,8	2,7-4,5	1,2-3,3
2011	-	-	-	2,5-4,8
CPI	Lut 08	Cze 08	Paź 08	Lut 09
2009	2,6-4,9	2,5-5,8	3,9-5,7	2,5-3,9
2010	2,1-4,8	0,1-5,7	1,9-4,5	0,5-3,2
2011	-	-	-	-0,9-2,6

Uwaga: Według projekcji NBP wzrost PKB i inflacja CPI ukształtują się w podanych przedziałach z prawdopodobieństwem wynoszącym 50%

### Fragmety raportu NBP nt. przyjęcia euro w Polsce

W długim okresie łączny wzrost PKB z tytułu zamiany złotego na euro może sięgać 7,5%, z czego, jak wskazują przeprowadzone badania, większą część zmaterializowana zostanie w ciągu pierwszych 10 lat po przystąpieniu do strefy euro. Oznacza to, że w tym okresie roczne tempo wzrostu PKB może być o ok. 0,7 pp rocznie większe niż w przypadku pozostawania poza strefą euro.

Zarówno teoria ekonomii, jak i prowadzone badania wskazują, że akumulacja kosztów i zagrożeń w czasie może kształtować się odwrotnie niż w przypadku korzyści. Koszty będą w dużym stopniu skoncentrowane we wczesnym etapie, podczas gdy korzyści pośrednie nie będą wtedy jeszcze w pełni widoczne.

Przeprowadzona ocena wpływu trwającego kryzysu na bilans korzyści i kosztów wprowadzenia euro w Polsce nie zmienia wydzwięku ogólnych wniosków płynących z Raportu. Wskazują one, że w długim okresie gospodarka Polski powinna odnieść korzyści z integracji ze strefą euro, pod warunkiem odpowiedniego przygotowania. Niemniej, właściwy wybór momentu wprowadzenia euro będzie mieć kluczowe znaczenie dla kształtowania się bilansu korzyści i kosztów w krótkim okresie.

### Rada ponownie obniża stopy, ale ostrożnie

W lutym RPP obniżyła stopy w mniejszej skali niż w grudniu i styczniu. Zapewne podobnie jak w poprzednich miesiącach Rada była podzielona i rozważała obniżki w różnej skali, a argumentem który przeważał za redukcją tylko o 25 pb było osłabienie złotego. Głównymi argumentami za kolejną obniżką stóp było oczekiwane znaczące spowolnienie wzrostu gospodarczego, co zostało odzwierciedlone w nowej projekcji PKB. Co prawda, Rada uważa, że inflacja może nawet wzrosnąć w najbliższych miesiącach ze względu na wzrost cen regulowanych, jednak będzie to wg RPP zjawisko przejściowe. Naszym zdaniem, wydzwięk lutowego komunikatu oraz nowa projekcja PKB i CPI, sugerują, że cykl obniżek stóp będzie kontynuowany w najbliższych miesiącach.

Lutowy komunikat zawierał stwierdzenia dotyczące kursu walutowego, czego można się było spodziewać po tym jak przed posiedzeniem RPP nastąpiła skoordynowana „werbalna interwencja” banków centralnych w regionie. Po pierwszej Rada uznała, że obecny kurs złotego jest niedowartościowany, a po drugie zgodnie z zapisem *Założeń polityki pieniężnej* przypomniła, że może stosować instrumenty bezpośrednio wpływające na kurs walutowy. W tym kontekście istotne jest, że 2 dni przed posiedzeniem RPP ze strony banków centralnych Czech, Polski, Rumunii i Węgier popłynęły na rynek komunikaty o tym, że będą one dokonywać wspólnej oceny sytuacji na rynku walutowym i podejmować działania w celu uniknięcia niekorzystnego wpływu wahań kursowych.

Ponadto, Rada po raz kolejny podtrzymała opinię, że przystąpienie Polski do ERM2 powinno nastąpić po uzyskaniu poparcia politycznego dla zmian w konstytucji, co stoi w sprzeczności z planami rządu zakładającymi wejście do ERM2 w 2009, przy braku zgody PiS na zmianę konstytucji.

### Projekcja inflacji i PKB przemawia za kolejnymi obniżkami

Centralna projekcja NBP zakłada spadek dynamiki PKB w 2009 r. do 1,1%, blisko naszych oczekiwań. Jesteśmy jednak nieco bardziej optymistyczni, jeśli chodzi o lata 2010-2011 i przewidujemy odbicie dynamiki PKB do odpowiednio 2,5% i 4,0%. W latach 2009-2010 dynamika PKB wg projekcji będzie niższa niż potencjalne tempo wzrostu, co przyczyni się do zwiększenia luki popytowej w tym okresie.

Rozszerzenie luki popytowej w latach 2009-2010 przekłada się na poprawę perspektyw inflacji wg NBP. Projekcja inflacji dla tego roku (3,2%) jest wyższa od naszych prognoz (ok. 2,5%), ale wskazywany przez projekcję spadek inflacji w 2010 i 2011 jest bardziej optymistyczny niż w naszych prognozach i jeśli w oczach RPP wyda się wiarygodny, to będzie stanowił argument za kontynuacją łagodzenia polityki pieniężnej.

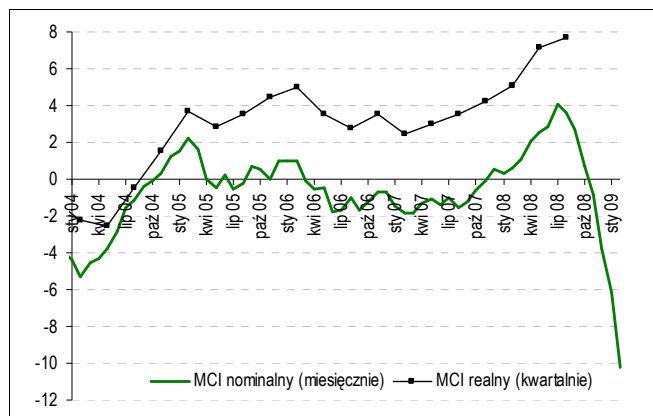
### Nowy raport o skutkach przyjęcia euro w Polsce

Nowy raport NBP nt. skutków przyjęcia euro w Polsce potwierdził, że w długim okresie zastąpienie złotego przez wspólną walutę będzie dla Polski korzystne.

Jednocześnie jednak raport podkreśla, że realizacja pozytywnego bilansu korzyści i kosztów ma charakter warunkowy, tzn. możliwa będzie przy odpowiednim przygotowaniu (np. przeprowadzeniu reform strukturalnych uelastyczniających mechanizmy dostosowawcze).

