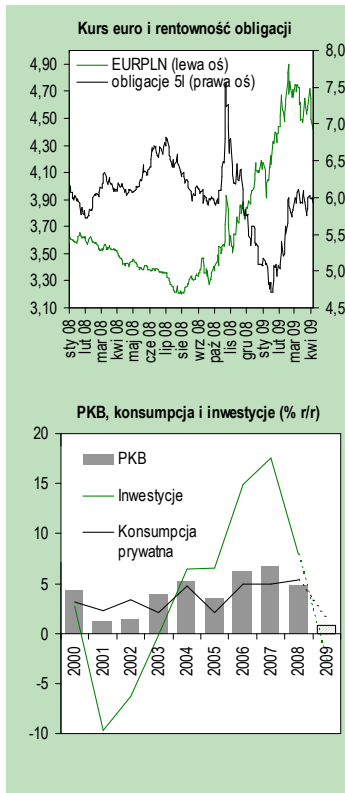


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Kwiecień 2009

Parę jaskółek wiosny nie czyni



W tym miesiącu:

Temat miesiąca	
Przeceniony kanał kursowy	2
Gospodarka Polski	6
Rynek nieruchomości	8
Pod lupą: Bank centralny	9
Pod lupą: Rząd i polityka	11
Monitor rynku	12
Przegląd międzynarodowy	14
Kalendarz makroekonomiczny	15
Dane i prognozy ekonomiczne	16

Maciej Reluga
Główny Ekonomista
022 586 8363

Piotr Bielski
022 586 8333

Piotr Bujak
022 586 8341

Cezary Chrapek
022 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

▪ **Miesiąc temu pisaliśmy o *Chwili stabilizacji* na polskim rynku, przedstawiając prognozę, że w ciągu kilku tygodni kurs EURPLN zbliży się do poziomu 4,40. Taki scenariusz miał rzeczywiście miejsce i choć w ostatnim czasie czynników potencjalnie pozytywnych dla złotego przybyło, wciąż uważamy że jest za wcześnie, aby stwierdzić, że znikło ryzyko dalszego osłabienia.** Argumenty przytaczane przez nas miesiąc temu (aktywność banków centralnych w regionie, jak również możliwa wymiana walut przez rząd) nie straciły na aktualności, a nowym elementem wspierającym rynki w regionie są większe środki w dyspozycji MFW. Co ciekawe, coraz częstsze wypowiedzi przedstawicieli rządu sugerujące, że zdają sobie oni sprawę, że ze względu na zawirowania rynkowe oraz brak zgody politycznej, wejście Polski do ERM2 w tym roku nie jest możliwe, nie wpłynęły na notowania polskiej waluty. Potwierdza to, że rynek już od jakiegoś czasu nie wierzył w optymistyczny scenariusz rządu odnośnie szybkiego wejścia do ERM2 i strefy euro.

▪ **Mimo pewnych pozytywnych informacji z krajowej i globalnej gospodarki, po miesięcznej stabilizacji ponownie zrewidowaliśmy w dół prognozy wzrostu PKB w tym roku, z 1,2% do 0,8%.** Wpłynęło na to głównie pogorszenie naszej oceny perspektyw konsumpcji prywatnej po słabszych od prognoz wynikach sprzedaży detalicznej i dynamice płac oraz kontynuacji silnego wzrostu bezrobocia w lutym (i rewizji w górę prognoz bezrobocia na resztę roku wraz z pogłębieniem prognozowanego spadku zatrudnienia), a także dalszym załamaniem nastrojów konsumenckich w marcu. Czynnikiem ryzyka dla konsumpcji jest to, czy środki z waloryzacji świadczeń społecznych zostaną wydane oraz czy wydatki osób utrzymujących się z pracy utrzymają się na poziomie sprzed roku, mimo realnego spadku funduszu płac (konieczny spadek oszczędności netto). Prognoza inwestycji również została obniżona, ale nieznacznie. Wsparciem dla niej jest spory napływ BIZ w styczniu oraz szanse na zwiększone wykorzystanie środków unijnych. Po raz kolejny obniżyliśmy prognozy dynamiki PKB dla otoczenia polskiej gospodarki, co wpłynęło na obniżenie naszych prognoz polskiego eksportu. Niemniej, biorąc pod uwagę obniżoną prognozę popytu krajowego i głębsze załamanie importu niż eksportu, nasz szacunek wkładu eksportu netto do wzrostu PKB uległ poprawie.

▪ **Biorąc pod uwagę pogarszającą się sytuację gospodarczą, która poprawia perspektywy inflacji, Rada Polityki Pieniężnej po raz kolejny obniżyła stopy procentowe.** Od listopada stopy NBP spadły o 225 pb i po takim ruchu widać wyraźnie zróżnicowanie opinii pomiędzy członkami Rady. Rada jednak utrzymuje łagodne nastawienie w polityce pieniężnej i choć pojawiają się „jastrzębie” głosy o konieczności przerwy w cyklu obniżek, wciąż zakładamy kolejny ruch na najbliższym posiedzeniu i spadek stopy referencyjnej w tym roku do 3%. Zgadza się z poglądem wyrażonym przez Jana Czekaja, czyli członka Rady głosującego jak dotąd zawsze zgodnie z większością, który powiedział, że „praktycznie nie ma wśród danych ze sfery realnej jednej informacji, która uzasadniałaby bezczynność Rady” oraz „obniżanie stóp procentowych wydaje się w pełni uzasadnione”.

Na rynku finansowym 31 marca 2009 r.:					
Stopa depozytowa NBP	2,25	WIBOR 3M	4,17	USDPLN	3,5416
Stopa referencyjna NBP	3,75	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	5,62	EURPLN	4,7013
Stopa lombardowa NBP	5,25	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	6,00	EURUSD	1,3275

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 06.04.2009 r.

Temat miesiąca

Przeceniony kanał kursowy

W sytuacji zagrożenia recesją i pogarszających się od dłuższego czasu prognoz makroekonomicznych, banki centralne na całym świecie zdecydowały się na znaczne złagodzenie polityki pieniężnej na przestrzeni ostatnich kwartałów. Stopy procentowe w USA, Japonii, czy Szwajcarii zostały obniżone niemal do zera. W strefie euro, czy Wielkiej Brytanii, stopy wciąż są nieco wyżej, chociaż również tam ich redukcja była znacząca i można się spodziewać dalszego spadku w reakcji na pogarszającą się wciąż skalę problemów. Na obniżki stóp procentowych, choć może nieco w mniejszej skali, zdecydowały się również banki centralne w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Narodowy Bank Węgier obniżył główną stopę procentową z 11,50% w październiku 2008 do 9,50% w styczniu, Bank Czech dokonał w analogicznym okresie redukcji z 3,50% do 1,75%, a Narodowy Bank Polski zdecydował się na obniżkę stóp z poziomu 6,00% w październiku do 3,75% w marcu.

Wśród czynników, które ograniczały skalę łagodzenia polityki pieniężnej w krajach naszego regionu dużą rolę odegrały obawy o to, że zbyt mocne cięcia stóp zwiększą skalę deprecjacji lokalnych walut, a to z kolei przełoży się negatywnie na inflację. Nie będziemy w tym opracowaniu szerzej zajmować się analizą tego, w jakim stopniu zmiany stóp procentowych decydowały o skali deprecjacji złotego (choć, jak podkreślaliśmy wielokrotnie w innych publikacjach, naszym zdaniem dysparytet stóp procentowych nie był i nie jest kluczowym czynnikiem determinującym zachowanie kursów walutowych w obecnej sytuacji zawirowań na rynkach). Chcemy natomiast więcej uwagi poświęcić analizie możliwych konsekwencji, jakie mogą wynikać z osłabienia kursu złotego dla perspektyw inflacji.

Kurs walutowy a inflacja

Analizie oddziaływania zmian kursu walutowego na dynamikę procesów inflacyjnych poświęcono sporo miejsca w literaturze ekonomicznej, szczególnie od czasu upadku systemu stałych kursów walutowych. Siłę oddziaływania kursu na inflację mierzy się przy pomocy tzw. współczynnika *pass-through* (zwanego też współczynnikiem przeniesienia). Badania prowadzone na przestrzeni ostatnich lat wykazały, że siła efektu kursowego nie jest stała w czasie i zmienia się pod wpływem dostosowań zachodzących w gospodarce¹. W większości krajów rozwiniętych zaobserwowano spadek współczynnika *pass-through* wraz z obniżaniem się stopy

inflacji oraz wydłużeniem okresu prowadzenia polityki pieniężnej w reżimie bezpośredniego celu inflacyjnego.

Próby oszacowania współczynnika *pass-through* dla Polski dokonywane na przestrzeni ostatnich lat potwierdziły kilka prawidłowości. Po pierwsze, skala efektu transmisji kursu walutowego na inflację w Polsce jest wyraźnie mniejsza niż np. w Czechach czy na Węgrzech, choć znacznie wyższa niż w krajach wysoko rozwiniętych. Poza tym analizy empiryczne wskazują, że również w naszym kraju wpływ impulsu kursowego na inflację maleje na przestrzeni ostatnich lat². Wartości parametru *pass-through* dla Polski szacowane w poszczególnych badaniach różnią się między sobą (co w części tłumaczy wspomniane wyżej zjawisko zmienności współczynnika w czasie). Jednak w nowszych analizach wyniki dość często oscylują w granicach 0,1-0,2 w horyzoncie 12-24 miesięcy. Oznacza to, że osłabienie kursu walutowego o 10% może – przy pozostałych warunkach niezmiennych – spowodować wzrost inflacji w rozpatrywanym horyzoncie o 1-2 pkt. proc.

Skala osłabienia polskiej waluty na przestrzeni ostatnich miesięcy była wyjątkowa – od września 2008 do marca 2009 r. średni miesięczny kurs EURPLN wzrósł o ok. 37%, a USDPLN o ok. 52%; od lipca 2008, w którym złoty był rekordowo mocny, wzrost EURPLN wyniósł prawie 42%, a USDPLN aż 72%! To najsilniejszy ruch jaki wystąpił na polskim rynku walutowym od początków jego funkcjonowania.

Jeżeli odniesiemy powyższe wyniki dotyczące szacowanego wpływu efektu kursowego na dynamikę cen do skali deprecjacji złotego w ostatnich miesiącach, mogą powstać obawy, że inflacja może w niedługim czasie wzrosnąć nawet o kilka punktów procentowych! Zwróćmy jednak uwagę na założenie „przy pozostałych warunkach niezmiennych”. W oczywisty sposób nie jest ono spełnione w obecnej sytuacji. Równocześnie ze zmianami kursu, w gospodarce zachodzą bowiem zmiany innych parametrów makroekonomicznych mających wpływ na dynamikę cen, w szczególności: spadek luki popytowej, załamanie cen na rynkach surowców, czy też zmniejszenie napięć na rynku pracy. Aby ocenić perspektywy inflacji, nie wystarczy znajomość współczynnika kursowego *pass-through*, ale należy wziąć pod uwagę siłę oddziaływania wszystkich pozostałych zmieniających się parametrów. W tym celu, dokonaliśmy analizy mechanizmu transmisji kursu walutowego, aby ocenić wypadkową sił oddziałujących na inflację w warunkach deprecjacji złotego przy równoczesnym mocnym spowolnieniu gospodarczym.

¹ Taylor (2000), Choudri i Hakura (2001), Campa i Goldberg (2005)

² Grabek, Kłós, Kokoszczyński, Łyziak, Przystupa, Wróbel (2008)

Model łańcucha dystrybucji

Przeprowadzona przez nas analiza opiera się na metodologii zaproponowanej przez McCarthy'ego³, która jest jednym z częściej stosowanych narzędzi do celu badania wpływu kanału kursowego na inflację. Skonstruowany model w uproszczeniu odzwierciedla ciąg decyzji cenowych na różnych poziomach tzw. łańcucha dystrybucji – od cen importowych, przez ceny produkcji sprzedanej, do cen towarów i usług konsumpcyjnych. Badane są dostosowania cenowe w reakcji na cztery podstawowe kategorie impulsów: szok walutowy (zmiana nominalnego kursu walutowego), zewnętrzny szok podaży (odzwierciedlony zmianą cen ropy naftowej), wewnętrzny szok popytowy (mierzony luką popytową), oraz wewnętrzny szok podaży (napięcia na rynku pracy, które odzwierciedla tempo wzrostu wynagrodzeń). Metodologia opiera się na oszacowaniu modelu wektorowej autoregresji (VAR), na podstawie którego, po przyjęciu odpowiednich założeń nt. struktury opóźnień w transmisji szoków w łańcuchu dystrybucji, możliwe jest oszacowanie reakcji zmiennych inflacyjnych na poszczególne rodzaje zaburzeń wprowadzanych do modelu. Więcej informacji nt. konstrukcji modelu, danych źródłowych oraz wyników estymacji można znaleźć w *Aneksie technicznym*.

Ceny konsumpcyjne odporne na kurs walutowy

Otrzymane przez nas wyniki, podobnie jak wcześniejsze analizy dla Polski, potwierdzają założenia teoretyczne, zgodnie z którymi efekt transmisji impulsu kursowego najsilniej i najszybciej działa na ceny importowe, w mniejszej skali i z większym opóźnieniem oddziałuje na ceny producentów, a najslabiej wpływa na ceny konsumpcyjne.

Wg naszych szacunków już po 3 miesiącach ok. 65% zmian kursu przenosi się na ceny importowe i efekt ten utrzymuje się w następnych kwartałach. Ponad dwukrotnie słabiej i wyraźnie wolniej reagują na zmiany kursu ceny produkcji, w przypadku których po 3 miesiącach następuje przeniesienie ok. 16%, a po 12 miesiącach ok. 30% impulsu kursowego⁴. W przypadku cen konsumpcyjnych (w modelu posłużyliśmy się wskaźnikiem CPI po wyłączeniu cen kontrolowanych) oszacowany przez nas efekt kursowy jest wyraźnie słabszy niż wskazywała większość wcześniejszych badań empirycznych, powolny, i mało istotny statystycznie. W ciągu pierwszych sześciu miesięcy

od wystąpienia szoku kursowego skala *pass-through* na ceny konsumpcyjne jest prawie niezauważalna, po czym stopniowo rośnie i po 12 miesiącach osiąga 0,065 (co oznacza, że deprecjacja złotego o 10% może – przy innych warunkach niezmiennych – podnieść roczną stopę inflacji o 0,65 pkt. proc.).

