

W tym miesiącu:

Temat miesiąca	2
Konsumpcja w kryzysie	
Gospodarka Polski	7
Rynek nieruchomości	9
Pod lupą: Bank centralny	10
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

Ostre wahania już na starcie

▪ **Duża zmienność kursu walutowego, o której w ubiegłym miesiącu pisaliśmy, że będzie nam towarzyszyła w roku 2010, dała o sobie znać już w styczniu.** Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, na początku roku kurs EURPLN pokonał chwilowo poziom 4,0, jednak fala zwiększonej awersji do ryzyka przyniosła znaczącą korektę do poziomu powyżej 4,10. Nie zmieniamy naszych prognoz na kolejne kwartały, a na najbliższe tygodnie oczekujemy trendu bocznego w okolicach poziomu 4,0 (jeśli miałyby dojść do kolejnej korekty, to nie powyżej 4,14-4,15).

▪ **Co ciekawe, umocnienie złotego obserwowane na przełomie stycznia i lutego nastąpiło pomimo spadającego kursu EURUSD na rynkach globalnych.** Kurs euro pozostaje pod negatywnym wpływem sytuacji fiskalnej tzw. peryferyjnych krajów strefy euro, których postrzeganie pogorszyło się na skutek problemów Grecji. W pewnym sensie problemy fiskalne Grecji posłużyły jako pretekst do „zagrania” na rynkach finansowych przeciwko Hiszpanii, Portugalii i Włochom. Koszty ubezpieczenia od bankructwa dla posiadaczy długu tych krajów (credit default swap) gwałtownie wzrosły. Stało się tak niezależnie od tego, że fundamenty ekonomiczne i zaawansowanie w reformach tych krajów są różne. Dla przykładu, Hiszpania ma o połowę mniejszy niż Grecja dług w relacji do PKB, a Włochy mają podobnie jak Grecja bardzo wysoki poziom długu, ale niewielki deficyt fiskalny i niewielki deficyt obrotów bieżących. Według nas, w ciągu najbliższych miesięcy zmieni się postrzeganie tych krajów przez zarówno fundusze arbitrażowe, jak i banki inwestycyjne, podobnie jak to miało miejsce rok temu w przypadku krajów naszego regionu – po gwałtownej wyprzedży i wrzucenia wszystkich krajów do jednego worka (Polska z Ukrainą i krajami bałtyckimi) nastąpiło znaczne różnicowanie krajów w analizach.

▪ **W naszych prognozach dla polskiej gospodarki nie dokonujemy jak na razie istotnych zmian.** Tempo wzrostu gospodarczego w 2009 roku było zgodne z naszymi oczekiwaniami. Ostatnie dane miesięczne były mieszane, ale niskie tempo wzrostu produkcji i pogorszenie wskaźników koniunktury sugeruje, że ożywienie wytraca tempo. Do podobnych wniosków skłania nasz zegar koniunktury (wykres obok) – wskaźnik powrócił nawet do ćwiartki sugerującej depresję (naszym zdaniem, chwilowo). Dane za styczeń odnośnie produkcji również mogą zaskoczyć *in minus*, choć na szczęście częściowo odpowiadały będą za to kiepskie warunki atmosferyczne.

▪ **Dane dla krajów wysoko rozwiniętych pokazują, że ostatnia recesja spowodowała jeśli nie zmierzch, to w każdym razie kryzys konsumpcjonizmu i mocny wzrost stopy oszczędzania.** Tymczasem Polacy nie wystraszyli się dekonunktury na tyle, aby zmienić przyzwyczajenia. Niemniej najbliższe kwartały przyniosą pogorszenie dynamiki dochodów z pracy, co stwarza ryzyko obniżenia dynamiki spożycia indywidualnego. Potwierdzają to wyniki przeprowadzonej przez nas analizy (*Temat miesiąca*). Na razie utrzymujemy prognozy konsumpcji bez zmian, ale trzeba z uwagą śledzić dane o obrotach handlu detalicznego i nastrojach konsumentów.

Na rynku finansowym 29 stycznia 2010 r.:					
Stopa depozytowa NBP	2,00	WIBOR 3M	4,19	USDPLN	2,9083
Stopa referencyjna NBP	3,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	5,09	EURPLN	4,0616
Stopa lombardowa NBP	5,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,55	EURUSD	1,3966

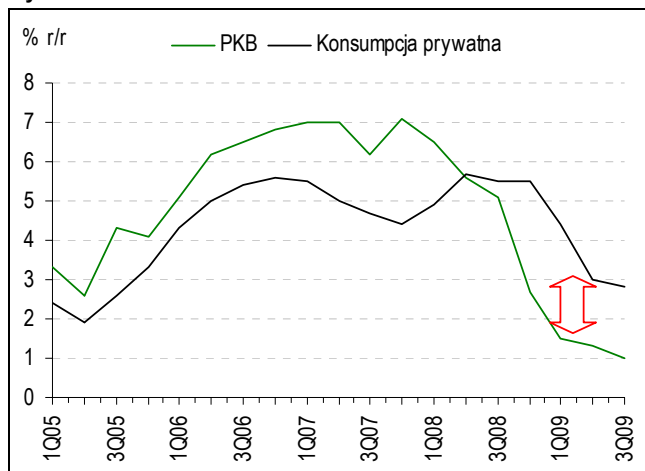
Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.02.2010 r.

Temat miesiąca

Konsumpcja w kryzysie

Światowa gospodarka powoli wychodzi z głębokiego kryzysu. Polska stosunkowo łagodnie przeszła przez okres gwałtownych turbulencji, które wstrząsnęły rynkami finansowymi i sferą realną na całym świecie. Jako jeden z nielicznych krajów uniknęliśmy recesji. O czynnikach, które się do tego przyczyniły pisaliśmy już wielokrotnie. Niewątpliwie jednym z ważnych „stabilizatorów” tempa wzrostu gospodarczego w naszym kraju było zachowanie konsumentów.

Tempo wzrostu PKB i konsumpcji prywatnej (% r/r), wyrównane sezonowo



Źródło: GUS

Ożywienie w gospodarce już się rozpoczęło, a tempo wzrostu aktywności ekonomicznej przyspiesza od kilku kwartałów. Jednak istnieje sporo wątpliwości co do tego jak szybko PKB może powrócić na ścieżkę wzrostu potencjalnego. Kluczowym źródłem niepewności jest trwałość ożywienia gospodarczego za granicą. Jednak znaki zapytania dotyczą również perspektyw popytu krajowego, w tym zachowania konsumentów. Poprawa na rynku pracy będzie opóźniona względem ogólnego cyklu koniunktury, a dochody gospodarstw domowych prawdopodobnie nie będą na razie rosły zbyt szybko. Czy w tych warunkach popyt konsumpcyjny pozostanie istotną siłą napędową gospodarki, czy będzie raczej spowalniał proces wychodzenia z dołka? Na te pytania chcemy odpowiedzieć w tym miesiącu, przyglądając się bliżej konsumpcji prywatnej w Polsce – jej zachowaniu w okresie kryzysu oraz perspektywom na kolejne kwartały.

Spożycie dużej wagi

Kiedy posługujemy się terminem „konsumpcja”, zazwyczaj mamy na myśli konsumpcję prywatną, a w zasadzie tą jej część, która w terminologii rachunków narodowych określona jest jako **spożycie indywidualne w sektorze gospodarstw domowych**. Jest to największy komponent w

rachunku PKB od strony rozdysponowania, w wielu krajach (w tym w Polsce) odpowiadający za ok. dwie trzecie wartości Produktu Krajowego Brutto. Z tego względu ocena kondycji sektora prywatnych konsumentów jest zazwyczaj kluczowa dla oceny kondycji i perspektyw całej gospodarki.

Wydatki konsumpcyjne gospodarstw domowych (% PKB)

As a proportion of GDP (%)			
	1996	2001	2006 (1)
EU-27	57.0	57.4	56.3
Euro area	56.8	56.9	56.0
Belgium	52.5	52.3	50.5
Bulgaria	76.1	73.8	73.9
Czech Republic	53.2	54.0	50.8
Denmark	50.0	46.7	47.5
Germany	55.4	56.5	53.9
Estonia	64.8	59.5	56.2
Ireland	52.1	45.3	43.2
Greece	:	75.8	73.9
Spain	62.7	62.4	59.5
France	56.2	55.5	56.0
Italy	59.0	60.1	59.7
Cyprus	81.8	82.8	75.3
Latvia	65.1	60.8	63.2
Lithuania	66.6	66.2	65.6
Luxembourg	47.5	46.6	39.3
Hungary	55.9	56.5	53.9
Malta	78.8	77.3	68.9
Netherlands	49.1	48.8	45.7
Austria	58.5	58.1	56.3
Poland	61.3	64.5	61.5
Portugal	65.4	64.2	65.9
Romania	:	69.0	67.8
Slovenia	61.3	57.8	55.5
Slovakia	53.9	58.8	56.2
Finland	50.6	47.4	48.4
Sweden	47.7	46.6	45.4
United Kingdom	61.4	62.1	59.9
Turkey	67.3	74.9	73.9
Iceland	54.7	52.2	52.5
Norway	47.0	41.7	39.8
Switzerland	59.1	59.5	57.3

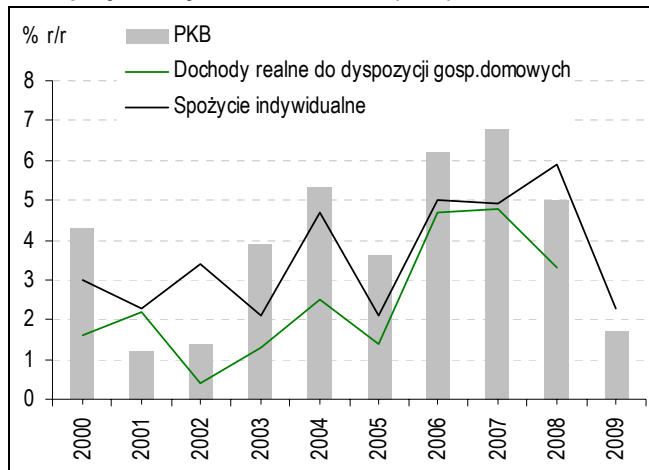
(1) Niemcy, Grecja, Francja, Włochy, Malta, Holandia, Turcja, Norwegia 2007; Bułgaria i Szwecja 2005; Dania 2004

Źródło: Eurostat

Spożycie indywidualne jest nie tylko największą, ale też stosunkowo najbardziej stabilną częścią PKB. Jego wahania są zazwyczaj umiarkowane w porównaniu do pozostałych składowych zagregowanego popytu. W okresie szybkiego wzrostu gospodarczego konsumpcja rośnie zwykle wolniej niż dochody gospodarstw domowych, natomiast w okresach dekoniunktury załamanie popytu konsumpcyjnego jest często mniej gwałtowne niż spadek dochodów. Ekonomiści nazywają to zjawisko, wynikające z dążenia konsumentów do ustabilizowania ścieżki spożycia w dłuższym okresie, „wyglądaniem konsumpcji”.

Rosnący pęd do konsumpcji

Jeżeli spojrzymy na dane historyczne dotyczące polskiej gospodarki, okaże się, że Polacy zwiększali wydatki konsumpcyjne w szybszym tempie niż rosły ich realne dochody nie tylko w okresach spowolnienia gospodarczego, ale przez całą ostatnią dekadę. Innymi słowy, od wielu lat obserwowany był systematyczny wzrost relacji spożycia indywidualnego do dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych (dochód do dyspozycji to ta część łącznych dochodów ludności, która pozostaje po opłaceniu podatków i składek na ubezpieczenia społeczne), a tym samym spadek relacji oszczędności do dochodów (stopy oszczędności).