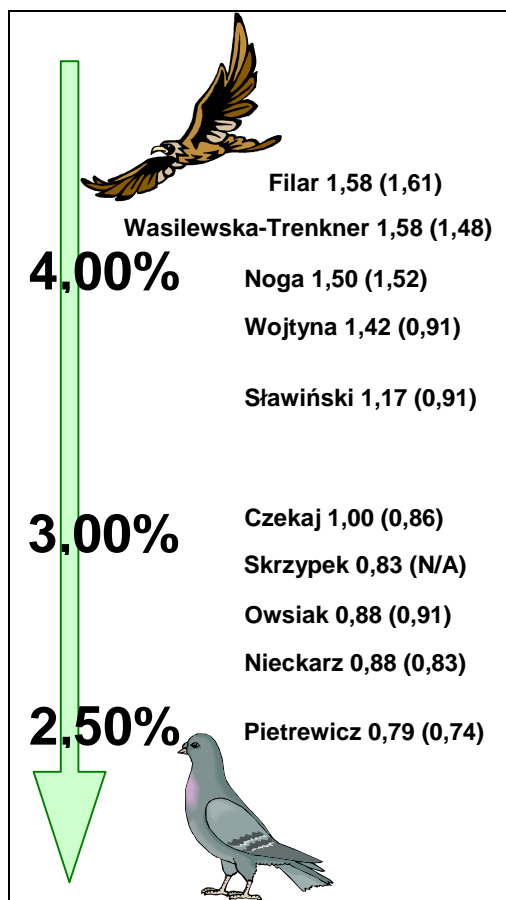
Autorzy raportu wskazują, że w warunkach globalnego kryzysu i związanej z tym niepewności co do zdolności Polski do spełnienia kryteriów z Maastricht (w tym stabilności kursowej) moment wejścia do ERM2 powinien zostać przemyślany. Ich zdaniem trudno znaleźć argumenty ekonomiczne za wejściem do ERM2 w obecnych warunkach.

## Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



### MCI nadal stromo w dół

- Zgodnie z oczekiwaniami biorącymi pod uwagę silną tendencję spadkową WIBOR i wzrostową EURPLN, nominalny MCI zanotował w lutym kolejny wyraźny spadek – odchylenie od szacowanego przez nas długoterminowego trendu w stronę złagodzenia polityki pieniężnej zwiększyło się zarówno w przypadku WIBOR3M (w dół), jak i EURPLN (w górę).
- Należy jednak pamiętać, że ze względu na dynamizm i skalę osłabienia złotego, jego wpływ na stopień restrykcyjności nie jest jednoznaczny. Deprecjacja złotego osiągnęła taką skalę i następowała w takim tempie, że wywołuje pewne efekty zaostrzające efektywnie politykę pieniężną (np. negatywny wpływ na pozycję kapitałową banków). Dlatego rzeczywiste złagodzenie polityki pieniężnej jest słabsze niż wskazuje MCI.



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

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

Kierunek 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.

### Polaryzacja poglądów w RPP

Zmiany w naszym indeksie restrykcyjności członków RPP, uwzględniające ujawnione w nowym *Raporcie o inflacji* wyniki wszystkich głosowań Rady na posiedzeniach od września do grudnia, wskazują na polaryzację poglądów polskich bankierów centralnych. Nastąpił bowiem wzrost rozpiętości pomiędzy skrajnymi „jastrzębiami” (Wasilewska-Trenkner i Filar), a najbardziej radykalnym „gołębiem” Mirosławem Pietrewiczem. Poza tym, uwagę zwraca przesunięcie pod względem wartości indeksu prezesa NBP Sławomira Skrzyпка za dwóch innych „gołębi” (Owsiak i Nieckarz) ze względu na fakt, że tylko on wraz z Mirosławem Pietrewiczem opowiadali się w listopadzie za obniżką o 50 pb. Niemniej, pomimo zmiany wartości indeksu, nie zmieniamy pozycji szefa NBP w kierunku „gołębiego” bieguna naszej osi restrykcyjności z powodu jego zaangażowania w omawianą na poprzedniej stronie skoordynowaną interwencję werbalną banków centralnych w regionie, co wg nas obniża skłonność prezesa Skrzyпка do głębokich obniżek stóp (choć jego najnowsze wypowiedzi wskazują, że nadal istnieje pole do obniżek stóp, a jednocześnie możliwość obniżenia stopy depozytowej do 0% i redukcji stopy rezerw obowiązkowych). Jedno pozostaje niezmiennie (od połowy 2005 r., czyli dłużej niż od początku kadencji obecnego prezesa NBP w styczniu 2007 r.) – nadal tylko sposób głosowania Jana Czekaja pokrywa się dokładnie ze wszystkimi decyzjami Rady.

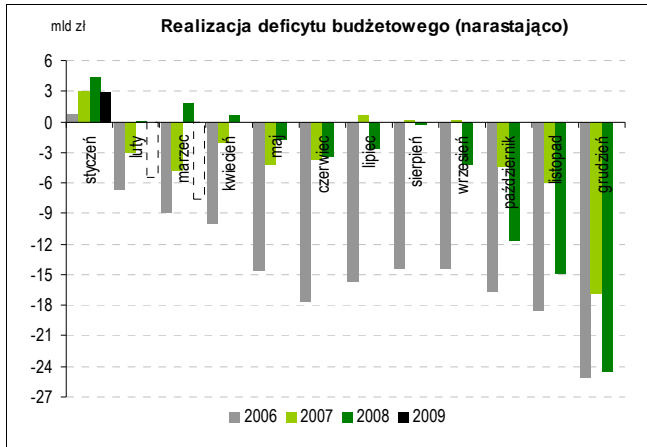
### Czekaj czeka na nowe dane

W krótkim wywiadzie dla Reutersa 2 marca po publikacji danych o PKB za IV kw. Jan Czekaj powiedział, że są one zgodne z oczekiwaniami. Dodał, że „ewentualna obniżka stóp procentowych w marcu nie jest przesądzona” i będzie zależeć „od napływających danych, w tym przede wszystkim danych o produkcji przemysłowej, inflacji i kursu złotego”. Zdaniem Czekaja złoty rozluźnia politykę pieniężną, co zawęża pole dla obniżek stóp procentowych w Polsce. Naszym zdaniem, przy względnej stabilizacji kursu złotego do marcowego posiedzenia Rady i prognozowanych przez nas słabych danych o produkcji (i innych wskaźnikach aktywności gospodarczej) oraz biorąc pod uwagę, że przejściowy wzrost inflacji w lutym jest spodziewany przez RPP, prof. Czekaj opowie się za kolejną obniżką. W wywiadzie dla CNBC z 5 marca powiedział on, że jeśli Rada będzie obniżała stopy, to skala ruchów wynosiłaby 25-50pb, choć nie wykluczył powrotu do 75pb przy znacznym pogorszeniu perspektyw wzrostu. W sumie, wypowiedzi Czekaja wspierają nasze oczekiwania, że stopa referencyjna w tym roku może spaść do 3%, najprawdopodobniej w krokach po 25 pb. Głównym czynnikiem ryzyka dla naszej prognozy jest zachowanie złotego.

### Nawet jastrzębie nie wykluczają obniżek

Najbardziej radykalni „jastrzębie” (Filar, Wasilewska-Trenkner) opowiadają się za przerwą w obniżkach stóp, jako przyczynę wskazując głównie na osłabienie złotego (nasilone w połowie lutego) oraz uniknięcie związanej z tym zmianami stopy dodatkowej destabilizacji sytuacji na rynkach (zdaniem Filara z tego powodu należy również zakończyć spory nt. terminu wejścia do ERM2 i strefy euro). Niemniej, oczekiwania na kontynuację obniżek stóp wzmacniają wypowiedzi innych „jastrzębi” z RPP. Zdaniem Mariana Nogi inflacja jest obecnie pod kontrolą i Rada ma pole do złagodzenia polityki monetarnej. Nie wyklucza on jeszcze jednej bądź dwóch obniżek stóp (w skali 25 pb). Przekonanie o tym, że w marcu RPP po raz kolejny rozważać będzie obniżkę stóp wyraził Andrzej Wojtyła, choć jego zdaniem w tym miesiącu RPP nie może sobie pozwolić na więcej niż 25 pb. Umiarkowanie „jastrzębi” Andrzej Sławiński zasugerował kolejne obniżki, ponieważ wg niego RPP musi reagować na zmiany (dalsze pogorszenie) prognoz gospodarczych.