Mniejsza niż we wcześniejszych badaniach wartość *pass-through* kursowego może wynikać z kilku czynników. Po pierwsze, z wykorzystania zmiennej CPI z wyłączeniem cen kontrolowanych, co miało wyeliminować część zmienności inflacji CPI wynikającą z ruchów cen nie wynikających z funkcjonowania mechanizmów rynkowych. Po drugie, szacunek oparty jest na świeższej próbie danych statystycznych niż poprzednie badania, a – jak pisaliśmy wyżej – stwierdzono spadek siły efektu kursowego w czasie, wraz z wydłużaniem się historii relatywnie niskiej inflacji i polityki pieniężnej opartej o strategię BCI.

Oszacowane przez nas wartości współczynników *pass-through* kursowego dla poszczególnych zmiennych inflacyjnych podsumowuje poniższa tabela.

Tabela 1. Efekt *pass-through* kursu walutowego na inflację

	cenę importu	PPI	CPI bez cen kontrolowanych
3 mies.	0,6519	0,1662	-0,0006
6 mies.	0,6330	0,2182	0,0123
9 mies.	0,6275	0,2476	0,0335
12 mies.	0,6345	0,2952	0,0652

Szoki krajowe ważniejsze od zewnętrznych

Jak wspomnieliśmy wcześniej, oprócz skali oddziaływania kursu walutowego, istotny dla oceny perspektyw inflacji w obecnej sytuacji jest również wpływ pozostałych rodzajów zaburzeń makroekonomicznych. Dla poszczególnych impulsów popytowych i podaży uwzględnionych w modelu oszacowaliśmy odpowiedniki współczynników *pass-through*, posługując się analogiczną metodą jak przy parametrze kursowym (patrz *Aneks techniczny*). Oszacowany w modelu kierunek oddziaływania poszczególnych impulsów jest zgodny z założeniami teoretycznymi. Ponieważ interesują nas głównie wnioski dla cen konsumpcyjnych, w dalszej części opracowania skupimy się na analizie reakcji tej właśnie zmiennej.

Wyniki obliczeń wskazują, że najsilniejsza reakcja rocznej stopy inflacji następuje pod wpływem impulsów popytowych i podaży na rynku wewnętrznym. Według wskazań modelu, wzrost (spadek) produkcji przemysłowej o 10% powyżej (poniżej) potencjalnego poziomu powoduje wzrost (spadek) inflacji o ok. 1,7 pkt. proc. w horyzoncie 6 miesięcy i o ok. 3,2 pkt. proc. w horyzoncie 12 miesięcy. Podobna skala reakcji dotyczy impulsu ze strony dynamiki wynagrodzeń.

³ McCarthy (1999)

⁴ Warto w tym miejscu nadmienić, że naszym zdaniem dla poprawności analizy należałoby w badaniu wykorzystać wskaźnik „PPI na rynku krajowym”, ponieważ w danych nt. PPI uwzględnione są m.in. ceny produkcji kierowanej na eksport (zazwyczaj automatycznie reagujące na zmiany kursu) podczas gdy przedmiotem badania jest zachowanie cen krajowych. Niestety, zbyt krótkie dostępne szeregi czasowe nie pozwoliły na wykorzystanie danych o PPI na rynku krajowym w modelu VAR.

Pewnym zaskoczeniem jest bardzo mały i nieistotny statystycznie wpływ na inflację (praktycznie na każdym z etapów łańcucha dystrybucji) ze strony cen ropy naftowej. Wg naszych szacunków, zmiana cen ropy (w dolarach amerykańskich) na rynkach światowych o 10% może przyczynić się do zmiany dynamiki cen konsumenta o niespełna 0,1 pkt. proc. w horyzoncie 12 miesięcy. Może to wynikać z ogromnej historycznej zmienności cen ropy, w wyniku której, nawet przy wyjątkowo niskim współczynniku *pass-through*, wpływ cen ropy na dynamikę inflacji może pozostać zauważalny (dla przykładu, w ciągu ostatniego półrocza cena ropy Brent spadła o ponad 60%, co odpowiadałoby za obniżenie CPI po wyłączeniu cen kontrolowanych o 0,6 pkt. proc.) Jednak tego wniosku nie potwierdza analiza dekompozycji wariancji składnika losowego (Tabela 3), z której wynika, że zaburzenia cen ropy odpowiadają faktycznie za bardzo niewielką część zmienności indeksów inflacyjnych.

Tabela 2 poniżej przedstawia skalę reakcji cen konsumpcyjnych na poszczególne rodzaje szoków uwzględnionych w modelu.

Tabela 2. Efekt *pass-through* ze strony poszczególnych impulsów na CPI po wyłączeniu cen kontrolowanych

	cen ropy	luka popytowa	plące	kurs walutowy
3 mies.	0,0074	0,0547	0,0625	-0,0006
6 mies.	0,0047	0,1654	0,1659	0,0123
9 mies.	0,0064	0,2536	0,2799	0,0335
12 mies.	0,0098	0,3245	0,3544	0,0652

Wspomniana wyżej analiza dekompozycji wariancji składnika losowego w równaniach objaśniających zmienne inflacyjne na różnych poziomach łańcucha dystrybucji (Tabela 3) potwierdza dodatkowo wnioski uzyskane wcześniej na podstawie oszacowanych wartości współczynników *pass-through*: o ile zaburzenia kursowe okazują się najważniejszym czynnikiem wyjaśniającym zmienność cen importu i inflacji producenta, to ich znaczenie dla wyjaśnienia zmienności cen konsumpcyjnych jest niewielkie, porównywalne do znaczenia szoków na rynku ropy naftowej. W przypadku cen konsumpcyjnych najbardziej istotnymi czynnikami są szoki na rynku wewnętrznym: luka popytowa i napięcia na rynku pracy, które łącznie objaśniają ok. 60% zmienności CPI po wyłączeniu cen kontrolowanych (po 12 mies.).

Luka popytowa znosi efekt deprecjacji

Na podstawie otrzymanych wyników można przeprowadzić próbę oceny, jaki może być łączny wpływ na perspektywy inflacji zmian w środowisku makroekonomicznym, jakie nastąpiły w ostatnim okresie. Gdyby pominąć oddziaływanie wszystkich innych czynników, deprecjacja złotego, która miała miejsce w ciągu ostatnich trzech kwartałów mogłaby

podnieść inflację o ok. 0,6 pkt. proc. w ciągu sześciu i ok. 3 pkt. proc. w ciągu dwunastu miesięcy. Jednak równocześnie miał miejsce mocny spadek produkcji poniżej potencjału, którego efekt działa na dynamikę cen konsumpcyjnych jeszcze silniej w przeciwnym kierunku. Oszacowany efekt netto obu czynników daje spadek inflacji o ok. 1,4 pkt. proc. w ciągu pół roku i o prawie punkt procentowy w horyzoncie 12 miesięcy. Biorąc dodatkowo pod uwagę spadek dynamiki wynagrodzeń, który w warunkach mocnego spowolnienia gospodarczego może dalej przybierać na sile, łączny wpływ zewnętrznych i wewnętrznych szoków, które wystąpiły ostatnio w gospodarce, na inflację powinien być w horyzoncie kilkunastu miesięcy wyraźnie ujemny. Wydaje się, że osłabienie złotego, przynajmniej w jego dotychczasowej skali, nie jest zatem poważnym zagrożeniem dla inflacji w średnim okresie.

Tabela 3. Dekompozycja wariancji składnika losowego

dla równania cen importu							
	cen ropy	luka popyt.	plące	kurs walut.	cen import.	PPI	CPI bez cen kont.
1 mies.	3,3	1,6	0,0	0,7	94,4	0,0	0,0
3 mies.	1,6	0,9	0,4	42,5	48,4	3,1	3,1
6 mies.	3,6	2,4	1,4	42,2	43,5	3,5	3,4
9 mies.	3,9	8,8	2,3	40,3	37,4	3,6	3,8
12 mies.	3,9	16,3	2,2	36,8	33,8	3,3	3,6
dla równania cen produkcji							
okres	cen ropy	luka popyt.	plące	kurs walut.	cen import.	PPI	CPI bez cen kont.
1 mies.	3,5	5,7	0,8	41,0	1,7	47,3	0,0
3 mies.	1,0	7,4	0,8	43,9	4,3	42,3	0,3
6 mies.	0,8	20,8	3,9	38,2	9,1	26,2	0,9
9 mies.	0,8	18,7	10,7	40,3	9,8	18,7	1,0
12 mies.	0,7	16,7	14,9	40,6	8,8	15,7	2,5
dla równania cen konsumpcyjnych							
okres	cen ropy	luka popyt.	plące	kurs walut.	cen import.	PPI	CPI bez cen kont.
1 mies.	2,7	0,6	0,1	1,9	0,5	0,1	94,2
3 mies.	5,6	5,7	2,5	1,7	0,5	3,6	80,4
6 mies.	2,3	29,2	12,2	1,2	2,5	3,0	49,5
9 mies.	2,3	29,2	26,6	2,6	2,5	4,0	32,9
12 mies.	3,0	24,5	34,0	4,4	2,1	4,0	28,1

Literatura:

- Campa, Goldberg (2005), *Exchange-Rate Pass-Through to Import Prices in the Euro Area*, NBER Working Paper
- Cholewiński (2008), *Wpływ zmian kursu walutowego na dynamikę procesów inflacyjnych*, Materiały i Studia NBP
- Choudri, Hakura (2001), *Exchange Rate Pass-Through to Domestic Prices: Does the Inflationary Environment Matter?* IMF Working Paper
- Choueiri (2004), *Exchange Rate Pass-Through in Poland*, IMF Country Report
- Georguiev (2003), *Exchange Rate Pass-Through in Romania*, IMF Working Paper
- Grabek, Kłos, Kokoszcyński, Łyziak, Przystupa, Wróbel (2008), *Porównanie podstawowych cech mechanizmu transmisji monetarnej w Polsce i w strefie euro*, NBP
- McCarthy (1999), *Pass-Through of Exchange Rates and Import Prices to Domestic Inflation in Some Industrialized Economies*, BIS Working Paper No. 79
- Przystupa (2002), *The exchange rate in the monetary transmission mechanism*, NBP
- Taylor (2001), *The Role of the Exchange Rate in Monetary Policy Rules*, American Economic Review

Aneks techniczny

Wykorzystana przez nas metodologia opiera się na modelu zaproponowanym przez McCarthy'ego (1999) i wykorzystywanym w szeregu badań dotyczących analizy kursowego mechanizmu *pass-through*. Badanie polega na oszacowaniu rekursywnego modelu wektorowej autoregresji (*recursive VAR*), w którym oddziaływanie szoków podaźowych i popytowych przenoszone jest na zmienne inflacyjne „w dół” przez poszczególne poziomy łańcucha dystrybucji (poprzez ceny importu i ceny produkcji do cen konsumpcyjnych). Zgodnie z metodologią McCarthy'ego, zewnętrzny szok podaźowy reprezentowany jest przez ceny surowców (ropy naftowej), a wewnętrzny szok popytowy przez lukę popytową. Dodatkowo, wprowadziliśmy do modelu zmienną reprezentującą wewnętrzny szok podaźowy (napięcia na rynku pracy).

Definicję zmiennych użytych w modelu i źródła danych podsumowuje tabela poniżej:

oznaczenie	opis zmiennej	źródło
<i>OIL</i>	średnia miesięczna cena ropy naftowej Brent w \$ za baryłkę	Reuters
γ	luka popytowa; różnica pomiędzy wyrównanym sezonowo logarytmem indeksu produkcji sprzedanej przemysłu, a trendem uzyskanym z wykorzystaniem filtru Hodricka-Prescota	GUS
<i>XR</i>	średni miesięczny kursu złotego wobec koszyka dwóch walut: dolara (35%) i euro (65%)*	Reuters
<i>W</i>	średnie miesięczne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw	GUS
<i>IMP</i>	indeks cen importu	GUS
<i>PPI</i>	indeks cen produkcji sprzedanej przemysłu (PPI)	GUS
<i>CPI-C</i>	indeks cen towarów i usług konsumpcyjnych (CPI) po wyłączeniu cen kontrolowanych	NBP

Wszystkie zmienne zostały poddane transformacji logarytmicznej oraz wyrównane sezonowo. Ponieważ większość analizowanych zmiennych, z wyjątkiem luki popytowej, jest zintegrowana rzędu I(1), w zasadzie dla poprawności analizy należałoby skonstruować model VECM. Niemniej jednak, ze względu na to, że testy wskazywały na obecność zbyt wielu wektorów kointegrujących, oraz w ślad za podejściem przyjmowanym w innych badaniach tego typu, zdecydowano się na prosty model VAR oparty na różnicach ww. zmiennych. Z wyjątkiem luki popytowej, w modelu wykorzystano 12-miesięczne różnice odpowiednich zmiennych ($x_t = X_t - X_{t-12}$). W efekcie, wartości w modelu można interpretować jako roczne tempo wzrostu odpowiednich zmiennych makroekonomicznych.

Aby możliwa była identyfikacja szoków strukturalnych w modelu przy pomocy dekompozycji macierzy wariancji-kowariancji metodą Cholesky'ego, przyjęliśmy następujące założenia nt. struktury opóźnień we wzajemnym oddziaływaniu zmiennych: ceny ropy są zmienną egzogeniczną; zaburzenia w dynamice wynagrodzeń nie mają natychmiastowego przełożenia na lukę popytową; zaburzenia po stronie kursu walutowego nie mają natychmiastowego wpływu na płace ani na lukę popytową; zaburzenia w cenach importu nie wpływają natychmiast na inne zmienne oprócz cen produkcji i cen konsumpcyjnych; zaburzenia w PPI oddziałują bez opóźnień jedynie na ceny konsumpcyjne; zaburzenia cen konsumpcyjnych nie wpływają natychmiast na żadną z pozostałych zmiennych.

* Wyniki uzyskane dla modelu, w którym jako zmienną kursową przyjęto indeks nominalnego efektywnego kursu złotego wobec 41 partnerów handlowych (dane Eurostatu) nie różniły się zasadniczo od prezentowanych w tym opracowaniu.