PKB, dochody realne do dyspozycji gospodarstw domowych oraz spożycie indywidualne w Polsce (% r/r)


Źródło: GUS

Można podejrzewać, że jednym z głównych czynników, które przyczyniły się do tak wyraźnego wzrostu apetytu na konsumpcję była zmiana strukturalna dokonująca się w ciągu ostatnich lat w Polsce, polegająca na istotnym zwiększeniu roli kredytu w gospodarce. Sprzyjała temu, obok gwałtownego rozwoju rynku produktów bankowych, era względnie niskiej inflacji i wyjątkowo łagodnej polityki pieniężnej. Podobne zjawisko można było zaobserwować również w innych krajach znajdujących się na ścieżce nadgania luk rozwojowych. Szczególnie mocno wzrost konsumpcji finansowanej kredytem wpłynął na obniżenie stóp oszczędności w krajach bałtyckich, gdzie spadły one blisko, a nawet poniżej zera.

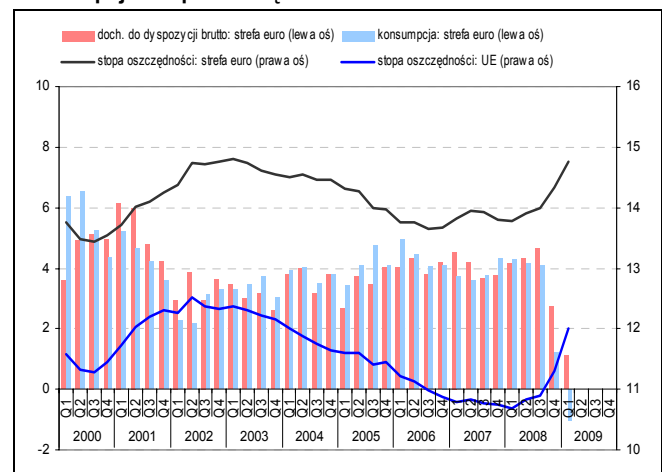
Kryzys konsumpcjonizmu?

Ostatni kryzys, który dotknął światową gospodarkę i rynki finansowe, przez wielu postrzegany był jako dowód na bankructwo modelu społeczeństwa konsumpcyjnego w gospodarce wolnorynkowej. Dość często pojawiały się opinie, według których przesilenie to miało gruntownie i trwale zmienić wzorce i zachowania konsumentów na całym świecie.

Obserwacja danych makroekonomicznych z ostatnich kwartałów dotyczących największych światowych gospodarek wskazuje, że istotnie wybuch kryzysu zdołał poważnie zachwiać tym zazwyczaj stabilnym komponentem PKB jakim jest spożycie indywidualne. Gwałtowny spadek cen akcji i nieruchomości, zamrożenie rynków kredytowych, wzrost bezrobocia i niepewności nt. dalszego rozwoju sytuacji przełożyły się na mocne ograniczenie wydatków przez konsumentów w wielu wysoko

rozwinętych gospodarkach, m.in. w USA, gdzie po trwającym kilka ostatnich dekad silnym trendzie spadkowym stopa oszczędności gospodarstw domowych błyskawicznie wzrosła w 2009 r. do poziomu z początku lat 90.

Dane publikowane przez Eurostat wskazują, że podobne tendencje miały miejsce również w Europie. W reakcji na gwałtowne pogorszenie sytuacji gospodarczej nastąpił wyraźny i szybki wzrost stopy oszczędności gospodarstw domowych. Dane dla strefy euro i całej Unii Europejskiej wskazują, że zachowanie sektora gospodarstw domowych w okresie ostatniego kryzysu wcale nie łagodziło jego skutków, lecz działało procyklicznie, prowadząc do pogłębienia skali załamania zagregowanego popytu. Co ciekawe, podobne zjawisko, chociaż w mniejszej skali, można było zaobserwować w okresie poprzedniej dekonunktury, w latach 2001-2002 (patrz wykres poniżej).

Wzrost nominalnego dochodu do dyspozycji, nominalnej konsumpcji i stopa oszczędności* w EU i strefie euro


* Krocząca skumulowana wartość z czterech kwartałów.
Źródło: Eurostat (The European sector accounts)

Stopa oszczędności brutto gospodarstw domowych

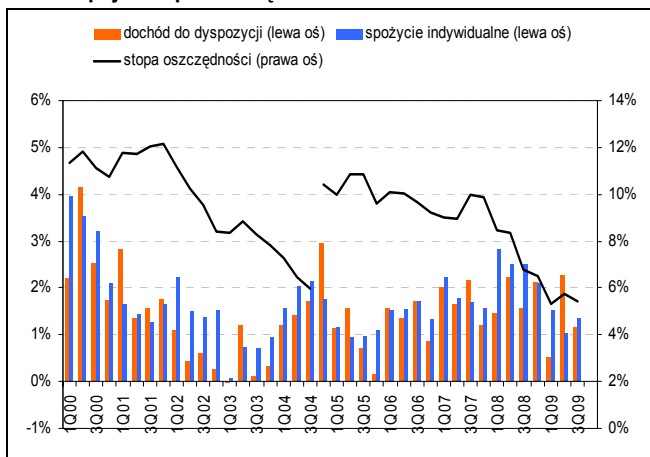
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
BE (Belgium)	20.0	18.5	17.7	17.0	17.2	15.4	16.4	15.8	14.7	13.3	12.6	12.9	13.7
CZ (Czech Republic)	15.1	11.2	11.0	9.2	8.5	8.5	7.4	8.1	7.4	5.7	8.1	9.1	8.8
DK (Denmark)	7.6	7.3	5.0	6.3	3.8	4.9	8.8	8.8	9.4	6.3	4.5	6.4	5.1
DE (Germany)	16.6	16.3	15.9	15.9	15.3	15.1	15.2	15.7	16.0	16.1	16.3	16.2	16.7
EE (Estonia)	10.2	8.0	6.5	4.5	2.6	4.1	3.1	0.5	-1.6	-4.8	-3.8	-3.0	0.8
IE (Ireland)	:	:	:	:	:	:	:	10.3	10.6	13.7	11.6	10.3	9.2
ES (Spain)	:	:	:	:	:	11.1	11.1	11.4	12.0	11.3	11.3	11.2	10.2
FR (France)	15.8	14.9	15.8	15.4	15.1	14.9	15.6	16.7	15.6	15.6	14.6	14.9	15.6
IT (Italy)	21.9	22.7	20.2	16.8	15.8	14.2	16.0	16.8	16.0	16.0	15.9	15.1	14.2
LV (Latvia)	-2.3	-0.7	1.8	0.7	-0.7	2.9	-0.4	1.5	3.0	4.7	1.2	-3.6	-4.3
LT (Lithuania)	1.3	-1.3	3.4	7.2	7.8	6.5	4.9	4.7	2.9	1.3	1.3	1.2	0.1
HU (Hungary)	:	:	:	:	:	13.9	13.7	11.4	9.2	11.6	11.4	12.0	:
NL (Netherlands)	18.6	17.1	17.6	16.6	13.8	11.9	14.5	13.7	13.0	13.0	12.2	11.5	13.4
AT (Austria)	16.2	13.9	12.6	13.3	14.5	13.9	12.9	14.0	14.1	14.1	14.5	15.4	16.3
PL (Poland)	16.9	14.2	14.1	14.4	13.3	12.4	14.2	10.4	10.0	10.1	9.8	8.6	8.8
PT (Portugal)	13.1	11.9	10.8	10.5	9.8	10.2	10.9	10.6	10.5	9.7	9.2	8.1	6.6
SI (Slovenia)	:	:	:	:	:	14.0	15.5	16.1	13.9	15.4	17.0	17.1	16.4
SK (Slovakia)	10.0	13.5	13.9	12.4	11.2	11.1	9.1	8.9	7.1	6.3	6.9	6.1	7.7
FI (Finland)	11.1	7.8	9.1	7.9	9.3	7.6	7.8	7.9	8.4	9.4	8.0	5.6	5.5
SE (Sweden)	11.5	9.5	7.2	6.4	6.0	7.4	11.8	11.6	11.4	10.3	9.5	10.5	12.0
UK (United Kingdom)	10.3	9.4	9.6	7.4	5.2	4.7	6.0	4.8	5.1	4.0	5.1	4.2	2.2
CH (Switzerland)	17.9	16.2	15.8	15.8	16.0	16.9	17.1	16.1	14.8	14.4	15.3	17.1	:
NO (Norway)	9.9	7.7	8.1	10.5	9.5	9.2	8.2	12.7	13.3	11.8	14.5	5.6	4.6
EA15 (Euro area)	16.7	16.1	15.6	14.7	14.3	13.5	14.3	14.8	14.6	14.5	14.0	13.7	13.9
EU27 (European Union)	15.5	14.8	14.1	13.0	12.1	11.4	12.4	12.2	12.2	11.8	11.7	11.1	10.8
US (United States)	9.0	8.2	7.7	8.4	6.6	6.5	6.1	6.6	6.6	6.6	5.8	5.5	5.2

Źródło: Eurostat/OECD

... Ale nie w Polsce!

Warto prześledzić jak na tym tle wyglądało zachowanie polskich konsumentów. Na podstawie publikowanych przez GUS danych nt. niefinansowych rachunków kwartalnych według sektorów instytucjonalnych oszacowaliśmy zmianę stopy oszczędności w analogicznym ujęciu do danych prezentowanych przez Eurostat. Wprawdzie poważne rewizje, jakim podlegają polskie kwartalne dane nt. oszczędności brutto sektora gospodarstw domowych sugerują, że należy się do tych wskaźników odnosić z pewną ostrożnością, ale tendencja wydaje się dość wyraźna – Polacy nie wystraszyli się światowego kryzysu na tyle, aby znacząco ograniczyć skłonność do konsumpcji. Co najwyżej dotychczasowa tendencja spadku stopy oszczędności, bardzo silna w 2008 r., lekko wyhamowała w ostatnich kwartałach.

Wzrost nominalnego dochodu do dyspozycji, nominalnej konsumpcji i stopa oszczędności* w Polsce



* Krocząca skumulowana wartość z czterech kwartałów. Nieciągłość obliczeń wynika z istotnej rewizji przez GUS danych nt. niefinansowych rachunków kwartalnych wg sektorów instytucjonalnych i braku porównywalnych szeregów czasowych po korekcie za cały analizowany okres.
Źródło: obliczenia własne na podst. danych GUS

To nie oznacza, że wzrost spożycia indywidualnego utrzymał się na poziomie sprzed kryzysu. Dynamika konsumpcji obniżyła się w 2009 roku dość wyraźnie (do 2,3% r/r z 5,9% w 2008 r.) reagując na spowolnienie wzrostu dochodów. Jednak powyższe wyniki sugerują, że pod wpływem światowego kryzysu nie nastąpiła jakaś głęboka i nagła zmiana w sposobie zachowania konsumentów, a raczej mieliśmy do czynienia z kontynuacją długofalowych tendencji.