## Pod lupą: Rząd i polityka



### Wypowiedzi przedstawicieli MF w sprawie budżetu

#### Jacek Rostowski, minister finansów, PAP, 5 marca

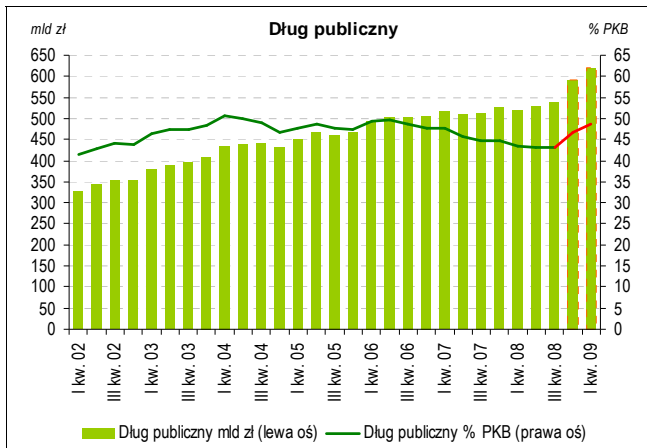
Tegoroczny budżet będzie należał do najtrudniejszych po zakończeniu okresu transformacji. Rząd ma plan awaryjnych oszczędności na wypadek gorszych wskaźników PKB i niższej inflacji, która powoduje niższe dochody budżetu. Nie zawahamy się też, jeśli będzie potrzeba nowelizacji budżetu

#### Ludwik Kotecki, wiceminister finansów, Polskie Radio 1, 6 marca

Można dopuścić, że deficyt nominalny zostanie trochę zwiększony, ale strukturalnie nie powinien się zwiększyć w stosunku do zeszłego roku.

#### Elżbieta Suchocka-Roguska, wiceminister finansów, PAP, 6 marca

Ministerstwo Finansów nie przewiduje obecnie zwiększenia deficytu budżetu. Mówiąc o nowelizacji minister Rostowski miał na myśli poczynienie zmian w ramach tych oszczędności, które zostały dokonane. (...) Deficyt w kolejnych miesiącach będzie narastał. W I połowie roku może on być większy (niż zakładany). To nie jest dramat, gdyż jest tak, że dochody w I poł roku są niższe



### Wypowiedzi w sprawie euro

#### Jacek Rostowski, minister finansów, PAP, 2 marca

Naszym celem jest przystąpienie do ERM2 w I połowie roku, o ile to będzie możliwe. (...) Martwi mnie turbulencja naszej waluty. Kurs zmienia się zbyt gwałtownie. Chcemy przystąpić do ERM2, gdy rynki się trochę uspokoją. (...) Wejście do strefy euro nie jest dogmatem, ale jest zasadniczym kierunkiem polityki gospodarczej. Dlatego, jeżeli wystąpią zjawiska (niekorzystne) (...) wejście może nastąpić nieco później.

#### Zbigniew Chlebowski, szef klubu PO, PAP, 4 marca

W sytuacji, jaka obecnie panuje na rynkach walutowych na pewno nie będzie zgody ani ze strony EBC, ani naszego rządu na przystąpienie do mechanizmu ERM2. (...) Trzeba wziąć pod uwagę, że jeżeli nie uda się uspokoić sytuacji na rynku walutowym, to kolejna tura rozmów może się odbyć jesienią.

#### Witold Koziński, wiceprezes NBP, 9 marca

Jeśli chodzi o rozmowy z EBC jesteśmy gotowi do rozpoczęcia tych rozmów wspólnie z MF. Do tej pory nie mieliśmy jeszcze okazji takich rozmów prowadzić.

### Po nadwyżce w styczniu, duży deficyt budżetu w lutym

Według danych Ministerstwa Finansów, budżet państwa miał w styczniu nadwyżkę 2,9 mld zł. To wynik zbliżony do tych, które zanotowano w pierwszym miesiącu roku 2007 i 2008, kiedy koniunktura gospodarcza była wyjątkowo dobra.

Tak dobry wynik to zapewne efekt m.in. przesunięcia części dochodów z końca 2008 r. Równocześnie wyraźnie przyspieszył wzrost wydatków, szczególnie dotacji dla FUS oraz na obsługę długu zagranicznego i krajowego.

MinFin szacuje, że po dwóch miesiącach roku budżet miał deficyt ok. 5,5 mld zł (ok. 30% rocznego planu). Oznacza to, że w samym lutym niedobór wyniósł prawie 8,5 mld zł, czyli był znacznie wyższy nawet niż w wyjątkowo trudnych dla budżetu latach 2001-2003. Szacunki MF wskazują na wyraźne spowolnienie wzrostu dochodów w lutym przy nadal wysokim wzroście wydatków.

### Czy konieczna będzie nowelizacja?

Dane napływające z gospodarki potwierdzają, że spowolnienie wzrostu PKB będzie mocniejsze niż zakłada rząd, w związku z czym rośnie ryzyko przekroczenia planowanego deficytu. Jak dotąd tylko wiceminister Kotecki przyznał, że jest takie ryzyko. Inni przedstawiciele MF utrzymują, że nie będzie takiej potrzeby.

Niewykluczone, że jeśli sytuacja budżetu mocno się pogorszy, rząd rozważy podwyżkę składki rentowej i zdrowotnej. Wg szefa klubu PO wzrost składki zdrowotnej o 0,5 pkt. da 2,5 mld zł.

Trzeba pamiętać, że kluczowy nie jest deficyt centralny, ale całego sektora finansów publicznych, a tym samym ogólne potrzeby pożyczkowe. Nawet jeśli uda się uniknąć nowelizacji zwiększającej dziurę budżetową, widzimy duże ryzyko, że saldo całego sektora publicznego będzie w tym roku wyraźnie gorsze od założeń planu konwergencji.

### Dług publiczny odbija w górę

W ostatnim kwartale 2008 r. nastąpił mocny wzrost zadłużenia Skarbu Państwa. Na koniec grudnia zadłużenie SP wyniosło 567 mld zł (45% PKB). Za wzrost o ok. 53 mld zł w stosunku do III kw. w ok. 50% odpowiadało osłabienie kursu złotego.

Dane nt. zadłużenia całego sektora finansów publicznych nie są jeszcze dostępne, ale można szacować, że wzrosło ono w podobnej skali, do ok. 47% PKB na koniec IV kw. 2008.

Biorąc pod uwagę przewidywany deficyt budżetu w I kw. i skalę osłabienia złotego, szacujemy, że na koniec marca dług SP i dług publiczny mogą wzrosnąć o kolejne 2% PKB.

Przygotowywana nowa ustawa o finansach publicznych zawiera cztery progi dla długu publicznego (47%, 52%, 55% i 60% PKB), których przekroczenie na koniec roku wymusza dostosowania w kolejnych budżetach.