W efekcie, rekursywny system VAR poddany analizie można zapisać w postaci układu równań:

$$oil_t = E_{t-1}oil_t + \varepsilon_t^{oil}$$

$$\tilde{y}_t = E_{t-1}\tilde{y}_t + \alpha_1\varepsilon_t^{oil} + \varepsilon_t^{\tilde{y}}$$

$$w_t = E_{t-1}w_t + \beta_1\varepsilon_t^{oil} + \beta_2\varepsilon_t^{\tilde{y}} + \varepsilon_t^w$$

$$xr_t = E_{t-1}xr_t + \gamma_1\varepsilon_t^{oil} + \gamma_2\varepsilon_t^{\tilde{y}} + \gamma_3\varepsilon_t^w + \varepsilon_t^{xr}$$

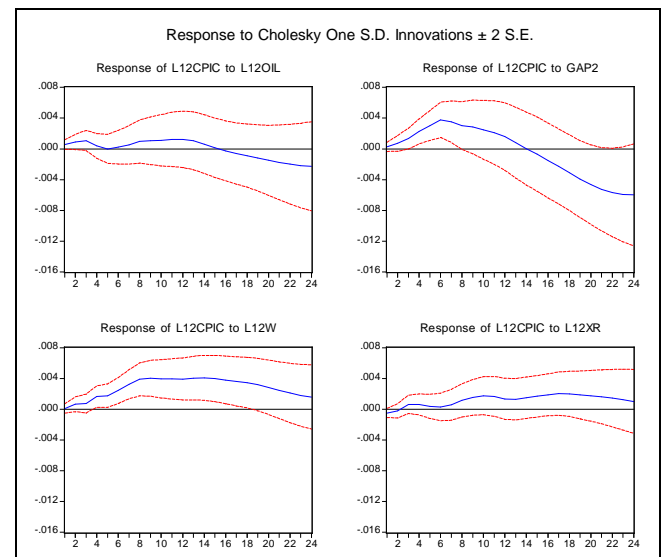
$$imp_t = E_{t-1}imp_t + \varphi_1\varepsilon_t^{oil} + \varphi_2\varepsilon_t^{\tilde{y}} + \varphi_3\varepsilon_t^w + \varphi_4\varepsilon_t^{xr} + \varepsilon_t^{imp}$$

$$ppi_t = E_{t-1}ppi_t + \lambda_1\varepsilon_t^{oil} + \lambda_2\varepsilon_t^{\tilde{y}} + \lambda_3\varepsilon_t^w + \lambda_4\varepsilon_t^{xr} + \lambda_5\varepsilon_t^{imp} + \varepsilon_t^{ppi}$$

$$cpic_t = E_{t-1}cpic_t + \rho_1\varepsilon_t^{oil} + \rho_2\varepsilon_t^{\tilde{y}} + \rho_3\varepsilon_t^w + \rho_4\varepsilon_t^{xr} + \rho_5\varepsilon_t^{imp} + \rho_6\varepsilon_t^{ppi} + \varepsilon_t^{cpi}$$

gdzie E oznacza operator oczekiwania. Na etapie estymacji modelu wartości oczekiwane zastępowane są przez opóźnione zmienne endogeniczne. Przyjęto szósty rząd opóźnień w modelu VAR, co pozwoliło wyeliminować autokorelację reszt. Model oszacowano na danych miesięcznych z okresu 1998.07 – 2008.11 (najpoważniejszym ograniczeniem dla wielkości próby była dostępność danych nt. cen importu).

Wykresy poniżej przedstawiają funkcje reakcji zmiennej reprezentującej ceny konsumpcyjne na wprowadzane do modelu szoki jednostkowe o wielkości jednego odchylenia standardowego (ang. *impulse responses*).



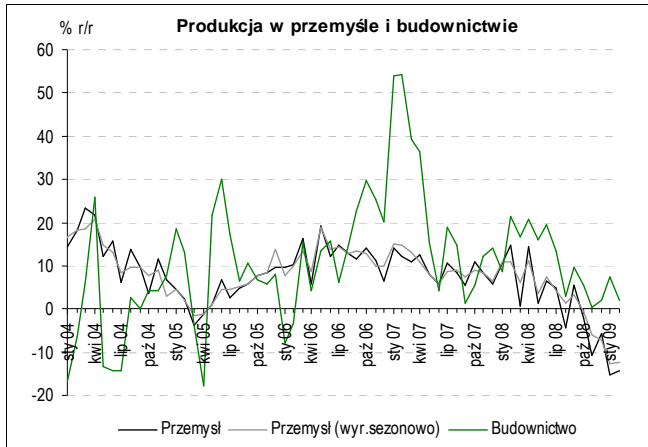
Na podstawie wartości funkcji reakcji obliczamy współczynniki oddziaływania (*pass-through*) poszczególnych innowacji w modelu na zmienne inflacyjne.

Przykładowo, wartość współczynnika kursowego *pass-through* dla zmiennej reprezentującej ceny konsumpcyjne w horyzoncie n miesięcy jest równa ilorazowi skumulowanej w danym horyzoncie funkcji reakcji inflacji na szok walutowy oraz skumulowanej w analogicznym okresie funkcji reakcji kursu walutowego na szok walutowy (ze względu na konieczność uwzględnienia wtórnych efektów zmian kursu walutowego w kolejnych okresach w następstwie wystąpienia początkowego szoku kursowego).

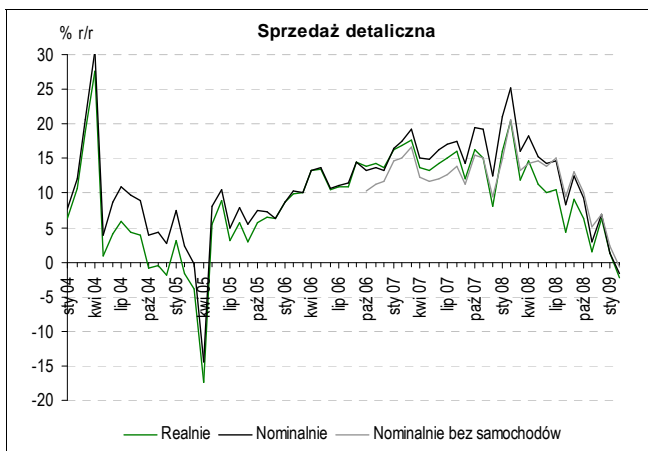
$$PT^{xr}(cpic_t)_n = \frac{\sum_{i=t}^{t+n} IRF_i^{cpi}}{\sum_{i=t}^{t+n} IRF_i^{xr}}$$

Analogiczny algorytm można zastosować do obliczenia współczynników oddziaływania ze strony pozostałych rodzajów zaburzeń (luka popytowa, płace) oraz dla pozostałych zmiennych inflacyjnych (PPI, ceny importu).

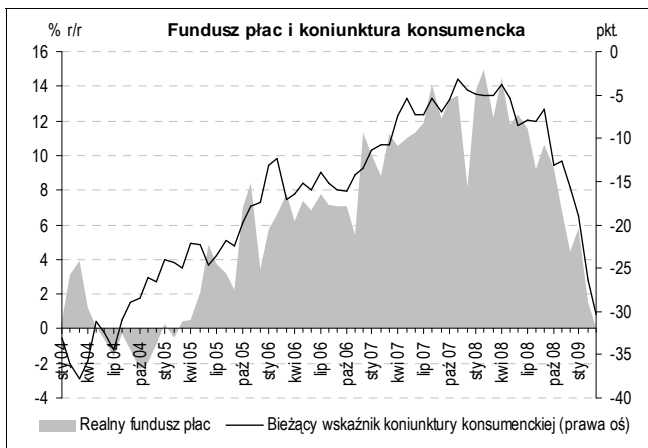
Gospodarka Polski

**Słabe dane o produkcji**

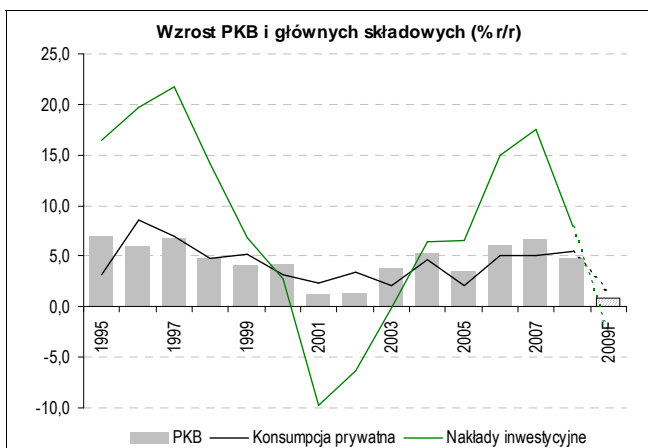
- Roczna dynamika produkcji przemysłu w lutym nieznacznie odbiła do -14,3% z -15,3% w styczniu. Marzec przyniesie wg nas spore odreagowanie do -4,8% r/r, ale będzie ono związane z efektem większej liczby dni roboczych (o dwa), natomiast sezonowo dostosowana dynamika produkcji spadnie po lekkim odreagowaniu w lutym do -12,4% z -12,7% w styczniu.
- Produkcja budowlana wzrosła w lutym o 1,2% r/r (sezonowo dostosowany wzrost 2,3% r/r) po wzroście o 7,4% r/r w styczniu. Zgodnie z oczekiwaniami nastąpiło więc wyraźne spowolnienie dynamiki produkcji budowlanej, ponieważ wcześniejsze relatywnie dobre wyniki były rezultatem długiego cyklu produkcyjnego. Po spodziewanym przez nas odbiciu w marcu (efekt dodatkowych dni roboczych), w kolejnych miesiącach dynamika produkcji budowlanej będzie się obniżać.

**Pierwszy od lat spadek sprzedaży detalicznej**

- Sprzedaż detaliczna w lutym spadła nominalnie o 1,6% r/r po wzroście o 1,3% r/r w styczniu i przeciętnie o 13,7% r/r w całym 2008 r. W ujęciu realnym sprzedaż spadła w lutym o 2,3% r/r (w styczniu wzrost o 1,4% r/r, a w całym 2008 r. o 10,2% r/r).
- Roczny spadek sprzedaży detalicznej nominalnie i realnie nastąpił po raz pierwszy od kwietnia 2005 r. (gdz działał efekt wysokiej bazy po boomie sprzed wejścia Polski do UE).
- W dalszym ciągu istotny negatywny wpływ na dynamikę sprzedaży detalicznej ogółem ma głęboki spadek sprzedaży samochodów. Niemniej, osłabienie popytu konsumpcyjnego staje się coraz bardziej widoczne również w przypadku innych komponentów sprzedaży detalicznej. Wg naszych szacunków roczna dynamika sprzedaży po wyłączeniu aut wyniosła w lutym -0,6% wobec 2,4% w styczniu i średnio 12,6% w 2008 r.

**Coraz gorzej na rynku pracy**

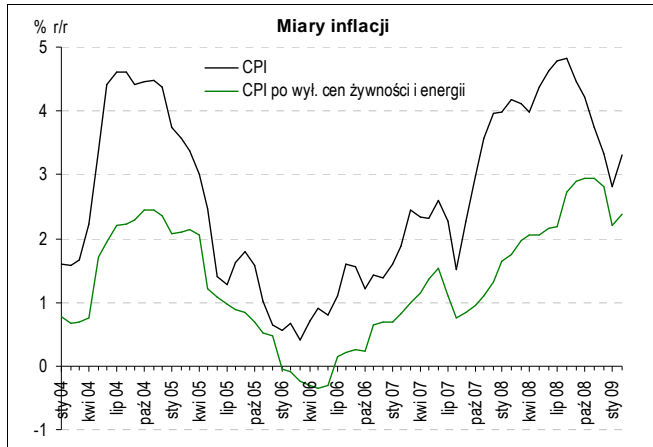
- Roczne tempo wzrostu płac spowolniło w lutym do 5,1%, najniższego poziomu od końca 2006, a zatrudnienie spadło o 0,2% r/r. W efekcie, fundusz płac w przedsiębiorstwach wzrósł nominalnie o niecałe 5% r/r, a w ujęciu realnym zaledwie o 1,5% (najgorszy wynik od prawie 4 lat). Stopa bezrobocia rejestrowanego na koniec lutego wzrosła do 10,9% z 10,5% na koniec stycznia.
- W marcu dalszemu gwałtownemu pogorszeniu uległy nastroje gospodarstw domowych (wg badań GUS, Ipsos, CBOS, Pentor).
- Przewidujemy kontynuację negatywnych tendencji na rynku pracy w najbliższych miesiącach (głębszy spadek zatrudnienia, coraz niższe tempo wzrostu płac nominalnych), co przełoży się na dalsze pogorszenie nastrojów konsumentów i obniżenie dynamiki konsumpcji w trakcie roku.

**Prognoza PKB ponownie w dół**

- Silniejsza niż oczekiwaliśmy reakcja konsumentów na pogorszenie warunków na rynku pracy (słaba sprzedaż i załamane nastroje konsumentów) oraz pogorszenie naszych prognoz popytu na pracę skłoniły nas do rewizji prognozy wzrostu konsumpcji indywidualnej na 2009 rok do 1,6% z 3%.
- Obniżyliśmy też prognozę nakładów inwestycyjnych, ale w niewielkim stopniu, ponieważ dość obiecujący był początek roku w zakresie napływu BIZ (w styczniu już niemal 1,5 mld €, a dla całego roku zakładamy ok. 5,5 mld €) i cały czas istnieją szanse na istotnie zwiększone wykorzystanie funduszy z UE.
- Mimo że obniżyliśmy prognozę eksportu (efekt rewizji prognoz PKB w strefie euro), to nasz szacunek wkładu eksportu netto do dynamiki PKB wzrósł z 0,2pp do 1pp, bo mocniej obniżyliśmy prognozę importu (po danych handlu zagranicznego za styczeń).