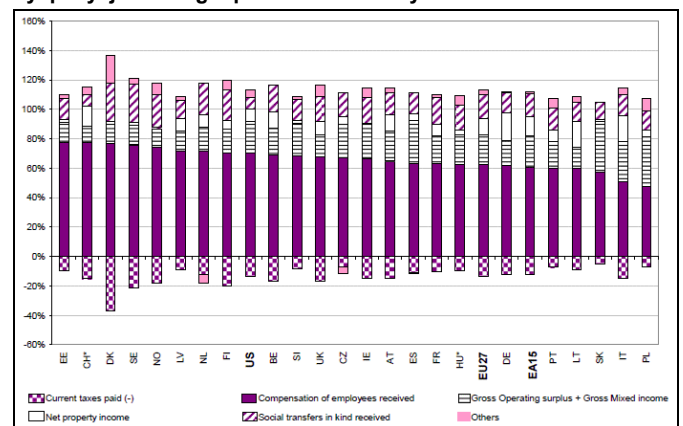
Te obserwacje mają zasadnicze znaczenie dla oceny perspektyw konsumpcji w najbliższej przyszłości. Skoro kulminacja negatywnych informacji i wydarzeń z ostatnich kilku kwartałów nie doprowadziła do szokowego zaburzenia w relacjach między dochodami do dyspozycji gospodarstw domowych a spożyciem indywidualnym w Polsce, można mieć nadzieję, biorąc pod uwagę trwającą już poprawę aktywności ekonomicznej i obserwowane wyhamowanie negatywnych tendencji na rynku pracy, że w kolejnych kwartałach również nie nastąpią w tym zakresie istotne

zmiany. W związku z tym, trafność przewidywań dotyczących zachowania konsumpcji prywatnej powinna zależeć w dużym stopniu od tego, czy będziemy dysponowali dobrymi prognozami dochodów gospodarstw domowych.

Co wiemy o dochodach

Analizując na bieżąco sytuację dochodową gospodarstw domowych często skupiamy uwagę na danych nt. płac i zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Tymczasem jest to ważny, ale zaledwie fragment całego obrazu. Dochody ludności z pracy najemnej to zaledwie część łącznych dochodów do dyspozycji, a z kolei fundusz płac w sektorze firm to tylko wycinek dochodów z pracy najemnej. W Polsce jest to kwestia szczególnie istotna, ponieważ, jak pokazują badania Eurostatu, dochody z pracy najemnej stanowią u nas wyraźnie mniejszy odsetek sumy dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych niż w innych krajach.

Struktura nominalnych skorygowanych dochodów do dyspozycji brutto gospodarstw domowych w 2007 r.



Źródło: Eurostat/OECD (Statistics in Focus, 29/2009)

Z drugiej strony, dane GUS dotyczące dochodów do dyspozycji całego sektora gospodarstw domowych dostępne są ze znacznym opóźnieniem wobec okresu, którego dotyczą (większym niż dane o PKB). Co więcej, kwartalne szacunki dochodów do dyspozycji charakteryzują się wyjątkowo dużą zmiennością, trudną do wyjaśnienia i interpretacji, co budzi pewne obawy o ich miarodajność.

Aby mieć pełniejszy, a zarazem w miarę aktualny obraz zmian dochodów konsumentów, warto śledzić informacje z wielu źródeł. W tym celu pokusiliśmy się o konstrukcję własnej miary dochodów, uwzględniającej następujące informacje:

- fundusz wynagrodzeń w gospodarce, szacowany na podstawie danych nt. przeciętnego zatrudnienia oraz przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia w gospodarce narodowej;
- fundusz świadczeń społecznych, na podstawie danych GUS nt. rent i emerytur oraz pozostałych świadczeń;

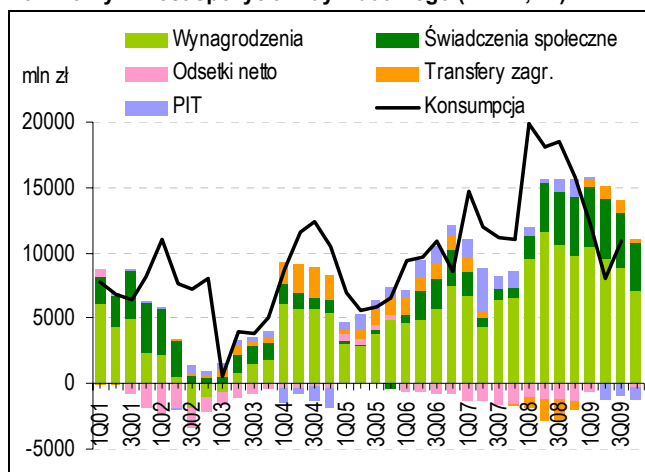
- dochody netto gospodarstw domowych z tytułu odsetek (dochody z oprocentowania lokat bankowych minus koszty oprocentowania kredytów gospodarstw domowych, oszacowane na podstawie danych NBP o stanie zobowiązań i należności sektora bankowego oraz średnim oprocentowaniu);

- saldo transferów z zagranicy (dane z bilansu płatniczego nt. wynagrodzeń przekazywanych do kraju przez pracowników sezonowych oraz długoterminowych pracujących na emigracji);

- (minus) dochody budżetu państwa z podatku PIT.

Należy zdawać sobie sprawę, że taka konstrukcja również daje niepełną wiedzę o dochodach do dyspozycji. W szczególności, fundusz płac, który jesteśmy w stanie obserwować na bieżąco, obejmuje jedynie firmy zatrudniające powyżej 9 osób. Nie dysponujemy też informacjami, które pozwalałyby śledzić zmiany dochodów osób samozatrudnionych, wolnych zawodów, rolników. Brakuje również dochodów z innych form własności niż lokaty bankowe. Te luki w zakresie obserwacji mogą mieć szczególne znaczenie w okresach silnych perturbacji w gospodarce, takich jak ostatnio, ponieważ można podejrzewać, że dochody gospodarstw domowych z działalności gospodarczej podlegają znacznie mocniejszym wahaniom koniunkturalnym niż dochody z pracy najemnej i świadczeń społecznych. Niemniej jednak z pewnością jest to znacznie lepszy wskaźnik sytuacji finansowej gospodarstw domowych niż prosty fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw.

Struktura zmian dochodów gospodarstw domowych a nominalny wzrost spożycia indywidualnego (mln zł, r/r)



Zródło: obliczenia własne na podst. danych GUS

Model konsumpcji

Wykres powyżej wskazuje, że wahania zdefiniowanej przez nas miary dochodów są istotnym czynnikiem wpływającym na zmiany konsumpcji, ale nie są w stanie wyjaśnić jej zmienności w sposób zadowalający. Po części może to wynikać ze wspomnianego faktu, że miara ta wciąż nie

obejmuje sporej części dochodów gospodarstw domowych, których dynamika może odbiegać od obserwowanej części. Poza tym, na decyzje gospodarstw domowych w zakresie wydatków konsumpcyjnych istotny wpływ mają, obok zmian dochodów, również inne parametry związane ze zmianami w otoczeniu makroekonomicznym oraz sytuacją na rynku kredytowym i finansowym. Dla celów prognozowania ścieżki spożycia indywidualnego posłużyliśmy się prostym modelem ekonometrycznym opartym na mechanizmie kointegracji i korekty błędem. Wyniki estymacji wskazują, że pomocne w wyjaśnieniu zachowania konsumpcji prywatnej na przestrzeni ostatnich lat są, obok dochodów, zmienne opisujące zmiany kredytów i depozytów gospodarstw domowych, zmiany stóp procentowych, a także zachowanie cen akcji na GPW (szczegóły techniczne nt. konstrukcji modelu i wyniki oszacowań w *Aneksie technicznym* na str. 6).

Wyniki estymacji wydają się potwierdzać tezę o istotnej roli rozwoju rynku kredytowego w zachowaniu popytu konsumpcyjnego w Polsce. W szczególności, w oszacowanym długookresowym równaniu konsumpcji istotną rolę odgrywa zmienna odzwierciedlająca zadłużenie netto gospodarstw domowych wobec banków (choć siła wpływu tego czynnika jest znacznie mniejsza niż znaczenie dochodów), a także poziom realnej stopy procentowej. Wysoka ujemna wartość oszacowanego parametru przy tej ostatniej zmiennej wskazuje na dużą wrażliwość konsumpcji w długim okresie na poziom oprocentowania kredytów i depozytów.

Jeśli chodzi o równanie wyjaśniające krótkoterminowe wahania konsumpcji, istotny statystycznie okazał się wpływ dynamiki dochodów, zmiana zadłużenia netto, zmiana stóp procentowych, a także zmiana indeksu giełdowego WIG. Co ciekawe, oszacowany parametr przy tej ostatniej zmiennej ma znak ujemny, co można interpretować jako sygnał potwierdzający tzw. hipotezę awersji do strat odnoszącą się do zachowania konsumentów. Mianowicie, ujemne stopy zwrotu z aktywów skłaniają część inwestorów indywidualnych do przeznaczenia większych środków na bieżącą konsumpcję, podczas gdy zyski z inwestycji zachęcają do dalszego oszczędzania kosztem bieżącego spożycia.

Zarówno w długo- jak i w krótkoterminowym równaniu zmienną najsilniej wpływającą na konsumpcję okazała się realna stopa procentowa. Być może wiadomość ta ucieszy nowo wybranych członków Rady Polityki Pieniężnej. Z drugiej strony, warto aby pamiętali, że prognozowany mocny spadek inflacji w najbliższych miesiącach spowoduje wyraźny wzrost realnej stopy procentowej nawet bez bezpośredniej ingerencji z ich strony.

Ryzyko dla dynamiki konsumpcji

Bazując na oszacowanych równaniach, podjęliśmy próbę oceny perspektyw konsumpcji prywatnej na ten rok, opierając się na naszych prognozach dotyczących rozwoju sytuacji na rynku pracy i w otoczeniu makroekonomicznym.

Chociaż tempo wzrostu gospodarczego odbiło się od dna i zaczęło przyspieszać już w 2009 r., zmiany na rynku pracy zachodzą z opóźnieniem w porównaniu do głównego cyklu koniunkturalnego. Nasze prognozy wskazują, że dynamika wynagrodzeń w gospodarce narodowej osiągnie dółek na początku br. i dopiero w kolejnych kwartałach zacznie stopniowo przyspieszać. Indeksacja świadczeń społecznych będzie w tym roku mniej hojna niż w roku ubiegłym. Spodziewamy się też mniejszego napływu dochodów z zagranicy (m.in. pod wpływem aprecjacji złotego i powrotów Polaków z emigracji zarobkowej). W efekcie, nasze przewidywania wskazują na wyraźne pogorszenie dynamiki dochodów gospodarstw domowych w I półroczu i poprawę dopiero w II połowie roku.

Drugi kluczowy według modelu czynnik wpływający na dynamikę konsumpcji, realna stopa procentowa, również nie będzie raczej wspierać wzrostu wydatków, rosnąc pod wpływem szybko obniżającej się inflacji. Bardziej sprzyjająca powinna być przewidywana przez nas poprawa sytuacji na rynku kredytowym i stopniowe łagodzenie polityki kredytowej przez banki.

Prognoza wykonana na podstawie oszacowanego przez nas modelu i przyjętych założeń przewiduje wyhamowanie dynamiki spożycia indywidualnego w 2010 r. do poziomu średnio ok. 1% r/r. Szczególnie trudny może być pierwszy kwartał, w którym dynamika dochodów z pracy pogorszy się prawdopodobnie dość wyraźnie. Wskazuje to na ryzyko w dół dla naszych dotychczasowych prognoz, które zakładały utrzymanie wzrostu konsumpcji prywatnej w tym roku na poziomie ok. 2%. Niemniej jednak, bazując na ocenie eksperckiej i obserwacjach pozamodelowych, wydaje nam się, że wskazania modelu na najbliższe kwartały mogą być zbyt pesymistyczne. W szczególności, liczymy na to, że sytuacja finansowa gospodarstw domowych nie pogorszy się w skali wskazywanej przez nasze wyliczenia, m.in. za sprawą poprawy (nie ujmowanych przez model) dochodów gospodarstw domowych z działalności gospodarczej oraz w szarej strefie (typowe zjawisko w okresie spowolnienia). Optymizmem napawają również poprawiające się nastroje konsumentów (wg obliczeń naszego zegara koniunktury, indeks WOK jest w fazie nabierającego tempa ożywienia). W efekcie, pozostajemy umiarkowanie optymistyczni jeśli chodzi o perspektywy konsumpcji prywatnej, choć z pewnością wyniki handlu detalicznego z najbliższych miesięcy będą ważną wskazówką nt. tego czy wskazane przez model ryzyko ma szanse się zmaterializować.