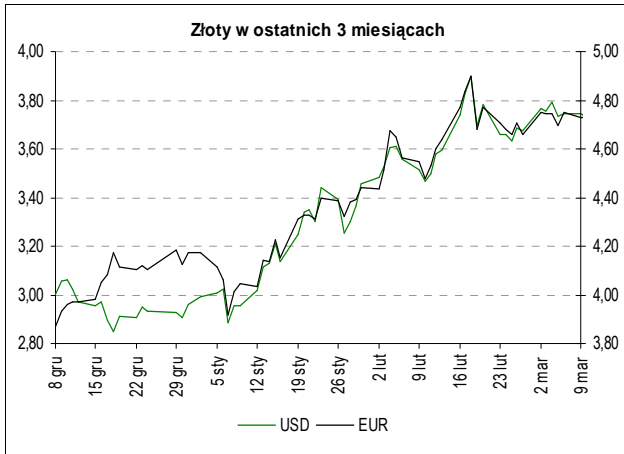
### Wejście do ERM2 i euro raczej nie tak szybko

Wprawdzie przedstawiciele rządu nadal nie wykluczają, że przystąpienie do ERM2 może nastąpić w I połowie br. (co jest konieczne jeśli chcemy wejść do strefy euro w 2012 r. zgodnie z rządową mapą drogową), jednak coraz częściej nawet w ich wypowiedziach pojawiają się wątpliwości i obawy, że sytuacja rynkowa może ten proces opóźnić.

Pojawiły się pogłoski, że Polska rozpoczęła rozmowy z EBC w sprawie ERM2, ale trudno sobie wyobrazić skuteczne negocjacje w tym temacie bez udziału NBP. Tymczasem wiceprezes NBP twierdzi, że bank nie został na razie włączony w proces rozmów.

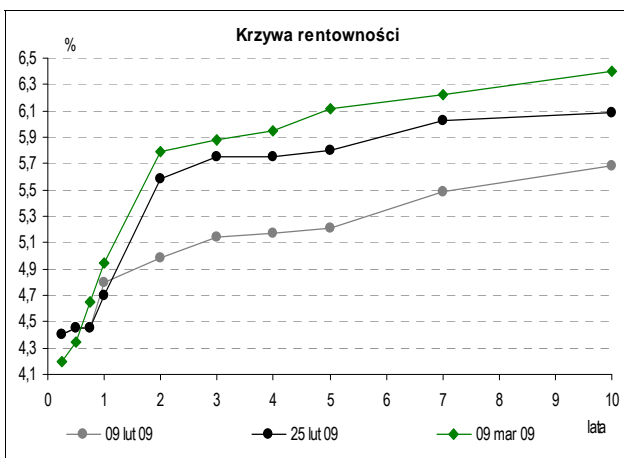
Przedstawiciele UE dość mocno podkreślali ostatnio, że mimo kryzysu nie należy liczyć na rozluźnienie kryteriów z Maastricht czy zmianę innych reguł akcesji do euro (np. skrócenie pobytu w ERM2).

## Monitor rynku



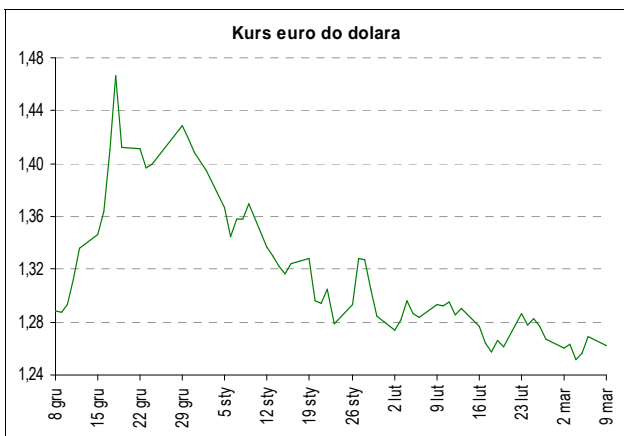
### Złoty stabilniejszy

- W lutym kurs EURPLN zbliżył się do rekordowo wysokiego poziomu 4,93, po czym doszło do odreagowania. Złoty odrobił część strat po interwencjach werbalnych krajowych władz, a także transakcji wymiany walut ze środków z UE na rynku przez resort finansów. Pozytywne opinie o Polsce i skoordynowane działania w banków centralnych i nadzorów finansowych w regionie pomagały stabilizować złotego, który w ostatnim miesiącu zachowywał się znacznie lepiej niż węgierski forint.
- Złotemu nie będą sprzyjać publikowane dane z gospodarki, a ryzykiem do dalszego osłabienia byłaby nowa fala awersji do ryzyka (np. w przypadku bankructwa kraju w regionie). Jednak zakładamy w podstawowym scenariuszu, że złoty będzie stabilizowany przez wymianę walut przez resort finansów i ewentualne interwencje banku centralnego, a w kolejnych tygodniach będzie odrabiał straty w kierunku 4,40 do euro.



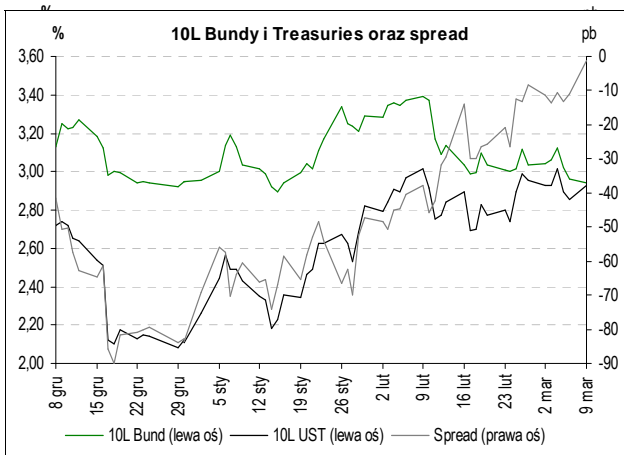
### Dalsze wzrosty stóp rynkowych

- Rynek stopy procentowej był w lutym pod wpływem zachowania kursu złotego. Deprecjacja krajowej waluty wpływała na ograniczenie oczekiwań, co do obniżek stóp procentowych, mimo słabych danych z krajowej gospodarki. Mimo to RPP zdecydowała się zredukować stopy o kolejne 25 pb, co nie wpłynęło na złotego, a przyczyniło się do spadku stóp rynkowych FRA i IRS o krótkim terminie. Rentowności długoterminowych obligacji wzrosły za sprawą utrzymującej się na wysokim poziomie awersji do regionu (obniżki ratingu Ukrainy, i perspektywy ratingu Węgier) oraz obaw o budżet.
- W związku z oczekiwaną kontynuacją obniżek stóp (także w marcu), spodziewamy się spadków stóp krótkoterminowych (<2 lat). Stopy na dłuższy termin mogą znaleźć się pod presją ograniczonego popytu zagranicznego przy wyższej premii za ryzyko wobec obaw o kondycję i wypłacalność gospodarek regionu. Słabe dane makro mogą powodować dalsze wystramianie się krzywej.



### Dolar utrzymuje się na mocnych poziomach

- Dolar zyskiwał na wartości w lutym przy wciąż pogarszających się nastrojach na rynkach światowych wobec wyraźnej przeceny na rynkach akcji i umocnienia bazowych rynków długu. Negatywnie na euro wpływały dane ze strefy euro i USA, ekspozycja na kraje Europy Śr. Wsch. instytucji strefy euro, i informacje S&P o obniżkach ratingów w tym roku oraz objęcie udziałów w Citigroup przez Skarb USA. Aprecjacja dolara była przerywana przez korekcyjne ruchy EURUSD w górę za sprawą wydarzeń, które wspierały apetyty na ryzyko (np. wypowiedzi szefa Fed o braku nacjonalizacji sektora bankowego, zgodne z oczekiwaniami dane o zatrudnieniu w USA).
- Oczekujemy, że dolar pozostanie mocny a kurs EURUSD będzie oscylował w pobliżu 1,27 przez następne tygodnie za sprawą publikacji kolejnych słabych danych z granicą oraz obniżek stóp przez EBC. Oczekujemy, że euro odreaguje w II poł. roku.