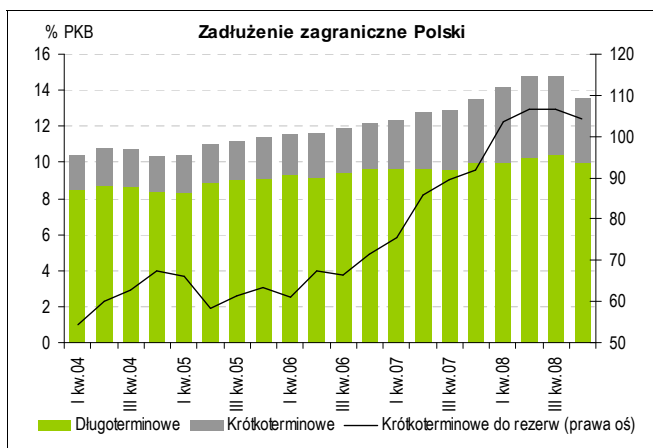
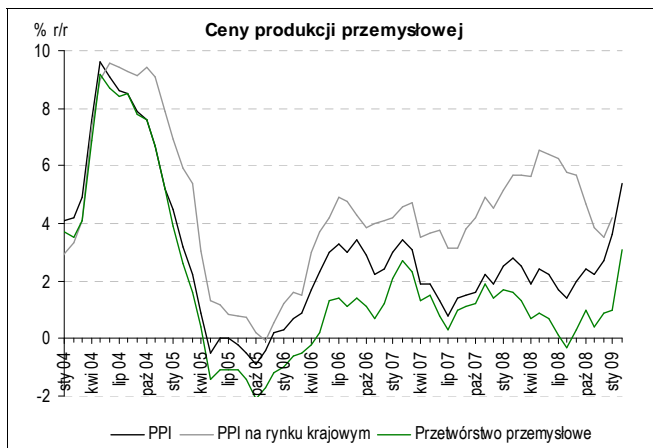
Źródło: GUS, obliczenia własne

Gospodarka Polski



Wagi głównych grup cen towarów i usług konsumpcyjnych

Kategoria CPI	2008	2009
Żywność i napoje bezalkoholowe	25,7	24,6
Napoje alkoholowe i wyroby tytoniowe	5,7	5,6
Odzież i obuwie	5,6	5,4
Użytkowanie mieszkania i nośniki energii	19,0	19,4
Wyposażenie mieszkania i prowadzenie gosp. domowego	5,3	5,3
Zdrowie	5,1	4,9
Transport	8,9	9,4
Łączność	5,2	4,9
Rekreacja i kultura	7,3	7,7
Edukacja	1,3	1,2
Restauracje i hotele	5,5	6,3
Inne towary i usługi	5,4	5,3



Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

Inflacja CPI i bazowa przejściowo w górę

▪ Roczna inflacja CPI w lutym wzrosła do 3,3%. Jednocześnie inflacja styczniowa została zrewidowana w dół do 2,8% z wcześniej szacowanych 3,1% (w związku ze zmianą wag w koszyku CPI), co oznacza, że wzrost cen w lutym w porównaniu z poprzednim miesiącem był znacznie wyższy niż oczekiwano (0,9% m/m wobec naszej prognozy 0,5%).

▪ Największy wzrost zanotowały ceny paliw (aż 7,1% m/m) oraz energii (2,9% m/m). Wyraźnie wzrosły też inne opłaty związane z eksploatacją mieszkania. Dynamika cen większości pozostałych towarów i usług była natomiast umiarkowana. Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła w lutym 2,4% r/r wobec 2,2% w styczniu i 2,8% w grudniu 2008.

▪ W sumie, struktura wzrostu cen w lutym sugeruje, że średnioterminowe perspektywy inflacji pozostają korzystne. Impuls związany z wyższymi cenami energii i użytkowania mieszkania powinien wygasnąć najdalej za 12 miesięcy, podczas gdy presja związana z osłabieniem popytu będzie wstrzymywać wzrosty cen w większości kategorii. W kolejnych miesiącach inflacja bazowa powinna spadać, do poniżej 2% w połowie roku. W przypadku dynamiki CPI w najbliższych miesiącach spodziewamy się stopniowego spadku do niewiele powyżej 2% w lipcu, a w II połowie prognozujemy umiarkowany wzrost do poniżej 3% w grudniu.

▪ Jeśli chodzi o zmianę wag w koszyku konsumpcyjnym, uwagę zwraca znaczny spadek wagi żywności przy sporym wzroście udziału rekreacji i kultury oraz restauracji i hoteli. Może to sprzyjać spadkowi inflacji w warunkach wyhamowania popytu. Wzrost wagi użytkowania mieszkania działa z kolei w kierunku wzrostu CPI. Ponadto, przeliczenie zeszłorocznego indeksu CPI dla nowych wag zadziałało poprzez zmianę bazy w kierunku obniżenia prognozowanej ścieżki inflacji na ten rok.

Zaskakująco wysoki PPI

▪ Inflacja PPI wzrosła w lutym do 5,4% r/r z 3,6% w styczniu. Wpłynął na to wzrost cen surowców, a także efekty deprecjacji złotego widoczne w cenach przetwórstwa przemysłowego - w dużej mierze jako efekt wzrostu złotej wartości cen eksportowych, co nie świadczy o presji cenowej w kraju.

▪ Choć w pewnym stopniu wzrost cen w przetwórstwie był silniejszy niż wynika ze wzrostu cen eksportu (co sugeruje, że cenowe efekty osłabienia złotego prawdopodobnie przybrały na sile), wpływ deprecjacji złotego na ceny produkcji na rynku krajowym będzie wg nas ograniczone głównie do cen produktów rafinacji ropy naftowej. Zakładając stopniową aprecjację złotego, PPI na rynku krajowym w tym roku będzie wg nas niższy niż w 2008 r., gdy wyniósł średnio 5,4%. Ponadto, oceniamy, że jego przełożenie na CPI będzie słabe.

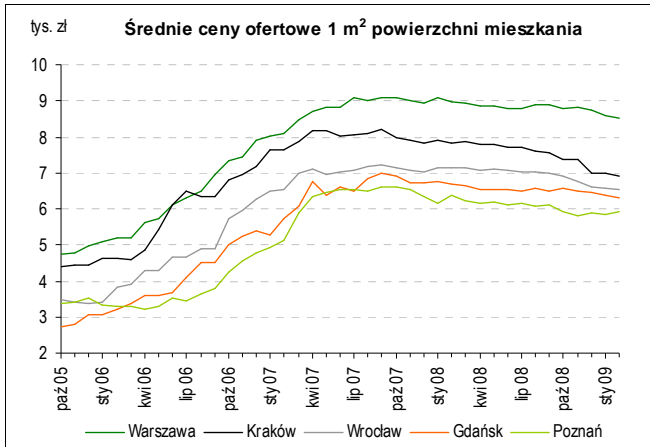
Spadek zadłużenia zagranicznego

▪ Wyrażone w euro zadłużenie zagraniczne ogółem Polski w IV kw. 2008 spadło do 171,8 mld € z 185,1 mld € w III kw. Z tego zadłużenie krótkoterminowe spadło z 50 mld € do 40,1 mld €.

▪ Należy jednak pamiętać, że duża część zadłużenia zagranicznego denominowana jest w złotych (np. obligacje złote w posiadaniu nierezydentów). Stąd, spadek wyrażonej w euro wartości zadłużenia ogółem to w dużej mierze efekt osłabienia złotego. Zadłużenie zagraniczne ogółem w złotych wzrosło silnie do 715,9 mld zł z 630,9 mld zł w III kw., ale z tego tylko 5 mld zł to przyrost długu krótkoterminowego.

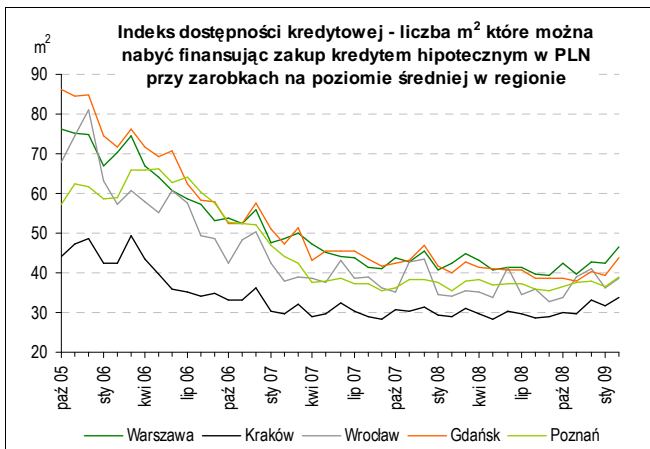
▪ Patrząc na zmiany relacji długu krótkoterminowego do rezerw walutowych (spadek ze 106,6% do 104,4%) oraz PKB (spadek z 4,4% do 3,6%), IV kw. przyniósł pewną poprawę zewnętrznej stabilności finansowej Polski.

Rynek nieruchomości



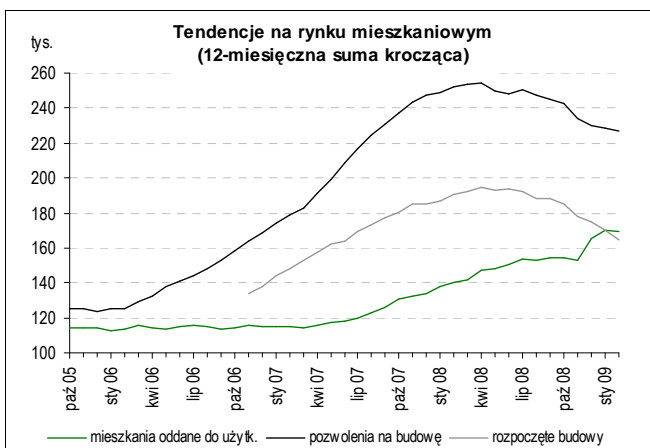
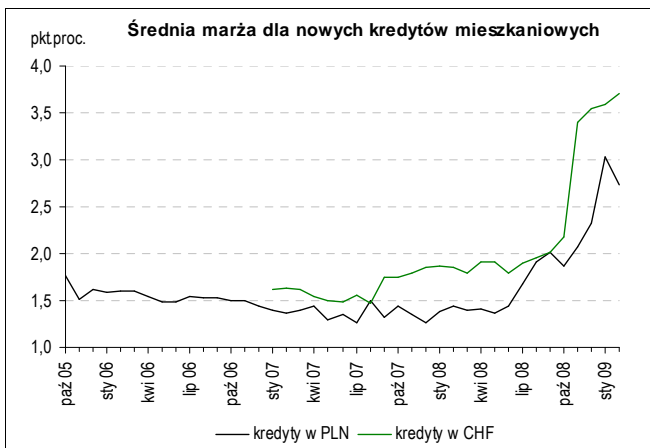
Ceny mieszkań nadal spadają, mimo ożywienia sprzedaży

- Z wyjątkiem Warszawy, luty przyniósł w 5 głównych miastach Polski pogłębienie rocznego spadku średnich ofertowych cen mieszkań. Niemniej, jedynie w przypadku Krakowa spadek cen był dwucyfrowy (11,5% r/r). Na relatywnie najmocniejszym rynku warszawskim spadek cen wyniósł 5,2% r/r.
- Jednocześnie, w mediach pojawiły się informacje od deweloperów oraz z rynku wtórnego nt. ożywienia sprzedaży mieszkań w lutym i marcu. Wzrostowi sprzedaży towarzyszyły promocje deweloperów (obniżki cen i rzeczowe dodatki do lokali) oraz upusty cenowe wobec cen ofertowych na rynku wtórnym. Na razie trudno jednak stwierdzić na ile jest to skumulowana realizacja wstrzymanego przez kilka miesięcy zmniejszonego popytu w reakcji na efektywny spadek cen, a na ile trwałe ożywienie popytu.



Łatwiej o mieszkanie z kredytem, ale trudniej o kredyt

- Obliczany przez nas indeks dostępności kredytowej mieszkań zanotował w lutym dość wyraźny wzrost. Wpłynął na to spadek cen mieszkań oraz spory spadek oprocentowania kredytów w złotych (ponad 100 pb). Ten ostatni wynikał zarówno ze spadku stawek referencyjnych (WIBOR 3M o ponad 80 pb w dół), jak i ze zmniejszenia średniego poziomu bankowych marż z nieco ponad 3 pp w styczniu do niewiele powyżej 2,7 pp w marcu.
- Negatywny efekt obniżenia dynamiki płac oraz wzrostu przyjmowanych w naszych obliczeniach kosztów utrzymania gospodarstw domowych był mniej istotny.
- Chociaż indeks dostępności kredytowej zanotował wzrost, należy pamiętać, że pokazuje on dostępność mieszkań przy wykorzystaniu kredytu, ale nie odzwierciedla zmian dostępności samych kredytów.
- Nie znamy jeszcze wyników kolejnej ankiety NBP wśród przewodniczących komitetów kredytowych banków, ale w poprzedniej ankiecie, której wyniki poznaliśmy w styczniu, informowano o dalszym, choć niewielkim, zaostrzeniu polityki kredytowej w I kw. br. Obserwowany w lutym spadek marż dla kredytów w złotych wskazuje jednak, że zaczynają następować pewne pozytywne zmiany. Wzrost marż dla kredytów we frankach pokazuje jednocześnie, że nadal utrudniony jest dostęp do kredytów walutowych, co wiąże się z utrzymującą się trudną sytuacją na rynku finansowania banków we franku.
- Czynnikiem osłabiającym pozytywną wymowę wzrostu indeksu dostępności kredytowej jest również pogorszenie sytuacji na rynku pracy (spadek zatrudnienia i wzrost bezrobocia). Zniechęca to do zaciągania długoterminowych zobowiązań w obawie przed utratą pracy, nawet przy utrzymaniu niewielkiego wzrostu płac i spadkach cen mieszkań oraz rozszerzeniu możliwości wykorzystania rządowych dopłat.



Podaż mieszkań nadal wyhamowuje

- Po stronie podażowej rynku mieszkaniowego, w lutym widoczna była kontynuacja obserwowanego już od kilku kwartałów dostosowania do malejącego popytu.
- Patrząc na skumulowane za 12 miesięcy wartości, w lutym kolejny miesiąc z rzędu zanotowano spadek liczby wydawanych pozwoleń na budowę. Jeszcze bardziej wyraźnie obniżyła się liczba rozpoczętych budów (ze 170,5 tys. do 164,7 tys. wobec niemal 195 tys. w szczycie boomu mieszkaniowego w I połowie 2008). Wreszcie, po przejściowym wzroście na przełomie roku (efekt zmiany przepisów), w lutym ponownie zaczęła się obniżać liczba oddawanych do użytku mieszkań.
- Ponadto, część deweloperów rozważa wycofanie części lokali ze sprzedaży i ich wynajmowanie, ale uzależnia to od wprowadzenia dyskutowanych zmian w prawie.

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

Pod lupą: Bank centralny

Fragmety marcowego komunikatu RPP (zmiany w porównaniu z lutym zaznaczone inną czcionką)

Dane, które napłynęły w ostatnim okresie **Obniżenie się dynamiki PKB w IV kw. 2008 r. oraz spadek produkcji przemysłowej, eksportu i sprzedaży detalicznej w pierwszych miesiącach 2009 r.** potwierdzają, że tempo wzrostu gospodarczego w Polsce ulega istotnemu obniżeniu. (...) Pomimo utrzymywania się nadpłynności sektora bankowego, koszt kredytu pozostaje na stosunkowo wysokim poziomie, co wynika z wysokiej premii za ryzyko kredytowe zawartej w rynkowych stopach procentowych i z podwyższonych marż. Jednocześnie informacje o sytuacji na rynku pracy potwierdzają **spadek zatrudnienia** i wzrost bezrobocia oraz obniżanie się dynamiki wynagrodzeń w gospodarce, co oddziałuje w kierunku zmniejszenia presji inflacyjnej.