Aneks techniczny

Do analizy zachowania konsumpcji prywatnej w Polsce wykorzystano prosty, jednorównaniowy model regresji liniowej. Kwartalne dane statystyczne, na których oparto obliczenia, obejmowały okres I kw. 2001 – III kw. 2009.

Analiza ekonometryczna w oparciu o procedurę Engle-Grangera wykazała istnienie długookresowej relacji kointegrującej pomiędzy zmiennymi reprezentującymi spożycie indywidualne w cenach stałych, relację kredytów do depozytów gospodarstw domowych w cenach stałych, oraz realną stopę procentową (metoda Johansena również sugeruje istnienie jednego wektora kointegrującego):

$$c_t = 0,542 \cdot y_t + 0,115 \cdot kd_t - 0,576 \cdot r_t + 5,797 - 0,025 \cdot s(4)_t$$

(0,07) (0,02) (0,15) (0,81) (0,004)

$$R^2 = 0,991; \text{Adj. } R^2 = 0,989; \text{DW} = 2,19$$

W nawiasach podano błędy standardowe, natomiast zmienne (w postaci logarytmicznej) zostały zdefiniowane następująco:

c_t spożycie indywidualne w cenach z 2000 r.

y_t dochody gospodarstw domowych w cenach z 2000 r. (zdefiniowana przez nas wcześniej miara, obejmująca: wynagrodzenia w gospodarce narodowej, świadczenia społeczne, dochody z tytułu odsetek netto, transfery zarobków z zagranicy netto, pomniejszona o wpływ budżetu z tytułu podatku od dochodów osobistych).

kd_t miara zadłużenia netto gospodarstw domowych (iloraz należności i zobowiązań systemu bankowego wobec gosp. domowych) w cenach z 2000 r.

r_t realna stopa procentowa, tj. średnia stopa WIBOR 3M, skorygowana bieżącym poziomem inflacji CPI.

$s(4)_t$ zero-jedynkowa zmienna sezonowa, przyjmująca wartość 1 w czwartym kwartale i zero w pozostałych.

Oszacowane równanie krótkookresowe wyjaśniające dynamikę spożycia indywidualnego ma postać:

$$\Delta_4 c_t = 0,463 \cdot \Delta_4 y_t + 0,094 \cdot \Delta_4 kd_t - 0,474 \cdot \Delta_4 r_t - 0,03 \cdot \Delta w_t -$$

(0,07) (0,03) (0,13) (0,01)

$$-0,585 \cdot ECM_{t-4} + 0,008$$

(0,14) (0,004)

$$R^2 = 0,751; \text{Adj. } R^2 = 0,708; \text{DW} = 2,15$$

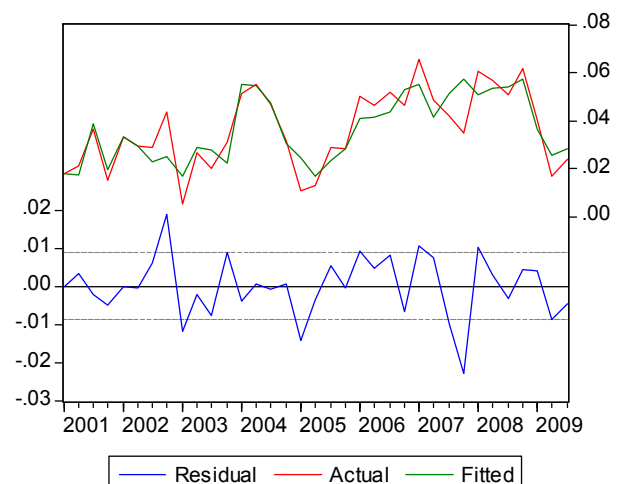
gdzie:

Δ oznacza operator różnicy

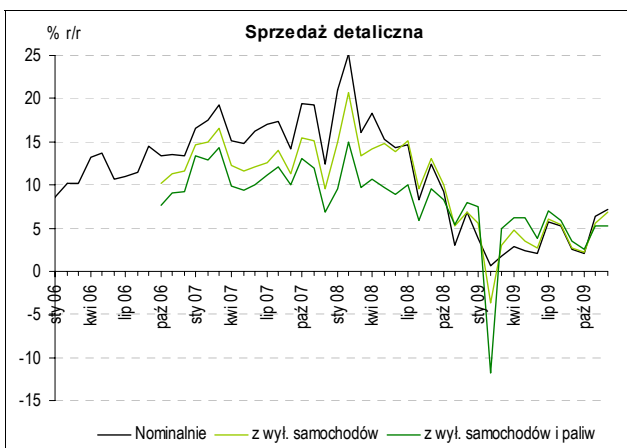
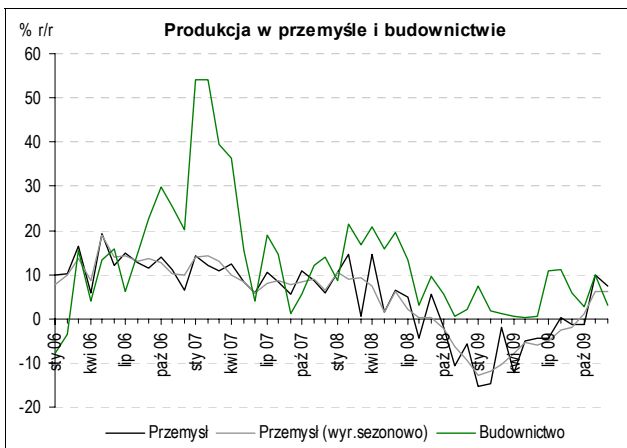
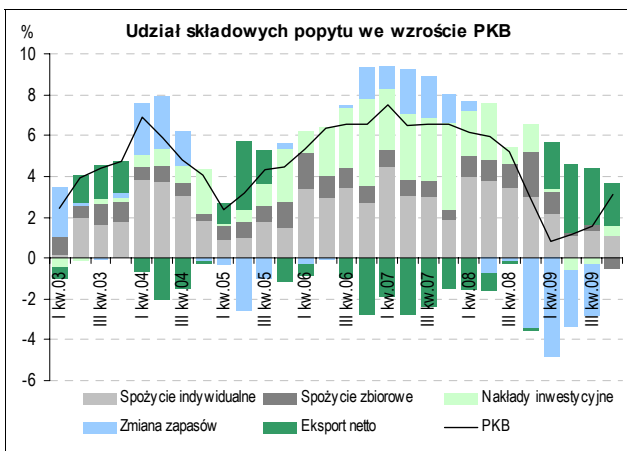
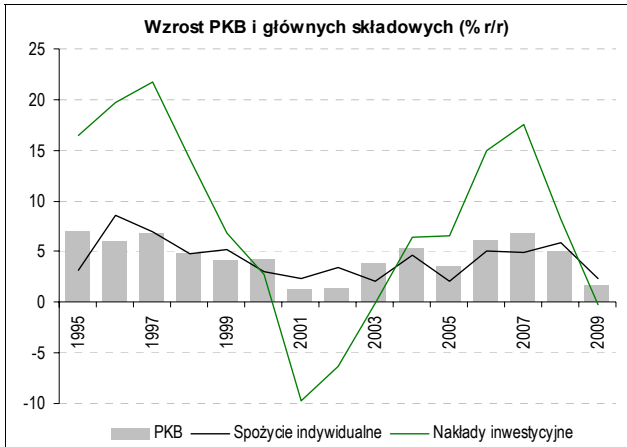
w_t indeks giełdowy WIG

ECM_{t-4} opóźnione reszty z równania długookresowego.

Wykres poniżej przedstawia wyniki dopasowania i reszty z oszacowanego równania krótkookresowego:



Gospodarka Polski



Źródło: GUS, Reuters, obliczenia własne

Dobre wstępne dane o PKB za 2009 r., ale ryzyka pozostają

▪ Według wstępnego szacunku GUS, realny wzrost PKB w 2009 r. wyniósł 1,7%, a konsensus wynosił 1,6% i niektórzy analitycy rynkowi oraz MinFin rewidowali swoje szacunki w dół po rozczarowujących danych o produkcji za grudzień (piszemy o nich niżej). Z tego punktu widzenia, dane o PKB mogą być postrzegane pozytywnie. O korzystnej wymowie danych decyduje również struktura wzrostu PKB. Dynamika nakładów brutto na środki trwałe w całym roku wyniosła $-0,3\%$, a więc lepiej od naszego szacunku na poziomie $-2,8\%$. Wzrost spożycia indywidualnego wyniósł 2,3% wobec naszego szacunku na poziomie 2,2%. Popyt krajowy ogółem zmniejszył się o 0,9%, a szacowaliśmy, że spadł o 1,2%. Wkład eksportu netto do dynamiki PKB był dodatni na poziomie 2,6 pkt proc., a szacowaliśmy, że wyniesie 2,9 pp.

▪ Gdyby założyć brak rewizji danych za I-III kw. 2009, szacujemy, że roczna dynamika PKB w IV kw. 2009 wyniosła 3,1%, inwestycji 1,5% (prognozowaliśmy $-5,0\%$, ale najwyraźniej w IV kw. przy wyższej wadze i silnym wzroście inwestycji publiczne przeważały spadek w inwestycjach prywatnych), spożycia indywidualnego 2,0% (oczekiwaliśmy 1,7%), a popytu krajowego ogółem 0,9% (oczekiwaliśmy $-0,1\%$). Przy lepszym od oczekiwanego popycie krajowym, wkład eksportu netto wyniósł 2,1 pkt proc., a oczekiwaliśmy 3,2 pp.

▪ W sumie, dane o PKB wskazały, że tempo w IV kw. było szybsze niż oczekiwano, a struktura wzrostu PKB oznacza, że „jakość” ożywienia był lepsza niż oceniano. Ze zmianą naszych prognoz PKB czekamy na kwartalne dane, które GUS ma opublikować 2 marca. Tak czy inaczej, krajowe dane o PKB za 2009 r. nie zmieniają prawdopodobieństwa wystąpienia drugiej fali dekonunktury na świecie, co jest głównym czynnikiem ryzyka dla perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce.