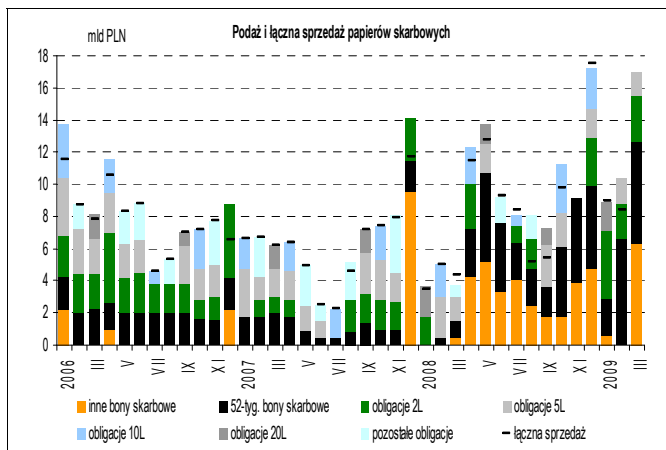
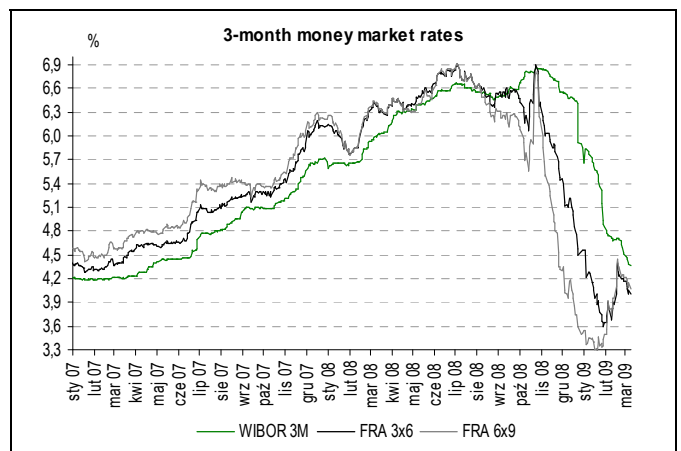
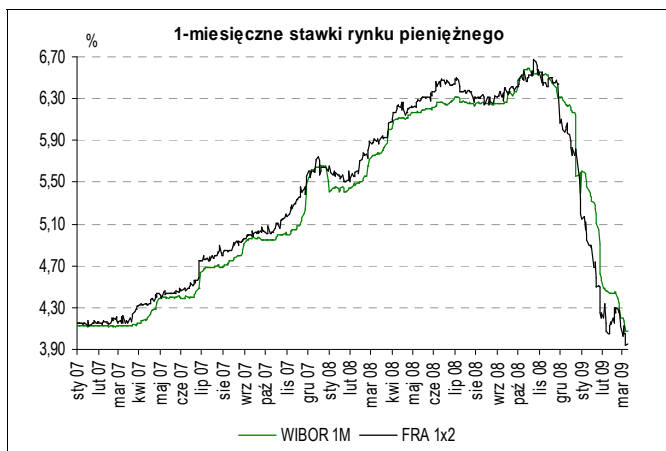
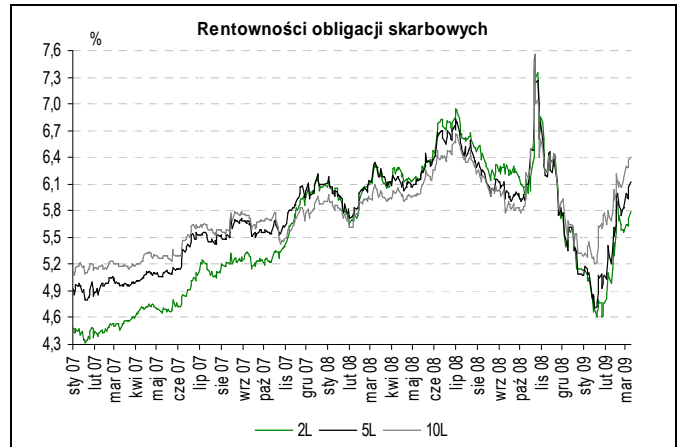
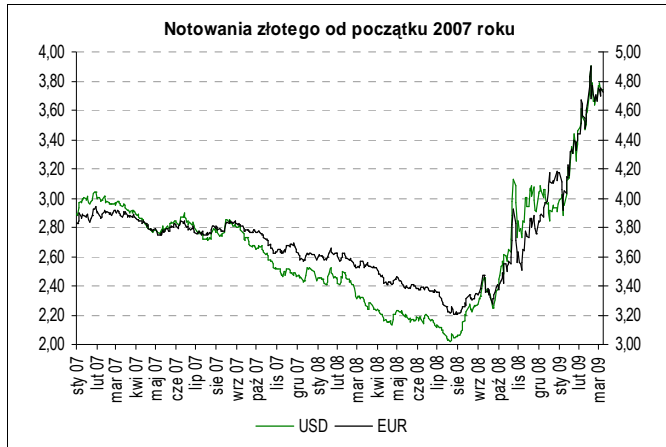


### Awersja do ryzyka przeważa nad obawami o podaż długu

- Na bazowych rynkach długu po zdecydowanym osłabieniu w pierwszych tygodniach tego roku od publikacji poprzedniego raportu doszło do stopniowego odreagowania cen obligacji. Wiązało się to głównie ze wzrostem awersji do ryzyka (negatywne informacje z sektora finansowego – m.in. Citigroup, problemy GM) obniżką stóp procentowych przez EBC i słabymi danymi z USA jak i EMU. Spadkowy ruch rentowności został częściowo zniwelowany przez obawy odnośnie zwiększonej podaży długu w tym roku w związku z rozszerzeniem planów fiskalnych stymulujących czołowe gospodarki.
- Bazowe rynki długu pozostaną pod wpływem dwóch głównych czynników: awersji do ryzyka i obaw o podaż długu. Obligacje w strefie euro mogą wspierać oczekiwania na dalsze obniżki stóp procentowych jeszcze w I poł. tego roku. Prezes EBC, powiedział, że chociaż w najbliższym czasie nie wyobraża sobie spadku stóp w strefie euro do zera, to nie można tego wykluczyć w przyszłości.