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. W ostatnim okresie utrzymała się **zwiększona zmienność kursów walut krajów Europy Środkowo-Wschodniej, jak również gospodarek rozwiniętych. Zjawisko to dotyczyło także kursu złotego.**

W ocenie Rady, w najbliższych miesiącach inflacja może przejściowo nieznacznie wzrosnąć – **prawdopodobnie utrzyma się przejściowo na podwyższonym poziomie** głównie względu na wzrost cen kontrolowanych, w tym przede wszystkim cen energii elektrycznej oraz cen paliw.

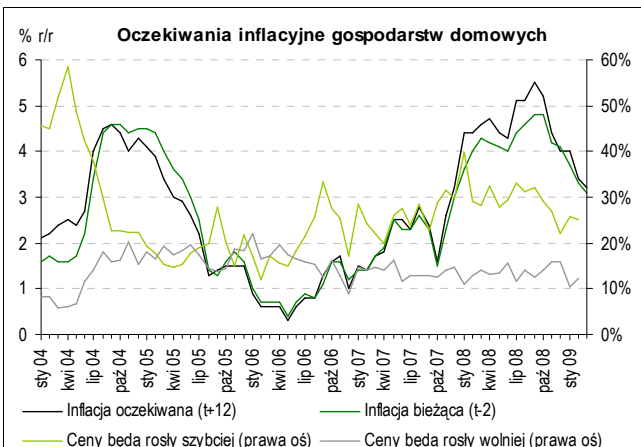
W średnim okresie, recesja w gospodarce światowej przyczyniająca się do spowolnienia krajowego wzrostu gospodarczego będzie oddziaływać w kierunku ograniczenia **ograniczać** presji inflacyjnej w Polsce. W kierunku ograniczenia popytu, a przez to presji inflacyjnej oddziałuje również **zaostrzenie warunków przyznawania kredytów przez banki będzie również oddziaływać pogorszenie się sytuacji na rynku pracy oraz sytuacji finansowej przedsiębiorstw, a także zaostrzenie warunków kredytowania przez banki.** W kierunku wzrostu cen będzie natomiast oddziaływać obserwowana w ostatnich miesiącach **wcześniej** 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.

Zmiany w Pakiecie Zaufania NBP

NBP wprowadzi od maja br., oprócz operacji repo na 3 m-ce, również operacje repo na 6 m-cy. W przypadku walut obcych planujemy wprowadzenie dodatkowych operacji zasilających w EUR oraz w USD z terminem 1 miesiąca.

Lista zabezpieczeń przyjmowanych przez NBP w operacjach repo zostanie od maja uzupełniona o inne niż skarbowe dłużne papiery wartościowe zdeponowane w KDPW. Ponadto, wychodząc naprzeciw oczekiwaniom banków, NBP będzie akceptował w tych operacjach polskie rządowe papiery denominowane w euro. Kolejne zmiany wprowadzane w nowym kwartale polegają na rozpoczęciu akceptowania w operacjach repo papierów wartościowych z kuponem zapadającym w trakcie trwania operacji, co do tej pory eliminowało część zabezpieczeń.

Wprowadzenie „nettingu” czyli rozwiązania, w którym banki będą mogły z jednej strony wykorzystać papiery wartościowe z zapadającą operacją, jako zabezpieczenie operacji nowej, a z drugiej będą rozliczały się z NBP w środkach pieniężnych kwotami netto wylizczonymi z tych operacji.



Źródło: NBP

Ćwiartka po ćwiartce

▪ Podobnie jak w lutym RPP obniżyła stopy procentowe o 25 pb, referencyjną do najniższego poziomu w historii 3,75%.

▪ Naszym zdaniem, ostatnie dane uzasadniały kontynuację obniżek, bo skala pogorszenia sytuacji gospodarczej jest wyraźna i można oczekiwać poprawy perspektyw inflacji. Potwierdzała to zresztą również projekcja inflacji NBP opublikowana w poprzednim miesiącu. Jest tak pomimo słabszego złotego, co pokazujemy w *Temacie miesiąca*.

▪ Komunikat był bardzo podobny jak przed miesiącem, czyli gołębi. Utrzymane zostało łagodne nastawienie w polityce pieniężnej, a liczba argumentów za tym przemawiających nawet się zwiększyła w stosunku do poprzedniego posiedzenia (pogorszenie sytuacji na rynku pracy i sytuacja finansowa przedsiębiorstw).

▪ Jeśli chodzi o odniesienia do kursu walutowego, Rada ograniczyła się do stwierdzenia, że w ostatnim czasie utrzymywała się podwyższona jego zmienność. Zniknęły natomiast z komunikatu stwierdzenia dotyczące tego, że kurs złotego jest niedowartościowany oraz przypomnienie o możliwości stosowania instrumentów bezpośrednio wpływających na kurs walutowy. Oczywiście, nie oznacza to, że takie uwagi nie mogą się znaleźć w przyszłych komunikatach w zależności od sytuacji na rynku walutowym, ani że Rada zmieniła zdanie w tym zakresie.

▪ Rada podtrzymała opinię dotyczącą wejścia do ERM2 i strefy euro, a po posiedzeniu pojawiły się kilka komentarzy członków Rady na ten temat (szczegóły na następnej stronie).

▪ Jeśli chodzi o inne możliwe do podjęcia kroki powtórzono, że obniżka stopy rezerwy obowiązkowej, jak i głębsza obniżka stopy depozytowej mogą być rozważane w przyszłości.

Nieco rozszerzony Pakiet zaufania NBP

▪ Większym problemem dla sektora bankowego może być płynność w walutach obcych związana z niedopasowaniem aktywów i pasywów, niż płynność w złotych.

▪ Głębsza obniżka stopy depozytowej mogłaby być pozytywna z punktu widzenia ograniczenia koncentracji płynności w złotych, ale ważne jest, aby za taką zmianą poszła również decyzja o zmianie wyceny transakcji FX swap przez NBP. Utrzymywanie stopy depozytowej jako referencyjnej stawki w tych operacjach doprowadziłoby do dalszego wyraźnego wzrostu ceny finansowania w walutach dla polskich banków.

▪ Niestety, w rozszerzonym *Pakiecie zaufania* brak jest zmiany ceny FX swap. Pozytywna informacja to rozpoczęcie negocjacji z EBC nt. możliwości akceptacji polskich obligacji denominowanych w złotych jako zabezpieczenie operacji EBC.

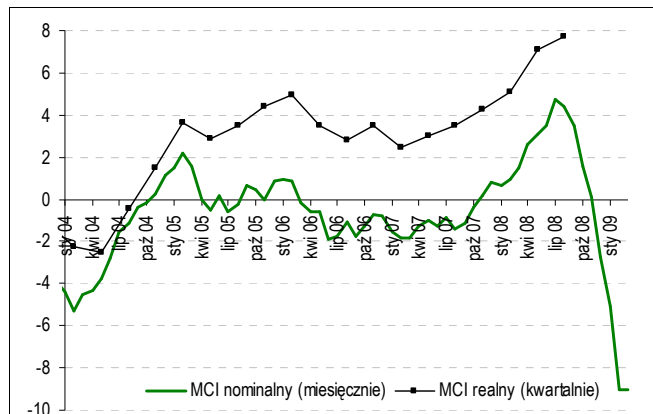
Oczekiwania inflacyjne spadają wraz z CPI

▪ W ostatnich miesiącach doszło do znaczącego spadku oczekiwań inflacyjnych według miary prezentowanej przez NBP.

▪ Wynika to w znacznej mierze ze spadku inflacji CPI i można oczekiwać, że kolejne miesiące przyniosą kontynuację tej tendencji (z wyjątkiem okresu gdy inflacja wzrosła na początku tego roku).

▪ Warto jednak również zwrócić uwagę na strukturę odpowiedzi podawanych w ankietach. Odsetek osób oczekujących, że ceny będą w najbliższych 12 miesiącach rosły jeszcze szybciej niż teraz utrzymuje się od paru miesięcy na stosunkowo niskim poziomie. Jest to poziom porównywalny do osiąganego gdy inflacja była na znacznie niższym poziomie (w okolicach bądź poniżej celu inflacyjnego).

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



Stabilizacja MCI po silnym spadku

- Po znaczącym spadku wskaźnika MCI w lutym, opisywanym w poprzednim miesiącu, marzec przyniósł stabilizację, wraz z ukształtowaniem się kursu EURPLN na podobnym poziomie jak miesiąc wcześniej (utrzymanie na poziomie powyżej szacowanego przez nas długoterminowego trendu) i dalszym spadkiem stawki WIBOR (dalsze odchylenie od trendu w stronę łagodzenia polityki pieniężnej).
- Tak jak już pisaliśmy przed miesiącem, wpływ gwałtownego osłabienia złotego na restrykcyjność polityki pieniężnej nie jest jednoznaczny. Dlatego rzeczywiste złagodzenie polityki pieniężnej jest zapewne słabsze niż wskazuje MCI. Dodatkowo, wpływ stawek rynku międzybankowego jest mniejszy ze względu na mniejszą dostępność kredytu w gospodarce.

4,00%



Filar 1,60 (1,61)

Wasilewska-Trenkner 1,60 (1,48)

Noga 1,48 (1,52)

Wojtyła 1,44 (0,91)

Sławiński 1,16 (0,91)

3,00%

Czekaj 1,00 (0,86)

Skrzypek 0,84 (N/A)

Owsiak 0,88 (0,91)

Nieckarz 0,88 (0,83)

2,50%

Pietrewicz 0,80 (0,74)



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

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

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

Troje przeciwko obniżce o 75 w styczniu

Zostały opublikowane wyniki głosowania nad obniżką stóp procentowych o 75 w styczniu, przeciwko której byli Dariusz Filar, Halina Wasilewska-Trenkner oraz Andrzej Wojtyła. Wydaje nam się, że wyniki głosowania nad kolejną obniżką w lutym (o 25 pb) pokażą podobny choć niekoniecznie taki sam układ głosów w Radzie. Nasza ocena siły głosów poszczególnych członków i frakcji w RPP pozostaje bez zmian. W najbliższych miesiącach przeciwko dalszym obniżkom będzie najprawdopodobniej troje wyżej wymienionych oraz Marian Noga. Możliwe, że dołączy do nich Andrzej Sławiński. Jednak wciąż nie będzie to stanowić większości, przy decydującym głosie Prezesa po drugiej stronie.

... ale nawet jastrzębie mówią o przerwach, a nie o końcu cyklu obniżek

Warto zwrócić uwagę, że „jastrzębi” członkowie Rady nie wykluczają kolejnych obniżek stóp, a optują raczej za przerwą. Prof. Filar powiedział, że dotychczasowe informacje nie wskazują na wystąpienie recesji w Polsce (jego zdaniem wzrost PKB w całym 2009 r. może wynieść ok. 1%), ale dopóki nie ma wiarygodnych sygnałów stabilizacji sytuacji gospodarczej na świecie, to nie ma sygnału dla Rady, aby cykl obniżek zakończyć. Prof. Noga powiedział z kolei, że widzi potrzebę obniżek, ale jego zdaniem w kwietniu i/lub maju powinna nastąpić przerwa. Co prawda niektórzy „jastrzębi” członkowie Rady mówią, że mogą sobie wyobrazić sytuację, w której w ciągu najbliższych miesięcy stopy będą podnoszone, jednak traktujemy te głosy jako czysto hipotetyczne i raczej odosobnione.

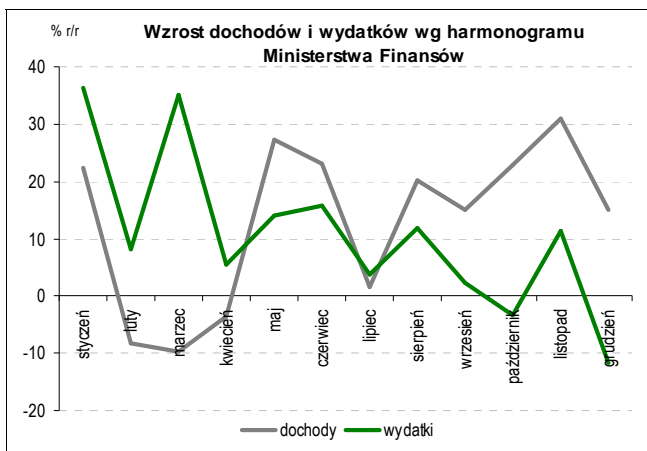
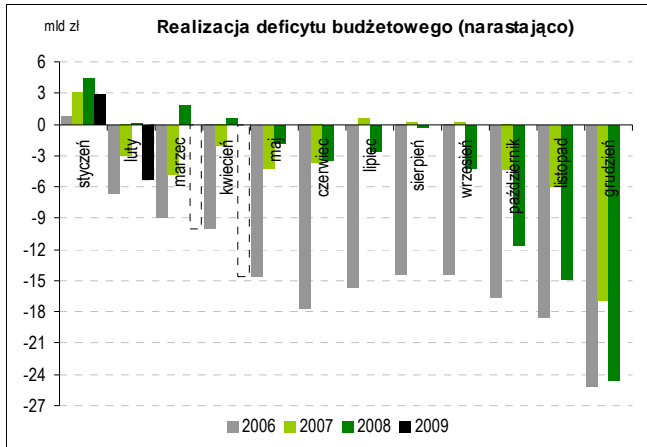
Nie ma informacji uzasadniających bezczynność Rady

Podczas konferencji po posiedzeniu prezes NBP pokreślił, że Rada nie sygnalizuje końca obniżek i jest nadal w fazie łagodzenia polityki pieniężnej. Podobny punkt widzenia przedstawiał najbardziej „gołębi” członek Rady, Mirosław Pietrewicz. Jak wiadomo, jego głos jednak nie stanowi dominującego nurtu w Radzie, podobnie jak skrajnych jastrzębi. Członkiem Rady, którego głosy jak dotąd zawsze byłyby zgodne z większością, jest Jan Czekaj. Po marcowym posiedzeniu powiedział on „praktycznie nie ma wśród danych ze sfery realnej jednej informacji, która uzasadniałaby bezczynność Rady. Jeżeli popatrzymy na dane o produkcji, sprzedaży, zatrudnieniu oraz na wskaźniki wyprzedzające koniunktury wydaje się, że obniżanie stóp procentowych wydaje się w pełni uzasadnione”. Zgadzamy się z tym poglądem i biorąc pod uwagę prognozy kolejnych danych, utrzymujemy, że w kwietniu zobaczymy kolejną obniżkę.

Jak rząd przekona do ERM2 bez zmian w konstytucji?