Mieszane miesięczne wskaźniki aktywności gospodarczej

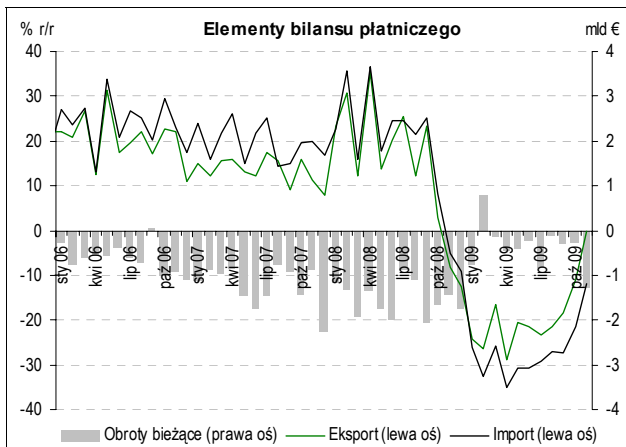
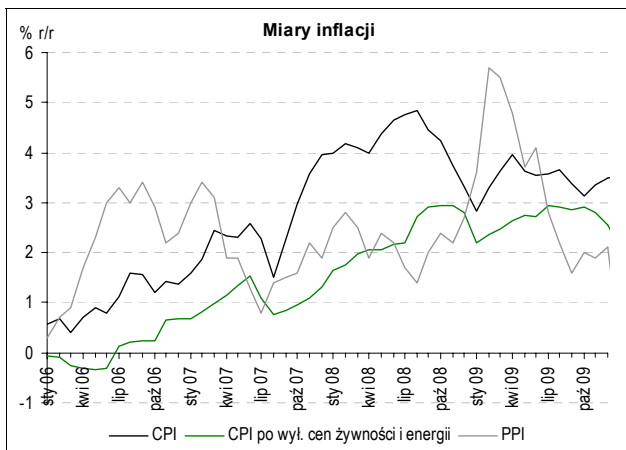
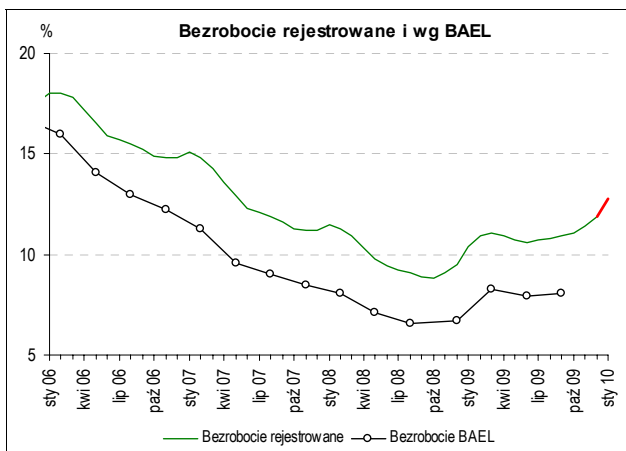
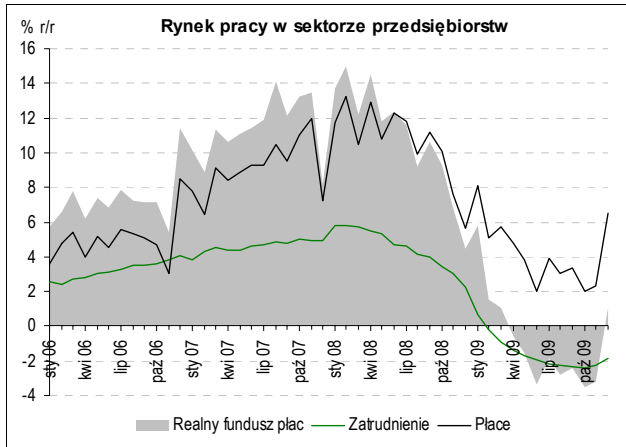
▪ Produkcja przemysłu w grudniu była o 7,4% wyższa niż przed rokiem, a powszechnie oczekiwano dwucyfrowego wzrostu (nasza prognoza i konsensus wynosiły ok. 12%). Słabszy wynik może wynikać z tego, że być może efektywna liczba dni roboczych w grudniu była mniejsza niż zakładano ze względu na liczne urlopy w okresie między Bożym Narodzeniem a Nowym Rokiem. Dostosowany sezonowo roczny wzrost produkcji przemysłu wyniósł 6,2% wobec 6,1% w listopadzie. Sugeruje to wg nas, że ożywienie aktywności w polskim przemyśle, którego źródłem było w dużej mierze drgnięcie popytu zewnętrznego, jak na razie utrzymuje się.

▪ Indeks PMI dla krajowego przemysłu spadł w styczniu do 51 z 52,4 w grudniu. Mimo sporego spadku wynik jest wciąż powyżej poziomu 50,0, sygnalizując wzrost aktywności w przemyśle. Niemniej, indeks produkcji spadł i wskazał na najniższy wzrost produkcji od 3 miesięcy, co wspiera naszą prognozę wskazującą na znaczne obniżenie dynamiki produkcji przemysłowej w styczniu (do 0,1% r/r).

▪ Roczny wzrost produkcji budowlanej spowolnił w grudniu do 3,1% z 9,9% w listopadzie. Obok wspomnianego wyżej efektu urlopów świątecznych mogły na to wpłynąć warunki atmosferyczne, które w grudniu mocno się pogorszyły po wyjątkowo sprzyjającym listopadzie.

▪ Roczna dynamika nominalnej sprzedaży detalicznej w grudniu poprawiła się do 7,2% z 6,3% r/r w listopadzie, bardziej niż oczekiwano. Trzeba jednak pamiętać, że pomógł silny wzrost sprzedaży paliw (efekt rocznego wzrostu cen paliw i większego ich zużycia pod wpływem warunków atmosferycznych). Sprzedaż detaliczna bez samochodów i paliw zwiększyła się wg naszych szacunków o 5,2% r/r, lekko spowalniając z 5,3% r/r w listopadzie.

Gospodarka Polski

**Pozytywna niespodzianka w płacach i zatrudnieniu**

▪ Roczny wzrost przeciętnej płacy w sektorze przedsiębiorstw przyspieszył w grudniu do 6,5%, znacznie silniej niż wskazywał konsensus rynkowy (3,2%) i nasza prognoza (4,7%). Realnie oznacza to wzrost o 2,9%, pierwszy po 4 miesiącach spadku.

▪ Pozytywny wpływ na dane o płacach w grudniu miał efekt przesunięcia terminu wypłat premii w górnictwie (poprawa rocznej dynamiki płac w tym sektorze do 24,9% z -14,7%), ale trzeba też odnotować poprawę rocznej dynamiki płac w przetwórstwie przemysłowym (do 5,9% z 5,2%), choć pewien wpływ na to mógł mieć efekt niskiej bazy.

▪ Pozytywny wydźwięk grudniowych danych z rynku pracy wzmacnia fakt, że przeciętne zatrudnienie w firmach spadło w grudniu zaledwie o 0,2% m/m (niewiele biorąc pod uwagę sezonowość), poprawiając roczną dynamikę do -1,8% z -2,2%.

▪ Silniejszy od oczekiwań wzrost przeciętnych płac i słabszy spadek zatrudnienia przełożyły się na znaczną poprawę rocznej dynamiki funduszu płac w przedsiębiorstwach. Nominalnie podniosła się ona do 4,6%, a realnie do 1,1%, osiągając dodatnią wartość po raz pierwszy od marca 2009. W sumie, dane poprawiły nieco ocenę sytuacji na rynku pracy.

▪ Stopa bezrobocia rejestrowanego na koniec 2009 r. osiągnęła 11,9%. Wynik ten okazał się niższy niż oczekiwano jeszcze kilka miesięcy temu, ale był on prawdopodobnie zaniżony przez efekt związany z podwyżką zasiłków dla osób rejestrujących się jako bezrobotne od początku 2010 r. – duża część osób, które traciły pracę w ostatnich miesiącach 2009 r. odwlekała decyzję o rejestracji jako bezrobotne chcąc uzyskać wyższy zasiłek. Stopa bezrobocia rejestrowanego w styczniu szacowana jest wstępnie przez Min. Pracy na 12,8%. Znaczny wzrost mógł wynikać też w pewnym stopniu z warunków atmosferycznych, które zmniejszyły zatrudnienie w budownictwie.

Inflacja pozostaje pod kontrolą

▪ Roczna inflacja CPI w grudniu wzrosła do 3,5% z 3,3%, mniej niż oczekiwano (3,6%) za sprawą miesięcznego spadku cen w łączności o 1% oraz w rekreacji i kulturze o 1,3%. Nie zmienia to średnioterminowych perspektyw inflacji. W pierwszej połowie 2010 r. inflacja CPI będzie silnie spadać za sprawą efektu wysokiej bazy.

▪ Większość miar inflacji bazowej obniżyła się w grudniu. Roczna inflacja bez cen paliw i energii spadła do 2,6% z 2,8% w listopadzie. Kolejne miesiące powinny przynieść dalszy spadek inflacji bazowej, wyraźnie poniżej 2%.

▪ Inflacja PPI wzrosła w grudniu do 2,1% z 1,9% w listopadzie. Kolejne miesiące przyniosą zapewne mocny spadek dynamiki PPI, za sprawą bardzo wysokiej bazy z początku 2009 r. (kiedy PPI mocno wzrósł pod wpływem deprecjacji złotego).

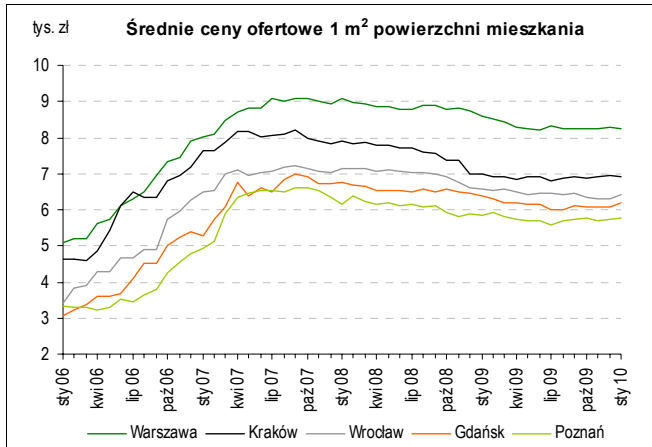
Bilans płatniczy pod wpływem sprawy PZU

▪ Listopadowy deficyt obrotów bieżących wyniósł 1,27 mld € z deficytem handlowym 292 mln €, nadwyżką usług 430 mln €, deficytem dochodów 1,1 mld € i deficytem transferów 329 mln €. Eksport wyniósł 9,1 mld € i był zaledwie o 0,1% niższy niż przed rokiem. Import wyniósł 9,4 mld €, spadając o 11,9% r/r. Dane te potwierdzają, że ożywienie u głównych partnerów handlowych Polski przy wciąż relatywnie słabym złotym przyczynia się do ożywienia krajowego sektora eksportowego.

▪ Spory wpływ na listopadowe dane miały przepływy między PZU a Eureka (m.in. to było źródłem deficytu na rachunku transferów i spadku salda BIZ).

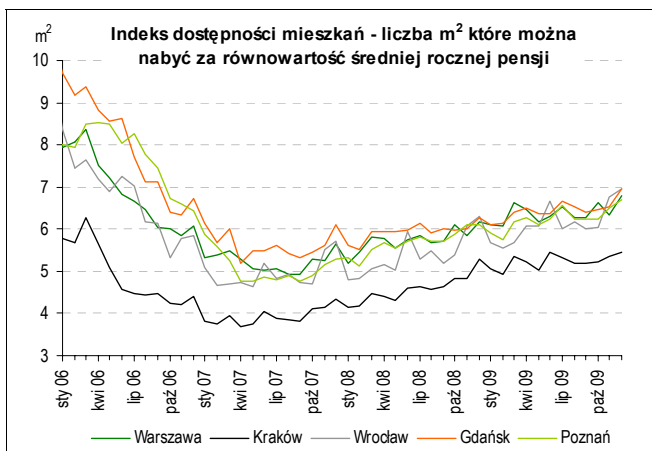
▪ Skumulowany deficyt obrotów bieżących za ostatnie 12 miesięcy (1,8% PKB) nadal jest ok. dwukrotnie niższy niż napływ w tym samym okresie kapitału długoterminowego do Polski.