# Monitor rynku



**Przetargi bonów skarbowych (mln zł)**

Data przetargu	(OFERTA)*/SPRZEDAŻ			
	52-tyg.	39-tyg.	26-tyg.	13-tyg.
26.01.2009	1000-1100/1100	-	-	-
02.02.2009	900-1000/733	-	-	-
09.02.2009	1500-2500/1997	-	-	-
16.02.2009	1300-1800/1337	-	-	-
23.02.2009	1300-1800/2395	-	-	-
02.03.2009	700-1000/1160	-	300-500/677	-
09.03.2009	1500-1800/1854	-	1100-1400/1400	-
16.03.2009	<1800	-	>1300	-
23.03.2009	-	-	1300-1800	-
30.03.2009	<1800	-	>1300	-
06.04.2009	-	-	-	-
09.04.2009	-	-	-	-
20.04.2009	-	-	-	-

\* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

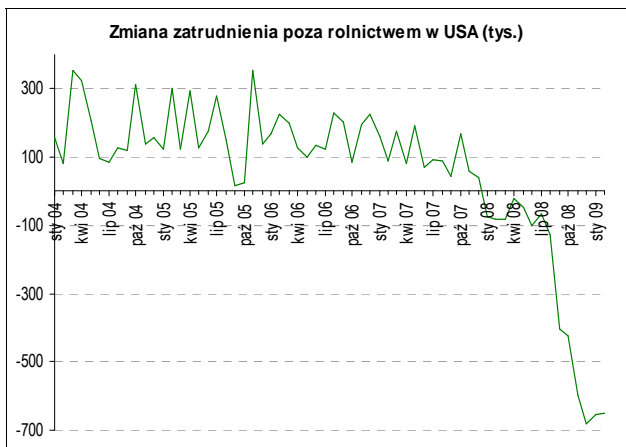
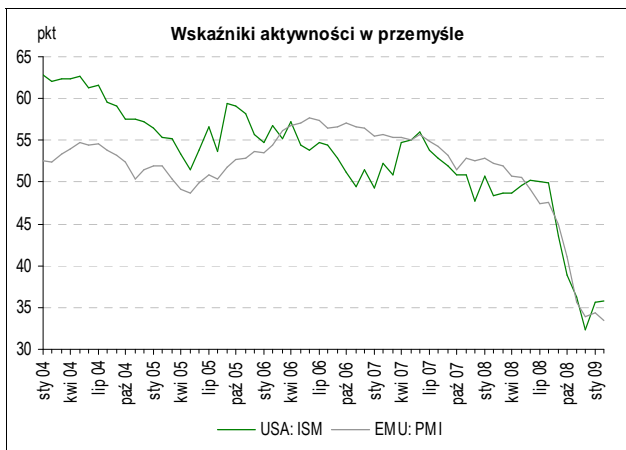
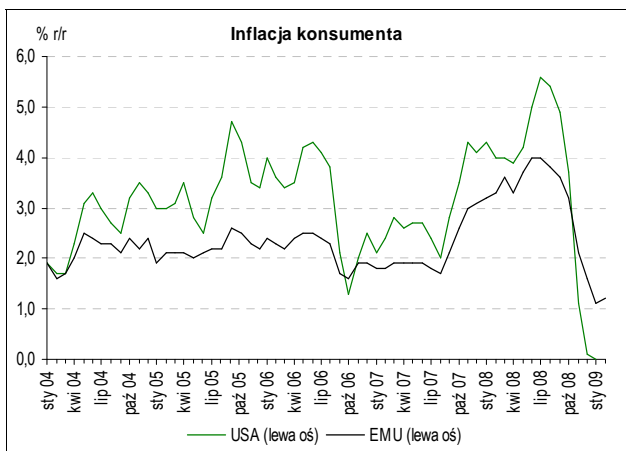
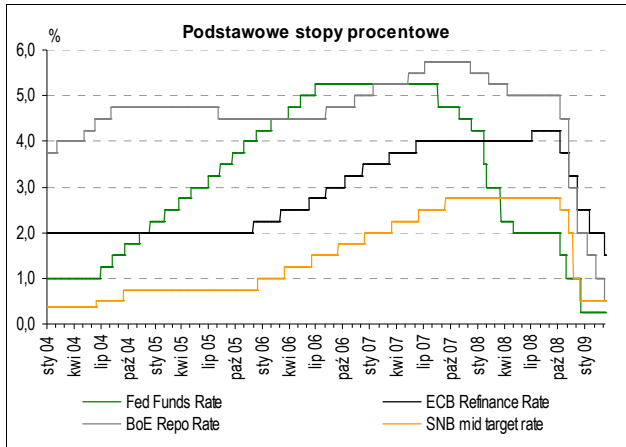
**Przetargi obligacji skarbowych w 2008/2009 r. (mln zł)**

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 Z0823	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	-	-	-	-	18.02	-	-
marzec	04.03	OK0711/PS0414	2760/1500	2550/640	-	-	-	-	11.03	OK0711/PS0414	-
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



## Ilościowe łagodzenie polityki pieniężnej, niska inflacja

▪ Minutes Fed zawierały prognozy, że gospodarka USA może skurczyć się w 2009 r. między 0,5 a 1,3%. Poprzednio przewidywano, że w 2009 r. PKB może w najgorszym przypadku spaść o 0,2%, a w najlepszym wzrosnąć o 1,1%. Dla 2010 roku spodziewany jest wzrost PKB w przedziale 2,5-3,3%, a dla 2011 roku w przedziale 3,8-5%. Wg naszych prognoz PKB w USA spadnie w tym roku o 2,5% i wzrośnie o 1% w 2010 r. Kolejnym krokiem Fed może być skup obligacji skarbowych.

▪ EBC obniżył stopy procentowe o 50 pb, główną do 1,5%, najniższego poziomu w historii. Naszym zdaniem bank będzie kontynuował łagodzenie polityki pieniężnej, obniżając stopę refinansową do 1% do połowy roku. Nie można wykluczyć zastosowania innych metod łagodzenia polityki pieniężnej, np. zakupy krótkoterminowych papierów komercyjnych. Przesłanką do dalszych działań EBC są zrewidowane przez niego w dół prognozy PKB (-2,7% w 2009 r., 0% w 2010 r.) oraz inflacji (0,4% w 2009 r., 1% w 2010 r.). Słabe dane z EMU sugerują, że stopy procentowe mogą pozostać na niskim poziomie także w 2010 r.

▪ Po stóp obniżce o 50 pb (główna stopa 0,5% najniżej w historii od 1694 r.) Bank Anglii zdecydował się zastosować ilościowe łagodzenie polityki pieniężnej.

▪ Finalne dane o inflacji dla strefy euro za styczeń potwierdziły spadek inflacji do 1,1% r/r z 1,6% w grudniu. Według wstępnych szacunków Eurostat dynamika HICP za luty okazała się wyższa od oczekiwań rynku (1,0% r/r) i wyniosła 1,2% r/r.

▪ Dynamika CPI w USA okazała się zgodna prognozami i wyniosła w styczniu 0,3% m/m. W ujęciu rocznym wskaźnik CPI pozostał bez zmian (dynamika najniżej od 1955 r.) wobec oczekiwanego spadku o 0,2% r/r. Z kolei wskaźnik inflacji bazowej pozostał bez zmian w ujęciu miesięcznym wobec oczekiwanego spadku o 0,2% m/m i wzrósł o 1,7% r/r, powyżej rynkowej prognozy 1,5%.

## Stabilizacja wskaźników aktywności, rosnąca stopa bezrobocia

▪ Podczas gdy wskaźniki PMI wskazywały przyspieszenie tempa spadku aktywności gospodarczej w strefie euro, odpowiednie wskaźniki dla USA zasygnalizowały możliwe wyhamowanie narastania negatywnych tendencji w gospodarce amerykańskiej.

▪ Wskaźnik aktywności w przemyśle w USA zaskakująco wzrósł w lutym do 35,8 pkt z 35,6 pkt w styczniu wobec oczekiwanego spadku do 33,9 pkt. Indeks dla usług spadł z kolei do 41,6 pkt z 42,9 pkt wobec oczekiwań na poziomie 41 pkt.