Dodatkowym ciekawym wątkiem pojawiającym się w wywiadach z członkami Rady była kwestia ewentualnego wejścia do ERM2. Jan Czekaj powiedział, że zmiana konstytucji jako warunek wejścia do ERM2 jest powtarzany w komunikacie Rady dlatego, że było to wynikiem ustaleń podczas spotkania z premierem i od tamtej pory nie ustalono z rządem nowych warunków. Dodał on, że „jeżeli jest sensowny plan wejścia do ERM II bez zmiany konstytucji, to sądzę, że Rada będzie skłonna to poprzeć”. Wskazuje to, że możliwa jest zmiana opinii przez Radę. Jednak na dziś wygląda na to, że problem polega na tym, że Rada nie zna planu rządu i nie jest w stanie ocenić jego realności. Jesteśmy ciekawi jakimi argumentami rząd przekona RPP (oraz EBC i Komisję Europejską) do zmiany opinii w tej sprawie. Głos w tej sprawie zabrał również Dariusz Filar. Zasugerował on, że mógłby opowiedzieć się za wejściem do ERM2 bez zmiany konstytucji, ale tylko pod warunkiem, że poparcie polityczne niezbędne dla ich przeprowadzenia w późniejszym terminie byłoby wyraźnie widoczne i wiarygodne. Jednocześnie stwierdził, że „w obecnych warunkach politycznych takie wyrażenie poparcia politycznego wydaje się mało prawdopodobne”.

Pod lupą: Rząd i polityka



Wypowiedzi w sprawie wejścia do ERM2

Jacek Rostowski, minister finansów, PAP, 20 marca

Konsensus polityczny, to znaczy zmiana konstytucji - o ile taka zmiana jest potrzebna - raczej składam się do tego, że jest potrzebna przed wejściem do ERM2. Tak zdefiniowaliśmy ten konsensus z EBC podczas dyskusji we Frankfurcie i tej definicji się trzymamy.

Ludwik Kotecki, wiceminister finansów, PAP, 1 kwietnia

Mamy do czynienia w tej chwili z dwoma warunkami, które wydaje się, że należałoby spełnić, zanim wejdziemy do ERM2. I nie jest to zmiana konstytucji. Do wejścia do mechanizmu walutowego niepotrzebna jest zmiana konstytucji. Ona będzie potrzebna ewentualnie w momencie, kiedy będziemy wstępować do strefy euro. (...) To jest kwestia pewnej zgody politycznej. Ona będzie oznaczać, że perspektywa zmiany konstytucji jest wyraźna i jasna.

Zbigniew Chlebowski, szef klubu parlamentarnego PO, PAP, 1 kwietnia

Nie ma takiej możliwości, żeby wejść do ERM2 bez zgody RPP. Chociaż są opinie, że można się bez tego obejść.

Wypowiedzi w sprawie zmiany konstytucji przed wejściem do strefy euro

Ludwik Kotecki, wiceminister finansów, Dziennik, 16 marca

Wchodząc do Unii Europejskiej zgodziliśmy się przyjąć euro. Część konstytucjonalistów uważa, że zmiana naszej ustawy zasadniczej jest tylko dostosowaniem naszych przepisów wewnętrznych do obowiązującego nas już prawa wspólnotowego. (...) Okazuje się, że prawnicy konstytucjonalisci są podzieleni w tej kwestii. Za to mamy przykład Estonii - oni nie zmienili konstytucji, przywiązując swoją walutę do euro sztywnym kursem.

Prof. Piotr Winczorek, specjalista prawa konst., Rzeczpospolita, 18 marca

Należy pamiętać, że żadna umowa międzynarodowa, także traktat europejski, nie góruje w Polsce nad konstytucją (...) Zwróćmy uwagę, że Estonia nie przyjęła jeszcze euro (...) Wzywam zatem te osoby [na których opinie powołuje się minister Kotecki] do ujawnienia się i publicznego przedstawienia swoich argumentów. Warto by się z nimi zapoznać; przyjąć, jeśli są rozsądne, albo odrzucić, jeśli są wątpliwe lub zgola bałamutne.

Dalsze powiększanie deficytu

Ministerstwo Finansów przedstawiło harmonogram realizacji dochodów i wydatków budżetu państwa w tym roku. Uwzględniła on redukcję obydwu wielkości w porównaniu z założeniami ustawy budżetowej, biorąc pod uwagę oszczędności zaplanowane przez rząd. Kwota redukcji to jednak 17,3 mld złotych, a nie 19,7 mld podanych w ramach oszczędności.

Pomijamy już, że kwota bliska 20 mld nie stanowiła w całości oszczędności, a tylko przesunięcia w wydatkowaniu poza budżet centralny. Rząd wciąż nie pokazał jaki wpływ będą miały te „oszczędności” na deficyt całego sektora finansów publicznych.

Według harmonogramu deficyt w marcu miał wynieść ponad 12 mld zł, jednak okazuje się, że ten wynik był nieco lepszy (o ponad 2 mld) ze względu na wyższe dochody o prawie 1 mld (głównie z CIT) i mniejsze wydatki o ponad 1 mld. W przypadku wydatków mowa jest raczej o przesunięciu niż braku ich realizacji.

... ale ministerstwo liczy na to, że ten trend się zatrzyma

W porównaniu z ubiegłym rokiem, po pierwszym kwartale widzimy większą skalę realizacji wydatków (na co ma wpływ przesunięcie z zeszłego roku) i mniejszą, choć nieznacznie, realizację dochodów. Oczywiście na stopień realizacji budżetu wpływa również harmonogram napływu funduszy unijnych, które spodziewane są raczej w drugiej połowie roku.

Ministerstwo Finansów zakłada ponad 90% realizacji budżetu już w połowie roku i wtedy ma mieć miejsce kolejna analiza wpływów i wydatków do końca roku. Jak wynika z wykresu obok, ministerstwo zakłada wzrost dochodów średnio o prawie 20% w każdym miesiącu w okresie maj-grudzień.

Nawet biorąc pod uwagę szanse na delikatne ożywienie w drugiej połowie roku, wydaje nam się to zbyt optymistyczne.

Rząd w końcu powoli przyznaje, że ERM2 przesunięte

Uważamy, że deficyt całego sektora finansów publicznych wyniesie ponad 3% PKB (być może nawet ponad 4%) w tym i prawdopodobnie również w przyszłym roku. Jest to wystarczający argument za wstrzymaniem wejścia do ERM2.

Są również inne – brak zgody politycznej na zmianę konstytucji (o czym poniżej) i duża zmienność na rynku walutowym. To wszystko sprawia, że trudno zapewne byłoby przekonać instytucje unijne, aby zgodziły się na wejście do ERM2.

Przedstawiciele rządu dopiero niedawno zaczęli głośno mówić o istotności tych argumentów i możliwym wpływie na realizację mapy drogowej. Cóż, czas ucieka, a termin założony wejścia do ERM2 jest coraz bliższy (I połowa roku). Dlatego też rząd ma przedstawić kolejny dokument - tym razem już bez dat (i dobrze), ale za to z uwarunkowaniami wejścia do ERM2 i strefy euro.

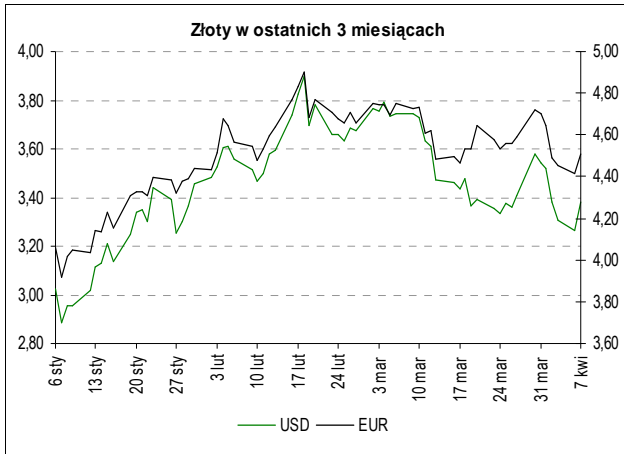
Zmiana konstytucji konieczna przed przyjęciem euro

Ku naszemu zdziwieniu, przedstawiciele rządu rozpoczęli na nowo dyskusję, czy zmiana konstytucji jest konieczna nie tylko przed wejściem do ERM2, ale i przed wejściem do strefy euro.

Jest to o tyle dziwne, że to po spotkaniu z premierem RPP włączyła do komunikatu zdanie o konieczności kompromisu politycznego już przed wejściem do ERM2. Co do konieczności zmian konstytucji przed wprowadzeniem euro wydawało się, że konstytucjonalisci byli zgodni.

Według *Dziennika* pojawiła się jednak ekspertyza konstytucjonalistów (dodajmy, że anonimowych) pokazująca inną opinię. My nie jesteśmy prawnikami, a tym bardziej specjalistami od konstytucji, jednak w tej kwestii jakoś łatwiej zawieramy znanemu konstytucjonalistcie prof. Winczorkowi niż bliżej niesprecyzowanej analizie z anonimowego źródła.

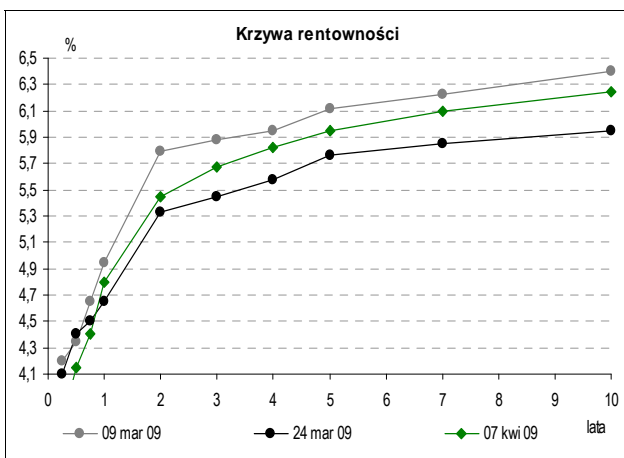
Monitor rynku



Mocniejszy złoty

▪ Złoty umocnił się do wskazanego przez nas poziomu 4,40 szybciej niż się spodziewaliśmy, bo już kilka dni po publikacji naszego poprzedniego raportu. W drugiej części marca nastąpiła spora korekta (kurs EURPLN powyżej 4,70), co wiązało się zamieszeniem politycznym w regionie (Węgry, Czechy) wzrostem awersji do ryzyka na świecie oraz zapadaniem struktur opcyjnych. Na początku kwietnia złoty znów umocnił się do 4,40 wobec euro.

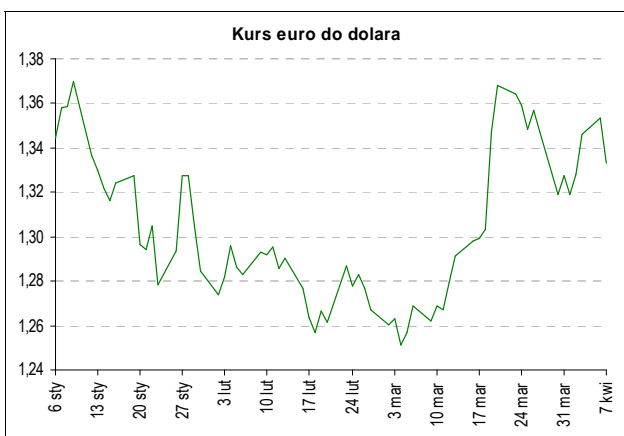
▪ W najbliższym czasie poziom 4,40 pozostanie istotnym technicznym wsparciem dla EURPLN, choć przy silnej poprawie apetytu na ryzyko może czasowo zostać pokonany. Dane krajowe wciąż wskazują na wyraźne spowolnienie gospodarcze, co nie sprzyja złotemu. Z drugiej strony złoty będzie stabilizowany przez ewentualną wymianę walut przez MinFin oraz pozytywny wpływ dodatkowych środków przyznanych MFW na postrzeganie stabilności finansowej regionu.



Wystromienie krzywej – rentowności w dół

▪ W połowie marca wraz ze znaczącym umocnieniem złotego doszło także do spadku stóp rynkowych na krajowym rynku. Tuż przed posiedzeniem RPP doszło co prawda do korekty jednak po posiedzeniu (obniżka o 25 pb) doszło do znaczącego spadku stóp na całej krzywej IRS i obligacji. Koniec zeszłego miesiąca ponownie przyniósł osłabienie, co wynikało z ruchów na rynku walutowym. W kwietniu spadek stóp przy silnym umocnieniu złotego był początkowo relatywnie niewielki, jednak w kolejnych dniach stopy rynkowe kontynuowały spadki. Od poprzedniego raportu krzywa rentowności obniżyła się o ok. 20-40 pb.

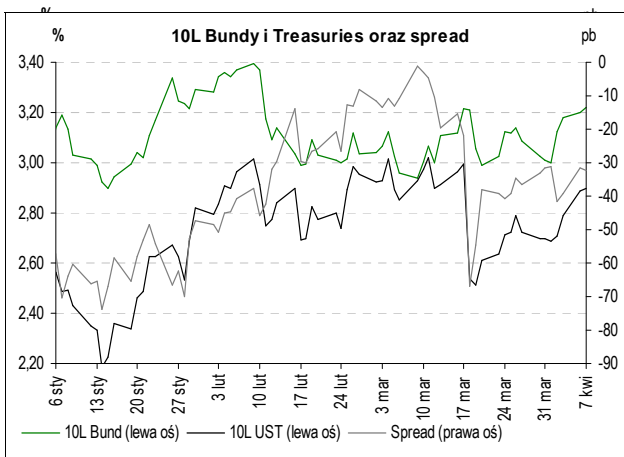
▪ O ile nie dojdzie go gwałtownej przeceny złotego RPP powinna kontynuować obniżki stóp co powinno wspierać krótki koniec krzywej rentowności. Przy utrzymujących się pozytywnych nastrojach na świecie spadek stóp IRS powinien być wolniejszy. Długi koniec wciąż będzie się cieszył względnie mniejszym popytem inwestorów.



Euro zyskuje wobec dolara

▪ W minionym miesiącu doszło do poprawy nastrojów inwestorów i spadku awersji do ryzyka (za sprawą nieco lepszych od prognoz danych makro głównych gospodarek, pozytywnych sygnałów z sektora bankowego oraz spotkania G20), co poza wzrostami na światowych rynkach akcji zaowocowało znaczącym umocnieniem euro do dolara. Euro wsparły także mniejsza od oczekiwań obniżka stóp przez EBC. Po tym jak kurs EURUSD wzrósł do 1,355 ostatnie dni przyniosły spore odreagowanie dolara do ok. 1,325.

▪ Umocnienie euro przyszło nieco wcześniej i było silniejsze niż się spodziewaliśmy. Oczekujemy, że w najbliższych tygodniach kurs EURUSD może się ustabilizować wobec euro blisko 1,33. Naszym zdaniem dolar będzie też zyskiwał w dalszej części roku w kierunku 1,30, do czego może się przyczynić ilościowe łagodzenie polityki pieniężnej przez EBC.