Rynek nieruchomości



Ceny nadal stabilne

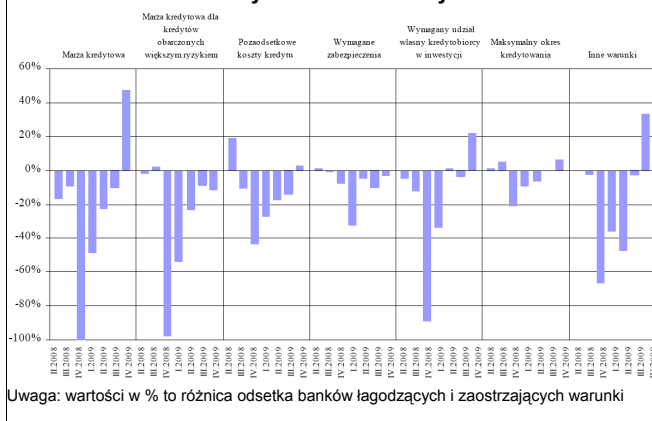
- Początek 2010 roku nie przyniósł wyraźnej zmiany tendencji cenowych na krajowym rynku nieruchomości. Średnie ceny ofertowe podawane przez serwis szybko.pl zanotowały w styczniu lekki spadek w Warszawie i Krakowie (gdzie poziom cen jest najwyższy spośród głównych miast Polski) i nieco silniejszy wzrost cen w Gdańsku, Poznaniu i Wrocławiu.
- Oceniając zachowanie cen nieruchomości w ciągu ostatnich kilkunastu miesięcy, można stwierdzić, że od II kwartału 2009 roku obserwujemy stabilizację poziomu średnich cen ofertowych mieszkań w Polsce.
- Analizując informacje dotyczące bieżącego kształtowania się popytu na mieszkania, warunków na rynku kredytów mieszkaniowych oraz reakcji strony podaźowej, można zakładać, że w dalszej części roku stabilizacja cen będzie się utrzymywać.



Ożywienie popytu na mieszkania

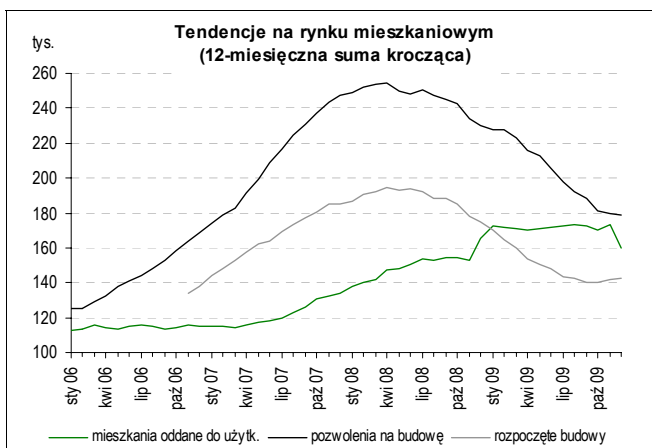
- Najnowsze informacje od pośredników i deweloperów sygnalizują kontynuację widocznego już od pewnego czasu ożywienia popytu na mieszkania.
- Wśród czynników sprzyjających odbudowie popytu na mieszkania można wymienić poprawę perspektyw gospodarki oraz sytuacji na rynku pracy.
- Istotne jest przy tym utrzymywanie się poprawy relacji dynamiki płac do dynamiki cen mieszkań, co zwiększa dostępność mieszkań dla przeciętnego gospodarstwa domowego.
- Do stopniowego wzrostu efektywnego popytu na nieruchomości prowadzi również widoczna w ostatnim czasie zmiana tendencji w zakresie warunków udzielania kredytów mieszkaniowych.

Warunki udzielania kredytów mieszkaniowych



Przełom na rynku kredytów mieszkaniowych?

- Wyniki najnowszej ankiety NBP wśród przewodniczących komitetów kredytowych banków sugerują, że na rynku kredytów mieszkaniowych nastąpił punkt zwrotny.
- W IV kw. 2009 trzeci kwartał z rzędu banki odnotowały wzrost popytu na kredyt mieszkaniowy, a jednocześnie pierwszy raz od wielu kwartałów więcej banków złagodziło niż zaostrzyło kryteria udzielania takich kredytów. Najbardziej wyraźnie było to widoczne w przypadku standardowej marży kredytowej. Najczęściej wskazywaną przez banki przyczyną złagodzenia warunków kredytów mieszkaniowych był spadek ryzyka związanego z sytuacją gospodarczą.
- Po raz pierwszy od wielu kwartałów, w odniesieniu do I kw. 2010 większy jest odsetek banków planujących złagodzenie kryteriów kredytów mieszkaniowych niż ich zaostrzenie.



Podaż reaguje na ożywienie popytu

- W grudniu ub.r. nieoczekiwanie nastąpił silny spadek liczby oddanych do użytku mieszkań. W efekcie, liczba oddanych do użytku mieszkań w całym 2009 r. okazała się o ponad 3% niższa niż w 2008 r. W trakcie 2010 r. tendencja spadkowa liczby oddawanych do użytku mieszkań może być kontynuowana jako efekt wcześniejszego spadku liczby wydawanych pozwoleń na budowę i rozpoczętych budów.
- Jednocześnie trzeba podkreślić, że podaż na rynku dość elastycznie reaguje na zmiany po stronie popytu. W odpowiedzi na sygnały wzrostu popytu na mieszkania, obserwujemy wyhamowanie spadku liczby wydawanych pozwoleń na budowę, a jednocześnie wydaje się, że zapoczątkowana została wzrostowa tendencja liczby rozpoczętych budów, co sygnalizowaliśmy pisząc o nowych projektach deweloperów.

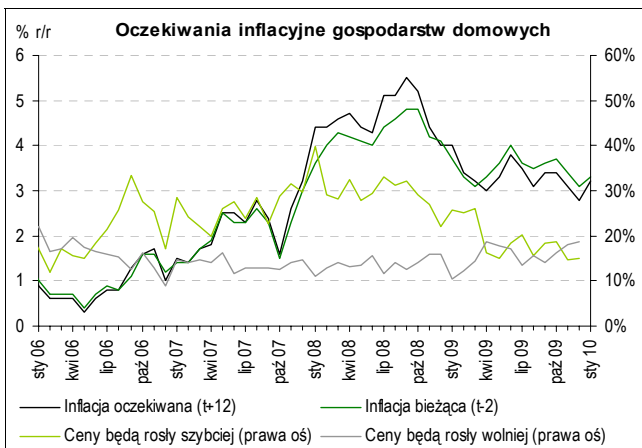
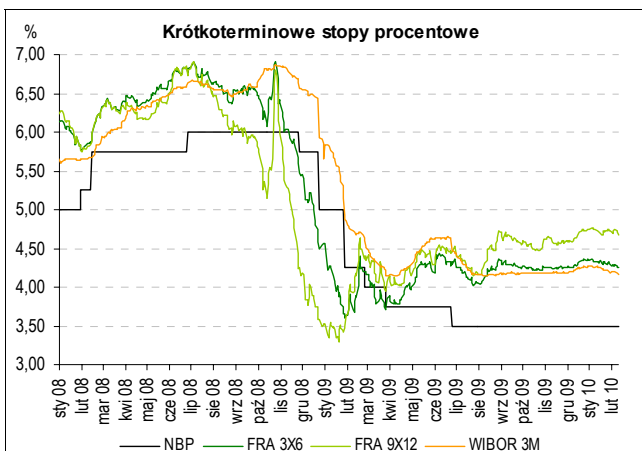
Pod lupą: Bank centralny

Fragmety informacji po styczniowym posiedzeniu RPP

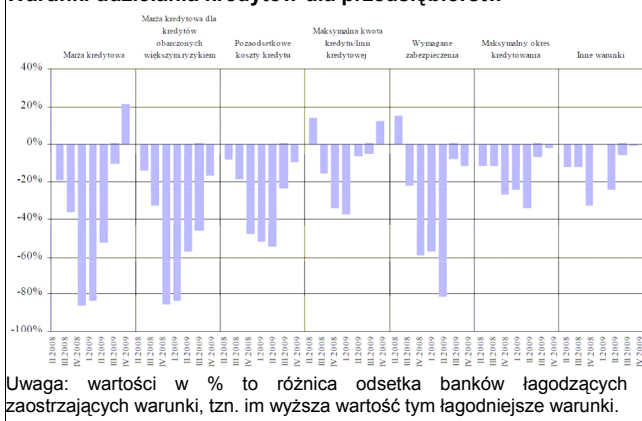
Ostatnie informacje dotyczące polskiej gospodarki wskazują na poprawę koniunktury gospodarczej. Pomimo wzrostu stopy bezrobocia, relatywna stabilizacja zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw może sygnalizować stopniowe wyhamowywanie niekorzystnych tendencji na rynku pracy. W dalszym ciągu zmniejsza się akcja kredytowa w sektorze przedsiębiorstw oraz utrzymuje się wyraźnie niższy niż w ostatnich latach wzrost kredytów dla sektora gospodarstw domowych.

W ocenie Rady, w najbliższych miesiącach inflacja będzie obniżana przez ujemne efekty bazy związane z silnym wzrostem cen administrowanych i cen żywności na początku 2009 r. W kierunku obniżenia inflacji będą oddziaływać także: niska presja popytowa oraz wcześniejsze umiarkowane tempo wzrostu kosztów pracy oraz wcześniejsza aprecjacja złotego. Spadek inflacji w 2010 r. może być natomiast hamowany przez wzrost cen surowców na rynkach światowych, opłat zależnych od decyzji samorządów, akcyzy, a także cen administrowanych.

Ważnym uwarunkowaniem polityki pieniężnej jest sytuacja finansów publicznych. Podjęcie działań mających na celu trwałe zmniejszenie deficytu sektora finansów publicznych sprzyjałoby stabilności makroekonomicznej oraz umożliwiło spełnienie kryteriów niezbędnych dla przyjęcia euro.



Warunki udzielania kredytów dla przedsiębiorstw



Pierwsze posiedzenie kilku nowych członków

▪ Rada Polityki Pieniężnej postanowiła utrzymać główne stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Stopa referencyjna nadal wynosi 3,5%.

▪ W styczniowym posiedzeniu RPP po raz pierwszy uczestniczyło pięcioro członków nowej kadencji: Jerzy Hausner, Andrzej Rzońca i Jan Winiecki (wybrani przez Senat) oraz Andrzej Bratkowski i Elżbieta Chojna-Duch (wybrani przez Sejm). Dopiero w kolejnym posiedzeniu będzie uczestniczył pełny skład nowej kadencji Rady. Do wyżej wymienionych dołączą prof. Anna Zielińska-Głębocka oraz trzech, nieznanych wciąż kandydatów prezydenckich.

▪ Treść komunikatu opublikowanego przez RPP po posiedzeniu nie uległa zasadniczym zmianom w porównaniu z poprzednim miesiącem. Rada oceniła prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej lub powyżej celu inflacyjnego za zbliżone, utrzymując tym samym nieformalne neutralne nastawienie polityki pieniężnej. Rada odnotowała dalszą poprawę koniunktury w kraju i za granicą, ale także rosnące ryzyko „związane z nadmiernym wzrostem kredytu i cen aktywów” w Chinach.

▪ W komunikacie dodano akapit zwracający uwagę, że ważnym uwarunkowaniem polityki pieniężnej jest sytuacja finansów publicznych, a podjęcie działań mających na celu trwałe zmniejszenie deficytu sektora finansów publicznych sprzyjałoby stabilności makroekonomicznej oraz umożliwiło spełnienie kryteriów niezbędnych dla przyjęcia euro. Trudno nie zgodzić się z tym stwierdzeniem, ale raczej nie postrzegamy go jako sugestii odnośnie możliwego tempa zacieśniania polityki pieniężnej. W sumie, nic się nie zmieniło w naszej ocenie perspektyw polityki pieniężnej. Spodziewamy się podwyżek stóp w IV kwartale 2010.