▪ Choć indeks ZEW za luty spadł do -5,8 pkt wobec oczekiwań -28 pkt, to indeks Ifo spadł do 82,6 pkt z 83 pkt wobec oczekiwanego przez rynek braku zmiany, a pogorszenie oceny bieżącej sytuacji przeważało nad poprawą oczekiwań co do przyszłości. Indeks PMI dla przemysłu strefy euro spadł mocniej niż oczekiwano do 33,5 pkt z 34,4 pkt wobec oczekiwanych 33,6 pkt. Indeks dla usług w strefie euro spadł do 39,2 pkt z 42,2 pkt w styczniu wobec oczekiwanego nieco głębszego spadku do 38,9.

▪ Dane o PKB za IV kw. z USA okazały się słabsze od prognoz. Dynamika PKB została zrewidowana z -3,8% do -6,2% wobec oczekiwanych -5,4%. Do rewizji przyczyniły się niemal wszystkie składniki PKB, tj. gorszy eksport netto, likwidacja zapasów, słabsze dane o konsumpcji prywatnej (-4,3% wobec -3,5% przed rewizją) i inwestycjach prywatnych brutto (-20,8% wobec -12,3% przed rewizją). Dane o PKB w strefie euro za IV kw. zostały zrewidowane do -1,3% r/r z -1,2%.

▪ Dane z rynku pracy w USA są wciąż słabe. Zatrudnienie poza rolnictwem spadło w lutym o 651 tys. wobec średniej oczekiwań na poziomie -648 tys., podczas gdy część inwestorów obawiała się, że spadek miejsc pracy może osiągnąć nawet ok. 1 mln etatów. Dane za poprzednie miesiące zostały zrewidowane w dół o ok. 150 tys., a stopa bezrobocia wzrosła do 8,1% z 7,6% wobec oczekiwanych 7,9%.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>9 marca</b> <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i>	<b>10</b> US: Zapasy hurtowe (I)	<b>11</b> <i>PL: Przetarg zamiany</i>	<b>12</b> EZ: Produkcja przemysłu (I) US: Sprzedaż detaliczna (II) CH: Spotkanie SNB - decyzja	<b>13</b> <i>PL: CPI (I&amp;II)</i> <i>PL: Bilans płatniczy (I)</i> <i>PL: Podaż pieniądza (II)</i> EZ: Sprzedaż detaliczna (I) US: Ceny w imporcie (II) US: Bilans handlowy (I) US: Wstępny Michigan (III)
<b>16</b> <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> EZ: Finalny HICP (II) US: Indeks NY Fed (III) US: Raport o przepływach kapitału (I) US: Produkcja przemysłu (II) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (II)	<b>17</b> <i>PL: Płace i zatrudnienie (II)</i> DE: Indeks ZEW (III) US: Liczba nowych budów domów (II) US: Liczba pozwoleń na budowę (II) US: PPI (II)	<b>18</b> <i>PL: Produkcja przemysłowa (II)</i> <i>PL: PPI (II)</i> US: CPI (II) US: Spotkanie Fed - decyzja	<b>19</b> <i>PL: Minutes RPP (I)</i> JP: Spotkanie Banku Japonii – decyzja EZ: Produkcja przemysłu (I) US: Wskaźniki wyprzedzające (II) US: Indeks Philadelphia Fed (III)	<b>20</b> <i>PL: Inflacja bazowa (I&amp;II)</i> <i>PL: Wskaźniki koniunktury (III)</i> JP: Dzień wolny
<b>23</b> <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> US: Sprzedaż domów (II)	<b>24</b> <i>PL: Sprzedaż detaliczna (II)</i> <i>PL: Bezrobocie (II)</i> <i>PL: Spotkanie RPP – decyzja</i> EZ: Wstępny PMI - sektor przetwórczy (III) EZ: Wstępny PMI - sektor usług (III)	<b>25</b> <i>PL: Spotkanie RPP – decyzja</i> DE: Indeks Ifo (III) US: Zamówienia na dobra trwałe (II) US: Sprzedaż nowych domów (II)	<b>26</b> DE: Indeks Gfk (IV) EZ: Podaż pieniądza M3 (II) US: Bazowy PCE (IV kw.) US: Finalny PKB (IV kw.) US: Deflator PKB (IV kw.)	<b>27</b> US: Bazowy PCE (II) US: Finalny Michigan (III)
<b>30</b> <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> EZ: Indeks nastrojów gospodarczych (III)	<b>31</b> <i>PL: Bilans płatniczy (IV kw.)</i> EZ: Wstępny HICP (I) US: Raport Case/Shiller (I) US: Chicago PMI (III) US: Zaufanie konsumentów (III)	<b>1 kwietnia</b> <i>PL: PMI (III)</i> <i>PL: Przetarg obligacji</i> EZ: PMI - sektor przetwórczy (III) US: Raport ADP (III) US: ISM - sektor przetwórczy (III) US: Niezakończone transakcje sprzedaży domów (II)	<b>2</b> EZ: PPI (II) EZ: Spotkanie EBC – decyzja US: Zamówienia w przemyśle (II)	<b>3</b> EZ: PMI - sektor usług (III) EZ: Sprzedaż detaliczna (II) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (III) US: Stopa bezrobocia (III) US: ISM - sektor usług (III)
<b>6</b> <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i>	<b>7</b> EZ: Zrewidowany PKB (IV kw.)	<b>8</b> <i>PL: Przetarg obligacji</i> JP: Spotkanie Banku Japonii – decyzja US: Zapasy hurtowe (II) US: Minutes FOMC	<b>9</b> EZ: Spotkanie Banku Anglii – decyzja US: Bilans handlowy (II) US: Ceny w imporcie (III)	<b>10</b> US, GB, CH, IT, CA: Dzień wolny (Wielki Piątek)

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	24	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	19	17	17	17	19	18	16	18	16	16	18	16
Bezrobocie	29	24	24	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	15 <sup>c</sup>	12	13	14	15	-	-	-	-	-	-	-
Podaż pieniądza	14	13	13	14	14	-	-	-	-	-	-	-
Bilans NBP	7	6	6	7	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