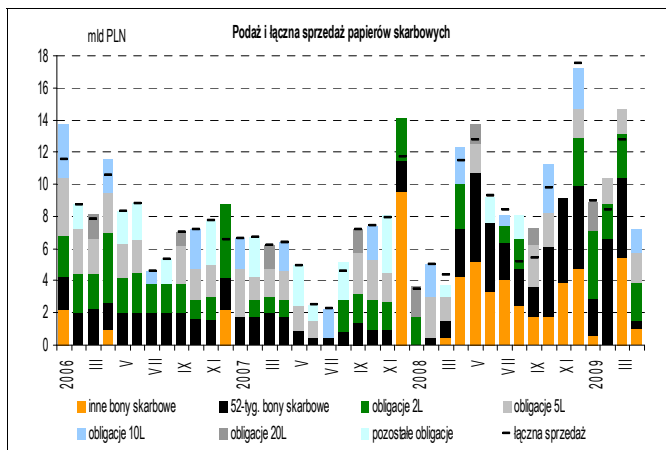
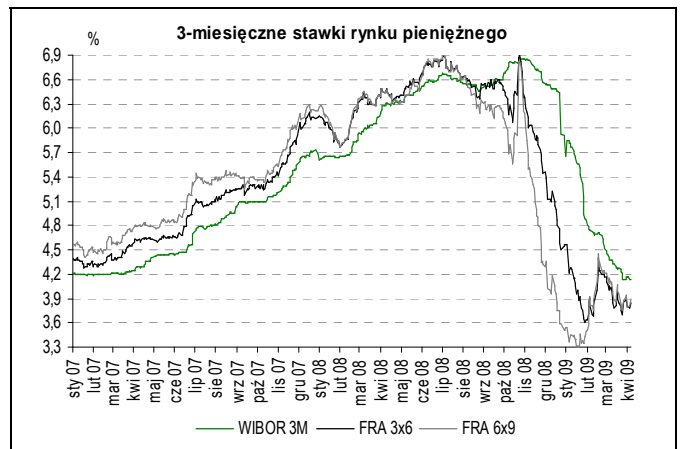
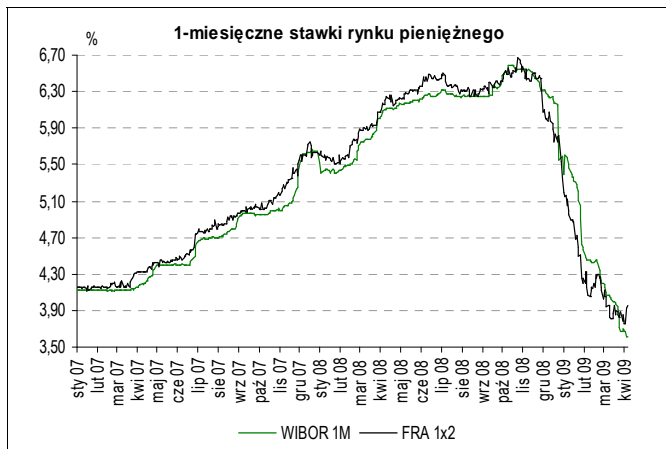
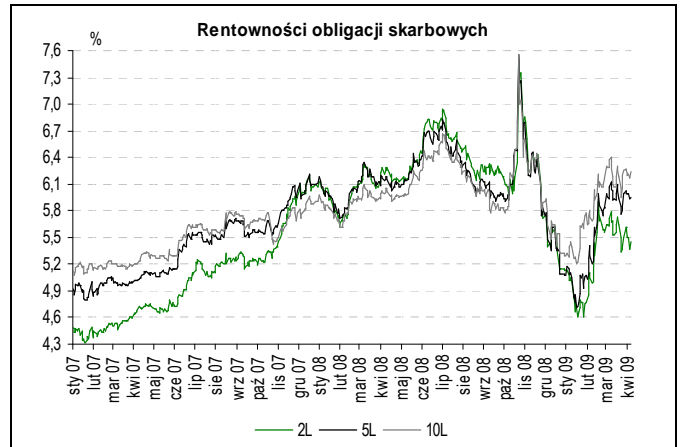
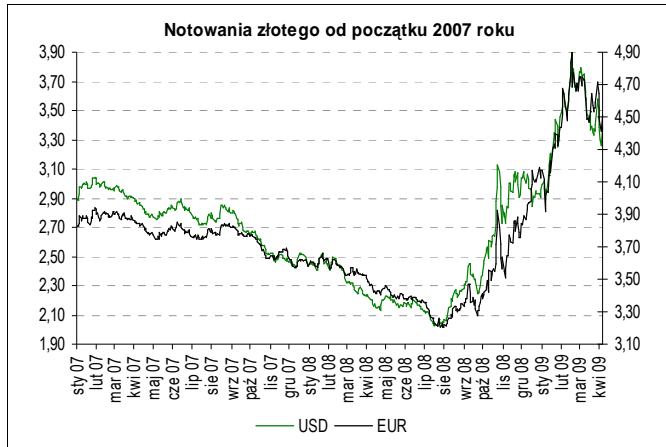


Zakupy Fed powstrzymują wzrost rentowności w USA

▪ Ostatnie tygodnie stały pod znakiem wzrostowej tendencji rentowności niemieckich obligacji. Spadek apetytu na bezpieczne aktywa, odreagowanie na rynkach akcji i obawy o dużą podaż długu przyczyniły się do spadków cen. Rynkom strefy euro zaszkodziła też mniejsza skala redukcji stóp przez EBC. Na rynku amerykańskim te czynniki też miały wpływ na rynek, ale zostały całkowicie zneutralizowane przez decyzję Rezerwy Federalnej o wprowadzeniu dodatkowych ilościowych narzędzi łagodzenia polityki pieniężnej tj. zakupów obligacji skarbowych. Od poprzedniej publikacji raportu rentowności 10-letnich Treasuries pozostały bez zmian (2,90%) a 10-letnich Bundów wzrosły o 25 pb do 3,20%.

▪ Spadki cen obligacji w USA powinny być ograniczane przez zakupy papierów skarbowych przez Fed na rynku. Z kolei w strefie euro może dojść do odreagowania cen w górę w oczekiwaniu na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej przez EBC.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	(OFERTA)*/SPRZEDAŻ			
	52-tyg.	28-tyg.	26-tyg.	13-tyg.
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	900-1200/1181	-	1100-1400/1555	-
23.03.2009	-	-	1300-1600/1610	-
30.03.2009	800-1000/1013	-	300-500/500	-
06.04.2009	800-1000/1077	-	-	-
09.04.2009	1000-1500	800-1000	-	-
20.04.2009	1000-1500	-	-	-
27.04.2009	1000-1500	-	-	-
04.05.2009	-	-	-	-
11.05.2009	-	-	-	-
18.05.2009	-	-	-	-

* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

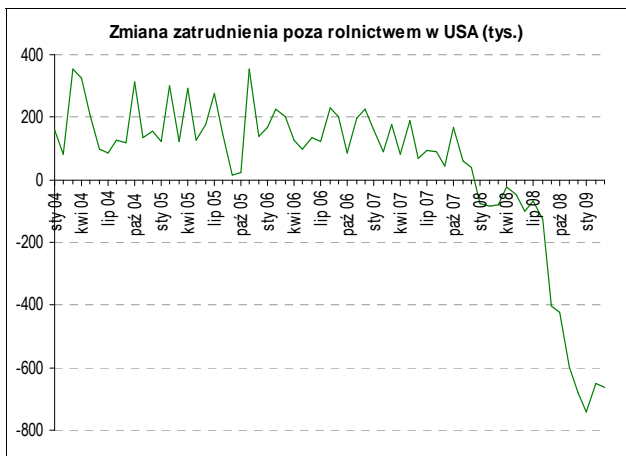
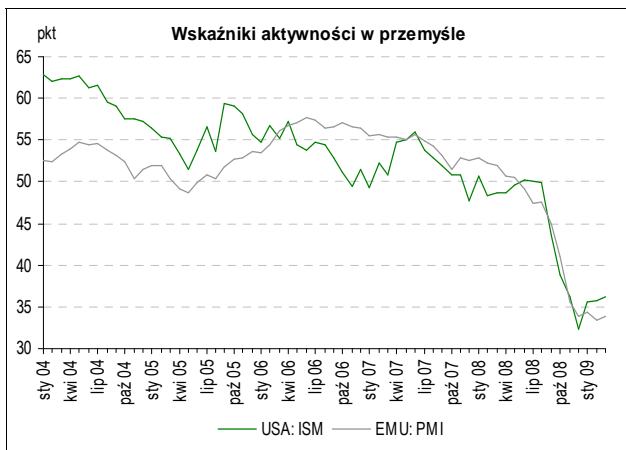
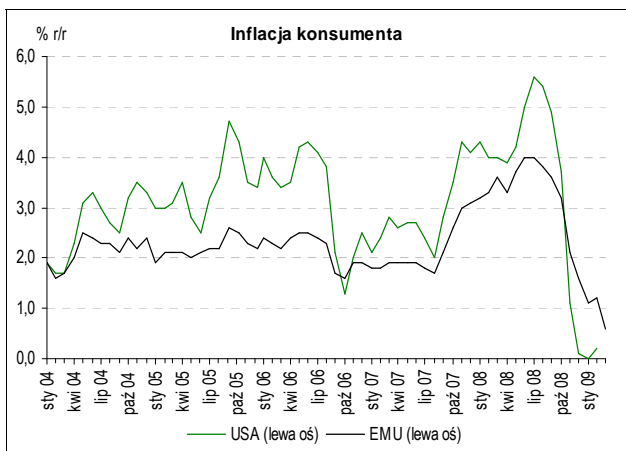
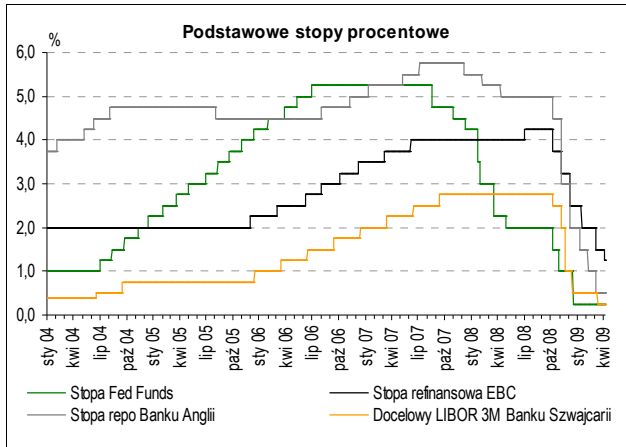
Przetargi obligacji skarbowych w 2008/2009 r. (mln zł)

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	-	-	-	-	18.02	-	-
marzec	04.03	OK0711/PS0414	2760/1500	2550/640	-	-	-	-	11.03	OK0711/PS0414	2759/1809
kwiecień	01.04	OK0711/PS0414	2400/1800	2544/1814	08.04	DS1019	1000-1800	2120	15.04	-	-
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

**Dalsze łagodzenie polityki pieniężnej**

▪ Fed nie zmienił stóp w marcu, utrzymując główną stopę procentową w przedziale 0-0,25%. Skala zapowiedzianych działań w ramach ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej pozytywnie zaskoczyła rynki. Fed podał, iż dokona w 6 miesięcy zakupów skarbowych papierów dłużnych na kwotę 300 mld \$, a także zwiększy o 850 mld \$ (do 1,45 bln \$) zakupy długu związanego z rynkiem nieruchomości w celu wsparcia rynku mieszkaniowego i przyspieszenia zakończenia recesji. W sumie, obecnie Fed zamierza nabyć aktywa o wartości 1,75 bln \$, a dotąd zamierzał 600 mld \$.

▪ EBC obniżył w marcu stopy procentowe jedynie o 25 pb, podczas gdy rynek oczekiwał redukcji stóp o 50 pb. Główna stopa refinansowa spadła do 1,25%, najniższego poziomu w historii. Prezes EBC nie wykluczył dalszych obniżek stopy refinansowej przy stabilizacji stopy depozytowej (obecnie 0,25%). Jednocześnie zapowiedział, że decyzja o wprowadzeniu dodatkowych narzędzi ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej zostanie podjęta na najbliższym posiedzeniu. Według nas w takiej sytuacji ze spodziewaną przez nas kolejną obniżką stóp o 25 pb EBC może poczekać do czerwca, kiedy zostaną opublikowane nowe prognozy banku.

▪ Inflacja nie jest obecnie problemem dla głównych banków centralnych i pozwala na stosowanie kolejnych narzędzi łagodzenia polityki monetarnej.

▪ Dane o inflacji ze strefy euro za luty pokazały wzrost HICP w lutym o 1,2% r/r, nieco powyżej oczekiwań. Według wstępnych szacunków Eurostatu za marzec inflacja w strefie euro ponownie spadła do jedynie 0,6% r/r wobec spodziewanego spadku do 0,9%.

▪ Z kolei CPI w lutym wzrósł o 0,4% m/m wobec oczekiwanych 0,3% m/m. Inflacja bazowa był zgodnie z oczekiwaniami na poziomie 0,2% m/m. W ujęciu rocznym CPI wzrósł o 0,2% a bazowy indeks o 1,8% r/r.

Stabilizacja indeksów aktywności trwa

▪ Marzec był kolejnym miesiącem, kiedy obserwowana była stabilizacja indeksów aktywności.

▪ PMI dla przemysłu strefy euro za marzec okazał się nieco gorszy od prognoz i zanotował wzrost do 33,9 pkt z 33,5 pkt w lutym wobec prognozowanych 34 pkt. Jednak indeks PMI dla sektora usług w strefie euro wzrósł mocniej niż oczekiwano do 40,9 pkt z 39,2 w lutym przy rynkowym konsensusie i wstępnym szacunku 40,1 pkt.

▪ Indeks ISM dla przemysłu USA za marzec wzrósł do 36,3 pkt z 35,8 pkt w poprzednim miesiącu wobec nieco niższych oczekiwań na poziomie 36,0 pkt. Indeks dla usług dla USA nieoczekiwanie spadł do 40,8 pkt z 41,6 pkt przy oczekiwanym wzroście do 42 pkt.

▪ Indeks PMI dla Chin wzrósł w marcu do 52,4 pkt, powyżej 50 pkt po raz pierwszy od lipca 2008 r.