Oczekiwania inflacyjne nie skłaniają do szybkich ruchów

▪ Perspektywa inflacji na najbliższe kwartały nie skłania do szybkiej zmiany kierunku w polityce pieniężnej i do podobnego wniosku skłaniają dane na temat oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych.

▪ Od paru miesięcy oczekiwana inflacja znajduje się poniżej poziomu obserwowanego w momencie badania (inflacja bieżąca opóźniona o dwa miesiące). W grudniu spadła nawet poniżej 3% po raz pierwszy od końca 2007 roku (wyniosła 2,8%), a dane za styczeń pokazują na wzrost do 3,2%.

▪ Struktura odpowiedzi ankietowych również nie powinna niepokoić bankierów centralnych. Odsetek respondentów oczekujących szybszego wzrostu cen w ostatnim czasie jest stabilny na niskim poziomie (ok. 15%), natomiast rośnie liczba osób oczekujących wolniejszego wzrostu cen (ok. 18%).

Poluzowanie polityki kredytowej banków

▪ Według raportu NBP, w IV kw. 2009 r. została zahamowana tendencja zacieśniania polityki kredytowej w bankach. W przypadku kredytów dla gospodarstw domowych złagodzone zostały kryteria dla kredytów mieszkaniowych (szczególnie na poprzedniej stronie), a zaostrzyły względem kredytów konsumpcyjnych.

▪ Jeśli chodzi o kryteria dla przedsiębiorstw, nieznacznie złagodzeniu uległy kryteria udzielania kredytów dla małych i średnich przedsiębiorstw oraz kredytów krótkoterminowych dla dużych form. Banki obniżyły marże dla kredytów o normalnym profilu ryzyka.

▪ Banki zanotowały wzrost popytu na większość rodzajów kredytów, w przypadku firm głównie dla krótkoterminowych. Utrzymanie tej tendencji oczekiwane jest również w I kw.

Pod lupą: Rząd i polityka

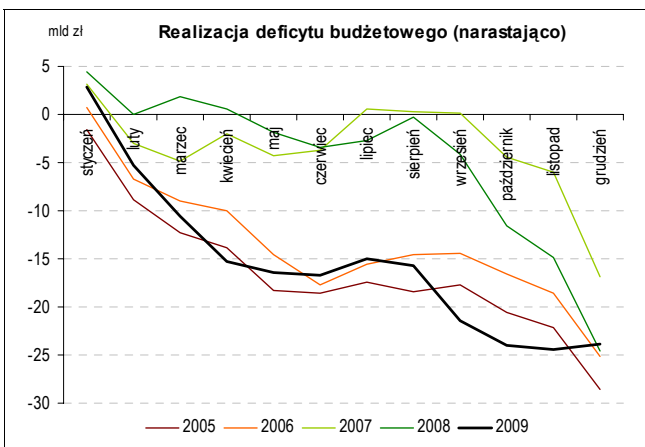
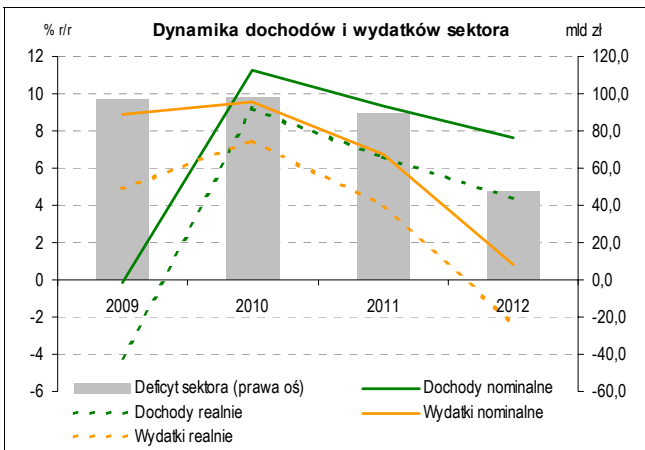
Podstawowe założenia makroekonomiczne na lata 2010-2012 wg Programu Konwergencji na tle prognoz BZ WBK

średniorocznie	2010		2011		2012	
	PK	BZWBK	PK	BZWBK	PK	BZWBK
Wzrost PKB	3,0	2,6	4,5	3,5	4,2	4,9
Spożycie prywatne	0,8	2,0	3,0	3,1	4,8	4,5
Nakłady brutto na środki trwałe	5,7	4,7	11,3	8,5	4,7	10,0
Eksport	5,5	8,1	7,0	10,0	8,0	10,0
Import	6,1	12,7	7,6	12,0	8,5	12,0
EURPLN	3,96	3,91	3,69	3,74	3,55	3,65
Inflacja*	2,1	2,3	2,7	2,5	3,2	2,5
Krótkookresowe stopy procentowe	3,7	3,6	4,8	4,1	5,6	4,8

W Programie Konwergencji prognoza dla inflacji HICP, a prognoza BZ WBK dla inflacji CPI

Wynik i dług sektora instytucji rządowych i samorządowych wg Programu Konwergencji Aktualizacja 2009, w % PKB

	2008	2009	2010	2011	2012
Podsektor centralny	-3,9	-5,6	-5,7	-6,1	-3,6
Podsektor lokalny	-0,2	-0,5	-0,5	-0,1	0,0
Podsektor ubezp. społ.	0,4	-1,1	-0,7	0,4	0,7
Wynik ogółem	3,6	-7,2	-6,9	-5,9	-2,9
Wynik ogółem (mld zł)	-45,8	-96,9	-97,6	-89,6	-47,4
Dług sektora	47,2	50,7	53,1	56,3	55,8



Ambitny program konwergencji

▪ Naszym zdaniem przedstawione w programie konwergencji założenia co do wzrostu PKB są możliwe do zrealizowania, ale trudno je uznać za ostrożne, choć trzeba przyznać, że na 2010 dość konserwatywne są założenia dotyczące spożycia prywatnego i importu, a więc tych zmiennych, które w największym stopniu decydują o wielkości dochodów budżetu.

▪ Jeśli chodzi o założenia dotyczące inflacji, nasze wątpliwości budzi dość wysoki jej poziom w 2012 r. Szczególnie, że MinFin zakłada wówczas stabilizację cen ropy, silniejszą niż my aprecjacje złota oraz bardziej restrykcyjną politykę pieniężną RPP. W pewnym stopniu wyjaśnieniem mogą być wynikające z unijnych przepisów zmiany w akcyzie (od 2012 na węgiel i koks do celów opałowanych). Jednak wyższy wskaźnik inflacji pomógł podnieść nominalny PKB, a przez to obniżyć wskaźnik deficytu do PKB poniżej 3%.

▪ W sumie, szkoda, że rząd nie przyjął konserwatywnego podejścia do założeń makroekonomicznych, jak miało to miejsce przy tworzeniu budżetu 2010, ale wówczas zapewne celem była minimalizacja ryzyka nowelizacji i chęć pokazania w trakcie roku lepszych od zakładanych wyników, a w programie konwergencji celem było uzyskanie (przynajmniej na papierze) deficytu fiskalnego poniżej 3% w 2012 r.

▪ Największą słabość programu nie stanowią jednak założenia makro, lecz fakt, iż niemal całość niezbędnego dostosowania fiskalnego przypada na powyborczy rok 2012.

▪ Relacja wydatków sektora do PKB utrzymuje się na wysokim poziomie powyżej 46% w latach 2010-2011, a w 2012 r. spada gwałtownie do poziomu 43,3% zanotowanego w 2008 r. Biorąc pod uwagę założenia Ministerstwa Finansów co do kształtowania się nominalnego PKB w tych latach, okazuje się, że po wysokim wzroście wydatków sektora o ok. 9% w latach 2009-2010, niewiele niższy nominalny wzrost wydatków o 6,6% (czyli realnie prawie 4%) ma być osiągnięty w 2011 r.

▪ Prawdziwy krok w kierunku zrównoważenia finansów publicznych ma więc zostać zrobiony dopiero w 2012 r., gdy nominalna dynamika wydatków ma być w okolicy zera, co oznacza realny spadek o ponad 2%. Umożliwić ma to m.in. ograniczenie inwestycji publicznych po ich kumulacji w poprzednich latach. W programie brakuje szczegółowych informacji jak jeszcze ma zostać osiągnięte ograniczenie wydatków. Wspomina się jedynie ogólnie o „zmniejszeniu i uelastycznieniu wydatków publicznych poprzez przegląd indeksowanych i waloryzowanych wydatków oraz ich racjonalizację”, a także zapowiada się wprowadzenie reguł wydatkowych (choć ich skuteczność będzie ograniczona).

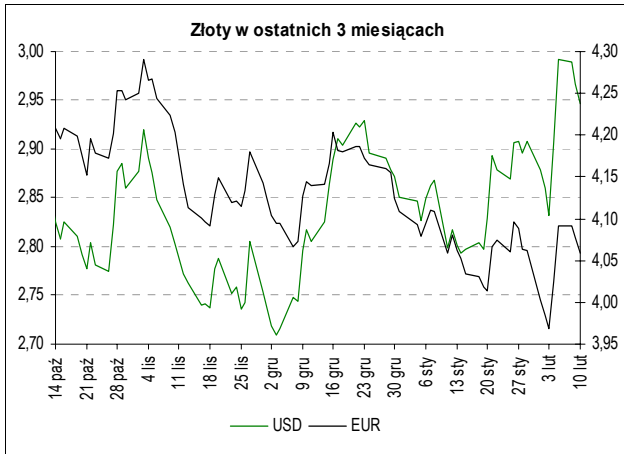
▪ Z punktu widzenia perspektyw rynku obligacji, trzeba zwrócić uwagę na utrzymanie bardzo wysokiego poziomu deficytu w 2011, przy jednoczesnym obniżeniu wpływów z prywatyzacji.

Dobre wykonanie znowelizowanego budżetu 2009

▪ Deficyt budżetu 2009 wyniósł 23,8 mld zł, a w nowelizacji zakładano 27,2 mld zł. Dochody przekroczyły plan o 0,5%, a wydatki były o 0,6% niższe od planu.

▪ Co ważne, dobry wynik w dochodach to zasługa wyższych od zakładanych dochodów podatkowych, przede wszystkim w kategorii podatki pośrednie (5,1% powyżej planu), co przy konserwatywnych założeniach makro w ustawie budżetowej na 2010 r., oznacza szansę na przekroczenie dość ambitnych celów dla dochodów budżetowych 2010. Wspiera to nasze szacunki, że deficyt budżetu krajowego 2010 może być o przynajmniej 10 mld zł niższy od planowanych 52 mld zł, co potwierdzają prezentowane ostatnio wstępne rządowe szacunki. Z programu konwergencji wynika jednak, że deficyt całego sektora i tak ma być duży wynosząc niemal 7% PKB.