		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	mar 09
Produkcja przemysłowa	% r/r	14,7	0,7	14,4	1,4	6,5	4,8	-4,4	5,5	-2,0	-10,6	-5,6	-14,9	-15,7	-2,1
Sprzedaż detaliczna <sup>c</sup>	% r/r	25,2	16,0	18,3	15,2	14,3	14,7	8,3	12,4	9,2	3,0	6,9	1,3	0,3	4,0
Stopa bezrobocia	%	11,3	10,9	10,3	9,8	9,4	9,2	9,1	8,9	8,8	9,1	9,5	10,5	10,9	11,1
Place brutto <sup>b c</sup>	% r/r	13,2	10,5	12,9	10,8	12,3	11,8	9,9	11,2	10,1	7,6	5,6	8,1	5,7	5,0
Zatrudnienie <sup>b</sup>	% r/r	5,8	5,7	5,5	5,3	4,7	4,6	4,1	4,0	3,5	3,0	2,2	0,7	-0,2	-0,9
Eksport (w euro) <sup>d</sup>	% r/r	29,1	10,6	33,6	12,1	18,7	22,8	9,4	20,9	0,5	-11,3	-16,4	-27,5	-28,3	-15,6
Import (w euro) <sup>d</sup>	% r/r	31,4	12,2	33,1	15,3	21,7	22,5	17,8	21,0	4,8	-8,3	-13,5	-21,4	-22,9	-13,7
Bilans handlowy <sup>d</sup>	mln EUR	-808	-1345	-1195	-1420	-1661	-1635	-1329	-1249	-1526	-1519	-1688	-1200	-1178	-1355
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	mln EUR	-1322	-1807	-1521	-1745	-2219	-879	-1300	-1881	-2012	-1637	-1920	-1200	-1228	-1255
Rachunek bieżący <sup>d</sup>	% PKB	-4,7	-4,9	-5,1	-5,1	-5,1	-4,9	-5,0	-5,2	-5,3	-5,5	-5,4	-5,5	-5,5	-5,4
Saldo budżetu (narastająco)	mlrd PLN	0,0	1,9	0,6	-1,9	-3,5	-2,7	-0,3	-4,2	-11,6	-14,8	-24,6	2,9	-5,5	-7,6
Saldo budżetu (narastająco)	% planu <sup>e</sup>	-0,1	-7,6	-2,4	7,5	14,1	10,9	1,3	17,0	47,1	60,3	100,0	-16,0	30,2	42,0
Inflacja (CPI)	% r/r	4,2	4,1	4,0	4,4	4,6	4,8	4,8	4,5	4,2	3,7	3,3	3,1	3,2	3,1
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,2	2,9	2,5	2,7	2,6	2,1	2,0	2,3	2,6	2,4	2,6	3,0	3,0	2,9
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	13,5	13,6	15,0	15,1	16,3	16,8	16,8	17,3	17,3	18,1	18,6	17,7	16,6	16,0
Depozyty	% r/r	14,7	15,3	16,7	17,4	18,5	19,4	18,9	20,0	18,7	19,4	20,6	19,5	18,1	17,7
Kredyty	% r/r	29,5	29,7	28,3	27,6	27,7	25,3	26,7	28,0	32,8	31,7	36,0	35,8	36,4	33,2
USD/PLN	PLN	2,43	2,28	2,19	2,19	2,17	2,07	2,19	2,34	2,69	2,93	2,98	3,18	3,63	3,66
EUR/PLN	PLN	3,58	3,54	3,45	3,40	3,37	3,26	3,29	3,37	3,57	3,73	4,01	4,22	4,65	4,65
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	5,50	5,75	5,75	5,75	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	5,75	5,00	4,25	4,00	3,75
Stopa lombardowa <sup>a</sup>	%	7,00	7,25	7,25	7,25	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,25	6,50	5,75	5,50	5,25
WIBOR 3M	%	5,74	6,03	6,29	6,41	6,58	6,62	6,52	6,56	6,80	6,74	6,40	5,51	4,69	4,36
Rentowność bonów 52-tyg.	%	5,66	6,09	6,10	6,10	6,63	6,70	6,60	6,46	6,45	6,52	6,10	4,85	4,62	4,90
Rentowność obligacji 2L	%	5,90	6,17	6,20	6,27	6,73	6,66	6,32	6,25	6,46	6,26	5,43	4,81	5,37	5,60
Rentowność obligacji 5L	%	5,93	6,20	6,12	6,25	6,62	6,53	6,15	6,01	6,48	6,21	5,42	4,96	5,57	6,00
Rentowność obligacji 10L	%	5,82	5,98	5,98	6,10	6,41	6,43	6,10	5,89	6,39	6,25	5,57	5,43	5,94	6,30

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	1 266,6	1 314,1	295,3	309,9	312,1	349,3	305,9	320,4	323,4	364,4
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	2,1
Popyt krajowy	% r/r	7,3	8,6	5,0	1,0	6,2	6,0	4,3	3,6	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	5,2	3,5	3,2	2,7	2,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	14,9	17,6	7,9	-1,6	15,7	15,2	3,5	3,5	-4,0	-6,0	-1,5	2,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	12,5	9,7	3,5	-2,7	8,2	7,0	2,2	-6,3	-10,9	-4,2	1,1	3,3
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	11,9	14,0	9,6	0,7	16,1	11,8	8,4	4,8	1,3	1,6	0,4	-0,3
Stopa bezrobocia <sup>a</sup>	%	14,8	11,2	9,5	12,4	10,9	9,4	8,9	9,5	11,1	10,8	11,4	12,4
Place realne brutto <sup>c</sup>	% r/r	4,2	6,7	5,9	1,6	7,5	7,9	5,6	3,6	3,1	1,1	1,2	1,0
Zatrudnienie <sup>c</sup>	% r/r	3,2	4,6	4,5	-1,7	5,8	5,2	4,2	2,9	-0,1	-1,6	-2,4	-2,6
Eksport (w euro) <sup>b</sup>	% r/r	20,4	13,4	12,1	-12,3	20,3	21,3	17,9	-8,5	-23,8	-18,5	-7,0	2,0
Import (w euro) <sup>b</sup>	% r/r	24,0	19,5	14,1	-11,9	20,5	23,2	20,6	-5,3	-19,2	-18,6	-8,0	-1,0
Bilans handlowy <sup>b</sup>	mln EUR	-5 539	-12 369	-16 139	-14 640	-2 927	-4 272	-4 207	-4 733	-3 733	-3 450	-3 558	-3 899
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	mln EUR	-7 445	-14 586	-19 457	-12 490	-4 333	-5 478	-4 077	-5 569	-3 683	-2 450	-2 608	-3 749
Rachunek bieżący <sup>b</sup>	% PKB	-2,7	-4,7	-5,4	-4,1	-4,9	-5,1	-5,1	-5,4	-5,4	-4,8	-4,6	-4,0
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-3,8	-2,0	-2,7	-4,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	1,0	2,5	4,2	2,5	4,1	4,3	4,7	3,8	3,1	2,6	2,2	2,2
Inflacja (CPI) <sup>a</sup>	% r/r	1,4	4,0	3,3	2,4	4,1	4,6	4,5	3,3	3,1	2,3	2,2	2,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,5	2,3	2,6	2,8	3,0	2,6	2,1	2,5	3,0	2,5	2,7	3,1
Podaż pieniądza (M3) <sup>a</sup>	% r/r	16,0	13,4	18,6	5,5	13,6	16,3	17,3	18,6	16,0	12,1	9,8	5,5
Zobowiązania <sup>a</sup>	% r/r	15,2	14,5	20,6	5,5	15,3	18,5	20,0	20,6	17,7	13,0	9,9	5,5
Należności <sup>a</sup>	% r/r	23,4	29,9	36,0	5,4	29,7	27,7	28,0	36,0	33,2	26,7	17,1	5,4
USD/PLN	PLN	3,10	2,77	2,41	3,31	2,39	2,18	2,20	2,87	3,49	3,50	3,20	3,04
EUR/PLN	PLN	3,90	3,78	3,52	4,26	3,58	3,41	3,31	3,77	4,51	4,45	4,13	3,97
Stopa interwencyjna <sup>a</sup>	%	4,00	5,00	5,00	3,00	5,75	6,00	6,00	5,00	3,75	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	5,25	4,50	4,50	4,50
WIBOR 3M	%	4,21	4,73	6,36	3,85	5,80	6,43	6,57	6,65	4,85	3,86	3,40	3,30
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,18	4,69	6,26	4,27	5,84	6,28	6,59	6,36	4,79	4,30	4,00	4,00
Rentowność obligacji 2L	%	4,57	5,23	6,22	4,99	5,99	6,40	6,41	6,05	5,26	5,20	4,90	4,60
Rentowność obligacji 5L	%	5,03	5,52	6,15	5,47	6,02	6,33	6,23	6,04	5,51	5,70	5,45	5,20
Rentowność obligacji 10L	%	5,22	5,56	6,06	5,92	5,87	6,16	6,14	6,07	5,89	6,10	5,90	5,80

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 09.03.2009 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.