▪ Finalne dane o PKB w USA za IV kw. wskazały na spadek o 6,3% r/r (oczekiwano -6,5%), najsilniej od pierwszego kwartału 1982 r., wobec 6,2% wg poprzednich szacunków. Za rewizję odpowiadały dostosowania w zapasach (-25,8 mld \$) i inwestycjach (-21,7%). Spadek konsumpcji prywatnej (-4,3%) i eksportu (-23,6%) pozostały bez zmian wobec poprzednich szacunków (-4,3%).

▪ Dane o PKB dla strefy euro za IV kw. ub.r. zostały zrewidowane w dół do -1,6% kw./kw. – rekordowy kwartalny spadek (-1,5% r/r) z -1,5% kw./kw. (-1,3% r/r) wg poprzednich szacunków przy spadku inwestycji o 4% kw./kw., spadku konsumpcji prywatnej o 0,3% kw./kw., eksportu o 6,7% i importu o 4,7%. Obecnie oczekujemy, że gospodarka strefy euro skurczy się w tym roku o 3,5% r/r.

▪ Wg Departamentu Pracy liczba zatrudnionych w USA poza sektorem rolniczym spadła w marcu o 663 tys. osób, blisko oczekiwanych 660 tys. wobec 651 tys. w lutym. Dane za styczeń zostały wyraźnie zrewidowane w dół z -655 tys. do -741 tys. Stopa bezrobocia wzrosła jednak zgodnie z oczekiwaniami do 8,5%, najwyższego poziomu od 1983 r. z 8,1% w poprzednim miesiącu.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
6 kwietnia PL: Przetarg bonów skarbowych EZ: Sprzedaż detaliczna (II)	7 EZ: Zrewidowany PKB (IV kw.)	8 PL: Przetarg obligacji JP: Spotkanie Banku Japonii – decyzja US: Zapasy hurtowe (II) US: Minutes FOMC	9 PL: Przetarg bonów skarbowych EZ: Spotkanie Banku Anglii – decyzja US: Bilans handlowy (II) US: Ceny w imporcie (III)	10 US, GB, CH, IT, CA: Dzień wolny (Wielki Piątek)
13 PL: Dzień wolny	14 PL: Bilans płatniczy (II) PL: Podaż pieniądza (III) US: PPI (III) US: Sprzedaż detaliczna (III)	15 PL: Przetarg zamiany PL: CPI (III) US: CPI (III) US: Indeks NY Fed (IV) US: Raport o przepływach kapitału (II) US: Produkcja przemysłu (III)	16 EZ: Produkcja przemysłu (II) EZ: Finalny HICP (III) US: Liczba nowych budów domów (III) US: Liczba pozwoleń na budowę (III) US: Indeks Philadelphia Fed (IV)	17 PL: Płace i zatrudnienie (III) US: Wstępny Michigan (IV)
20 PL: Przetarg bonów skarbowych PL: Produkcja przemysłowa (III) PL: PPI (III) US: Wskaźniki wyprzedzające (III)	21 DE: Indeks ZEW (IV)	22	23 PL: Minutes RPP (III) EZ: Wstępny PMI - sektor przetwórczy (IV) EZ: Wstępny PMI - sektor usług (IV) US: Sprzedaż domów (III)	24 PL: Inflacja bazowa (III) PL: Wskaźniki koniunktury (IV) DE: Indeks Ifo (IV) US: Zamówienia na dobra trwałe (III) US: Sprzedaż nowych domów (III)
27 PL: Przetarg bonów skarbowych DE: Indeks GfK (V) PL: Sprzedaż detaliczna (III) PL: Bezrobocie (III)	28 PL: Spotkanie RPP US: Raport Case/Shiller (II) US: Zaufanie konsumentów (IV)	29 PL: Spotkanie RPP – decyzja JP: Dzień wolny EZ: Podaż pieniądza M3 (III) EZ: Indeks nastrojów gospodarczych (IV) US: Bazowy PCE (I kw.) US: Wstępny PKB (I kw.) US: Deflator PKB (I kw.) US: Spotkanie Fed - decyzja	30 JP: Spotkanie Banku Japonii – decyzja EZ: Wstępny HICP (II) US: Bazowy PCE (III) US: Chicago PMI (IV)	1 maja PL: Święto Pracy DE, CH: Dzień wolny US: Finalny Michigan (IV) US: Zamówienia w przemyśle (III) US: ISM - sektor przetwórczy (IV)
4 PL: PMI (IV) PL: Przetarg bonów skarbowych EZ: PMI - sektor przetwórczy (IV) US: Niezakończone transakcje sprzedaży domów (III)	5 EZ: PPI (III) US: ISM - sektor usług (IV)	6 PL: Przetarg obligacji JP: Dzień wolny EZ: PMI - sektor usług (IV) EZ: Sprzedaż detaliczna (III) US: Raport ADP (IV)	7 DE: Zamówienia w przemyśle (III) EZ: Spotkanie EBC – decyzja US: Wydajność & jednostkowe koszty pracy (I kw.)	8 US: Zatrudnienie poza rolnictwem (IV) US: Stopa bezrobocia (IV) US: Zapasy hurtowe (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 ^a	13 ^b	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	27	-	-	-	-	-	-	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	19	17	17	17	19	18	16	18	16	16	18	16
Bezrobocie	29	24	24	27	-	-	-	-	-	-	-	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	15 ^c	12	13	14	15	17	14	-	-	-	-	-
Podaż pieniądza	14	13	13	14	14	12	14	-	-	-	-	-
Bilans NBP	7	6	6	7	7	5	7	-	-	-	-	-
Wskaźniki koniunktury	22	20	20	22	22	22	22	21	22	22	20	22

* dane kwartalne; ^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty, ^c za listopad 2008 itd.

Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		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 08	kwi 08
Produkcja przemysłowa	% r/r	0,7	14,4	1,4	6,5	4,8	-4,4	5,5	-2,0	-10,6	-5,6	-15,3	-14,3	-4,8	-13,0
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	16,0	18,3	15,2	14,3	14,7	8,3	12,4	9,2	3,0	6,9	1,3	-1,6	-2,1	0,2
Stopa bezrobocia	%	10,9	10,3	9,8	9,4	9,2	9,1	8,9	8,8	9,1	9,5	10,5	10,9	11,2	11,2
Place brutto ^{b c}	% r/r	10,5	12,9	10,8	12,3	11,8	9,9	11,2	10,1	7,6	5,6	8,1	5,1	4,2	3,8
Zatrudnienie ^b	% r/r	5,7	5,5	5,3	4,7	4,6	4,1	4,0	3,5	3,0	2,2	0,7	-0,2	-0,8	-1,3
Eksport (w euro) ^d	% r/r	10,6	33,6	12,1	18,7	22,8	9,4	20,9	0,5	-11,3	-16,4	-25,2	-31,4	-21,1	-30,0
Import (w euro) ^d	% r/r	12,2	33,1	15,3	21,7	22,5	17,8	21,0	4,8	-8,3	-13,5	-26,6	-30,9	-22,6	-31,9
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-1345	-1195	-1420	-1661	-1635	-1329	-1249	-1526	-1519	-1688	-441	-610	-900	-606
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-1807	-1521	-1745	-2219	-879	-1300	-1881	-2012	-1637	-1920	-1078	-610	-940	-616
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-4,9	-5,1	-5,1	-5,1	-4,9	-5,0	-5,2	-5,3	-5,5	-5,4	-5,4	-5,3	-5,1	-5,0
Saldo budżetu (narastająco)	mlrd PLN	1,9	0,6	-1,9	-3,5	-2,7	-0,3	-4,2	-11,6	-14,8	-24,6	2,9	-5,3	-10,0	-14,5
Saldo budżetu (narastająco)	% planu ^e	-7,6	-2,4	7,5	14,1	10,9	1,3	17,0	47,1	60,3	100,0	-16,0	29,0	55,0	80,0
Inflacja (CPI)	% r/r	4,1	4,0	4,4	4,6	4,8	4,8	4,5	4,2	3,7	3,3	2,8	3,3	3,2	3,2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,5	1,9	2,4	2,2	1,7	1,4	2,0	2,4	2,2	2,7	3,6	5,4	5,7	5,9
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	13,6	15,0	15,1	16,3	16,8	16,8	17,3	17,3	18,1	18,6	17,6	17,4	17,1	15,4
Depozyty	% r/r	15,3	16,7	17,4	18,5	19,4	18,9	20,0	18,7	19,4	20,6	19,5	18,7	18,1	16,3
Kredyty	% r/r	29,7	28,3	27,6	27,7	25,3	26,7	28,0	32,8	31,7	36,0	35,8	37,3	34,2	31,7
USD/PLN	PLN	2,28	2,19	2,19	2,17	2,07	2,19	2,34	2,69	2,93	2,98	3,18	3,63	3,55	3,40
EUR/PLN	PLN	3,54	3,45	3,40	3,37	3,26	3,29	3,37	3,57	3,73	4,01	4,22	4,65	4,62	4,45
Stopa interwencyjna ^a	%	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	3,50
Stopa lombardowa ^a	%	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	5,00
WIBOR 3M	%	6,03	6,29	6,41	6,58	6,62	6,52	6,56	6,80	6,74	6,40	5,51	4,69	4,30	4,11
Rentowność bonów 52-tyg.	%	6,09	6,10	6,10	6,63	6,70	6,60	6,46	6,45	6,52	6,10	4,85	4,62	4,78	4,70
Rentowność obligacji 2L	%	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	5,40
Rentowność obligacji 5L	%	6,20	6,12	6,25	6,62	6,53	6,15	6,01	6,48	6,21	5,42	4,96	5,57	5,97	5,90
Rentowność obligacji 10L	%	5,98	5,98	6,10	6,41	6,43	6,10	5,89	6,39	6,25	5,57	5,43	5,94	6,21	6,10

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

^a wartość na koniec okresu; ^b w sektorze przedsiębiorstw; ^c nominalnie; ^d dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji;

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2006	2007	2008	2009	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09
PKB	mld PLN	1 060,0	1 175,3	1 266,6	1 311,0	295,3	309,9	312,1	349,3	305,8	320,8	322,3	362,1
PKB	% r/r	6,2	6,7	4,8	0,8	6,0	5,8	4,8	2,9	0,4	0,7	1,0	1,1
Popyt krajowy	% r/r	7,3	8,6	5,0	-0,1	6,2	6,0	4,3	3,6	-0,1	-0,4	0,0	0,1
Spożycie indywidualne	% r/r	5,0	5,0	5,4	1,6	5,6	5,5	5,1	5,2	2,0	1,8	1,4	1,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	14,9	17,6	7,9	-2,7	15,7	15,2	3,5	3,5	-4,0	-6,0	-3,0	0,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	12,5	9,7	3,5	-7,5	8,2	7,0	2,2	-6,3	-11,5	-10,3	-6,1	-1,9
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	11,9	14,0	9,6	-0,2	16,1	11,8	8,4	4,8	-1,2	0,6	0,5	-0,6
Stopa bezrobocia ^a	%	14,8	11,2	9,5	13,8	10,9	9,4	8,9	9,5	11,2	11,4	12,2	13,8
Place realne brutto ^c	% r/r	4,2	6,7	5,9	0,7	7,5	7,9	5,6	3,6	2,6	0,1	0,3	-0,1
Zatrudnienie ^c	% r/r	3,2	4,6	4,5	-2,1	5,8	5,2	4,2	2,9	-0,1	-1,8	-2,9	-3,7
Eksport (w euro) ^b	% r/r	20,4	13,4	12,7	-20,0	21,2	19,8	19,5	-7,5	-26,5	-26,2	-18,0	-8,0
Import (w euro) ^b	% r/r	24,0	19,5	14,9	-22,2	22,5	21,7	22,6	-4,4	-27,8	-29,0	-20,0	-11,0
Bilans handlowy ^b	mln EUR	-5 539	-12 369	-16 538	-10 335	-3 241	-4 218	-4 356	-4 723	-1 951	-2 124	-2 851	-3 408
Rachunek bieżący ^b	mln EUR	-7 445	-14 586	-19 613	-10 622	-4 727	-5 401	-4 361	-5 124	-2 628	-1 814	-2 471	-3 708
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-2,7	-4,7	-5,4	-3,4	-5,1	-5,2	-5,3	-5,4	-5,1	-4,3	-3,9	-3,4
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-3,8	-2,0	-2,7	-3,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	1,0	2,5	4,2	2,7	4,1	4,3	4,7	3,8	3,1	2,8	2,3	2,5
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	1,4	4,0	3,3	2,8	4,1	4,6	4,5	3,3	3,2	2,4	2,3	2,8
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,4	2,0	2,2	5,0	2,6	2,2	1,7	2,4	4,9	5,4	4,9	4,9
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	16,0	13,4	18,6	5,2	13,6	16,3	17,3	18,6	17,1	14,1	10,0	5,2
Zobowiązania ^a	% r/r	15,2	14,5	20,6	5,1	15,3	18,5	20,0	20,6	18,1	14,7	9,9	5,1
Należności ^a	% r/r	23,4	29,9	36,0	3,9	29,7	27,7	28,0	36,0	34,2	26,7	17,4	3,9
USD/PLN	PLN	3,10	2,77	2,41	3,27	2,39	2,18	2,20	2,87	3,45	3,41	3,18	3,03
EUR/PLN	PLN	3,90	3,78	3,52	4,25	3,58	3,41	3,31	3,77	4,50	4,42	4,13	3,97
Stopa interwencyjna ^a	%	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 ^a	%	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	4,83	3,86	3,40	3,30
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,18	4,69	6,26	4,29	5,84	6,28	6,59	6,36	4,75	4,40	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	5,46	6,02	6,33	6,23	6,04	5,50	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	5,86	6,10	5,90	5,80

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

^a wartość na koniec okresu; ^b dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji; ^c w sektorze przedsiębiorstw

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 06.04.2009 r. zostało przygotowane przez:

ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY

ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, fax 022 586 83 40

Email: ekonomia@bzwbk.pl

Serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.bzwbk.pl>

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

tel. 022 586 83 63, Email: maciej.reluga@bzwbk.pl

Piotr Bielski 022 586 83 33

Piotr Bujak 022 586 83 41

Cezary Chrapek 022 586 83 42

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Gdańsk

Długie Ogrody 10

80-765 Gdańsk

tel. 058 326 26 40

fax 058 326 26 42

Kraków

Rynek Główny 30/8

31-010 Kraków

tel. 012 424 95 01

fax 012 424 21 41

Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5

61-894 Poznań

tel. 061 856 58 14

fax 061 856 55 65

Warszawa

ul. Marszałkowska 142

00-061 Warszawa

tel. 022 586 83 20

fax 022 586 83 40

Wrocław

ul. Rynek 9/11

50-950 Wrocław

tel. 071 370 25 87

fax 071 370 26 22

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. (członka Grupy AIB) ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. lub Grupy AIB w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