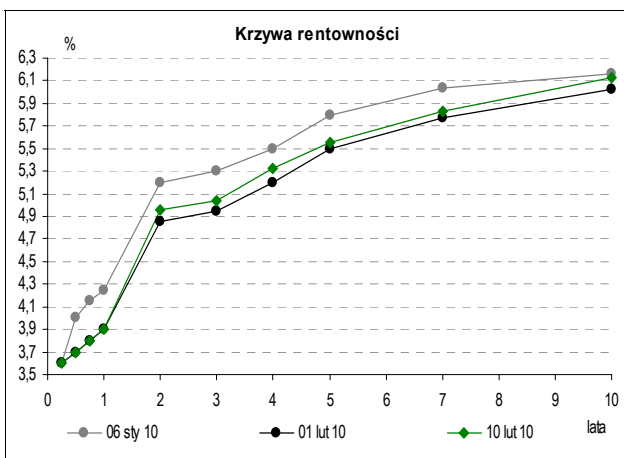
Monitor rynku



Silna korekta EURPLN po pokonaniu 4,00

W minionym miesiącu doszło do wzrostu zmienności notowań złotego. Wraz z początkiem roku i otwarciem nowych budżetów inwestorów doszło do umocnienia złotego. Kurs EURPLN pokonał ważny poziom 4,00 i obniżył się do ok. 3,95. Jednak wkrótce potem doszło do wzrostu awersji do ryzyka w związku z obawami o sytuację fiskalną peryferyjnych krajów strefy euro. Kurs EURPLN wzrósł w ciągu kilku sesji do ok. 4,10. Sporej korekcie złotego towarzyszyły spadki na światowych rynkach akcji oraz silne odreagowanie dolara do euro. Oczekiwania na plan wsparcia dla Grecji poprawiły nastroje i pomogły odreagować złotemu.

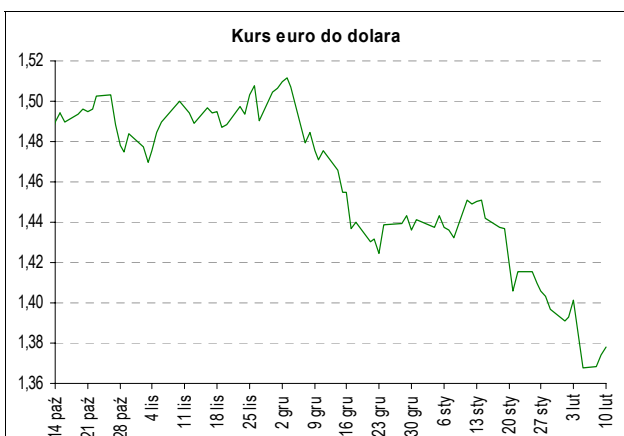
Naszym zdaniem, w najbliższych tygodniach powinno dojść do odreagowania złotego w stronę 4,00 i poniżej wraz z poprawą apetytu na ryzyko i uspokojeniem obaw o sytuację fiskalną krajów strefy euro. Wsparciem dla krajowej waluty może być domknięcie części długich pozycji w dolarze, który jest mocno wykupiony.



Najpierw spadki rentowności, później osłabienie

Seria pozytywnych informacji fiskalnych sygnalizujących niższe potrzeby pożyczkowe i niższą podaż długu w tym roku doprowadziły do silnego umocnienia na krajowym rynku długu. Dodatkowym wsparciem była spora aprecjacja złotego. Pod koniec stycznia nastąpiła lekka korekta jednak najmocniejsze poziomy zostały osiągnięte na początku lutego, przy umocnieniu złotego i dobrych danych z zagranicy. Od najniższych poziomów krzywa IRS i rentowności obligacji wzrosła o ok. 10-15 pb.

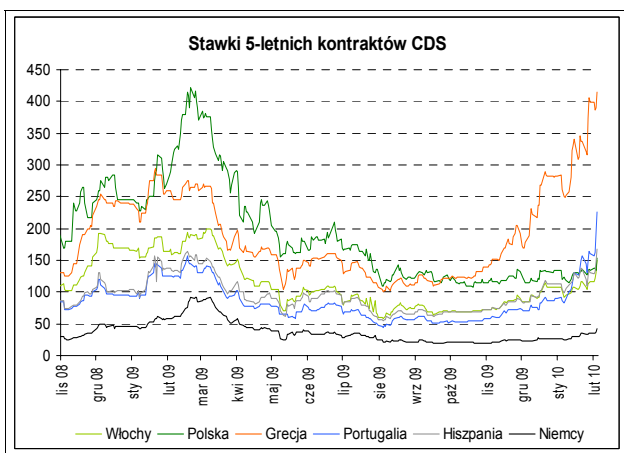
W najbliższym miesiącu wraz z umocnieniem złotego może dojść do odreagowania obligacji. Dodatkowym wsparciem dla rynku długu mogą być dane z krajowej gospodarki, które mogą zaskoczyć negatywnie (produkcja, sprzedaż). Ważny dla rynków będzie wybór pozostałych kandydatów do RPP przez prezydenta oraz pierwsze posiedzenie Rady w nowym składzie. Testem dla rynku wobec problemów fiskalnych państw strefy euro będą aukcje obligacji.



Euro słabsze za sprawą obaw o sytuację fiskalną w strefie euro

Choć początek roku upłynął pod znakiem lekkiego wzrostu apetytu na ryzyko, dolar osłabił się jedynie nieznacznie. Kurs EURUSD wzrósł znacznie mniej niż oczekiwaliśmy do ok. 1,45. Wkrótce potem za sprawą narastających obaw o sytuację fiskalną (Grecji, Portugalii) doszło do silnego osłabienia euro. Dodatkowym czynnikiem był wzrost awersji na światowych rynkach i spadki na indeksów akcyjnych, co sprzyjało umacnianiu się dolara. Kurs EURUSD pokonał kilka ważnych poziomów wsparcia i spadł poniżej 1,37.

Analiza techniczna wskazuje na mocne wykupienie dolara na światowych rynkach. W związku z oczekiwaną przez nas poprawą globalnych nastrojów i uspokojeniem niepokoju o sytuację fiskalną peryferyjnych krajów strefy euro, może dojść do odreagowania europejskiej waluty w stronę 1,40. W dalszych miesiącach roku powinien stopniowo zyskiwać na wartości w kierunku 1,35.

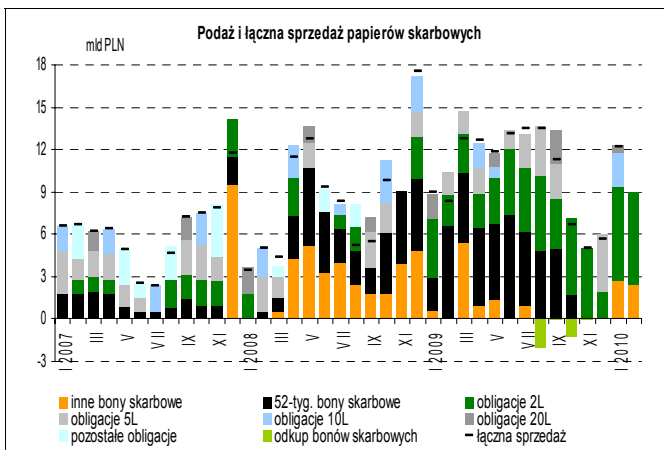
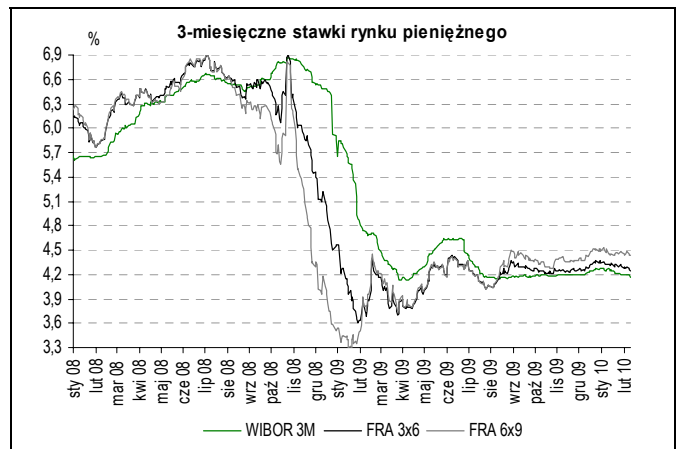
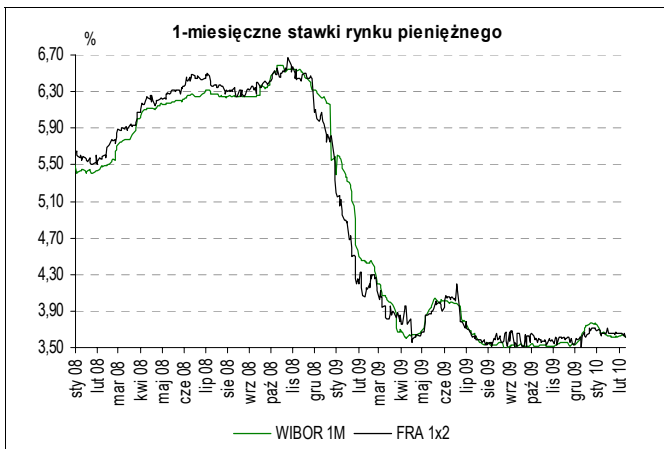
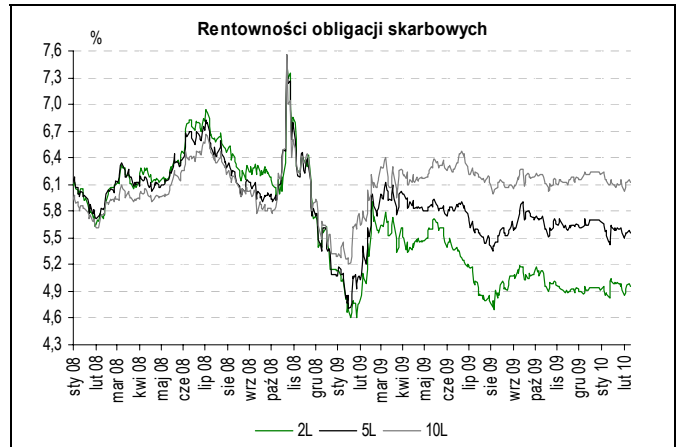
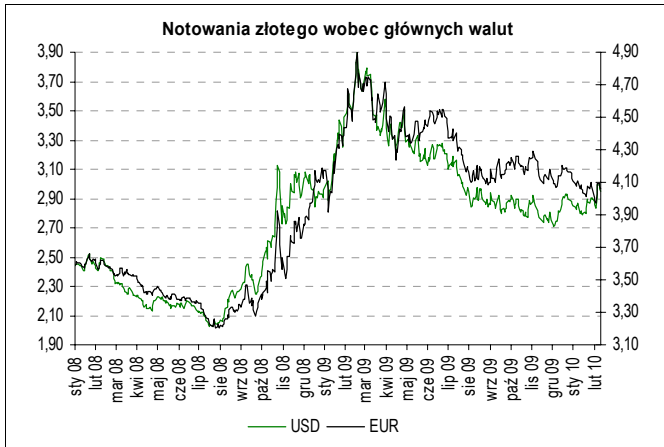


Pogorszenie nastrojów umacnia bazowe rynki długu

Po silnej wyprzedży długu na bazowych rynkach pod koniec ub. r. początek 2010 r. upłynął pod znakiem wzrostów cen obligacji. Działo się tak przy pogorszeniu globalnych nastrojów i dużych spadkach na rynkach akcji. Jednocześnie wzrosły obawy o zadłużenie i finansowanie deficytów przez niektóre kraje strefy euro, co doprowadziło do znacznego wzrostu różnicy w oprocentowaniu obligacji peryferyjnych krajów strefy euro (Grecja, Portugalia, Hiszpania) wobec niemieckich Bundów. W ciągu miesiąca rentowności 10-letnich Treasuries i Bundów spadły do 3,58% i 3,15% z 3,81% i 3,37%.

Wraz z oczekiwanym przez nas odreagowaniem apetytu na ryzyko spodziewamy się ponownego osłabienia bazowych rynków długu. W najbliższych tygodniach oczekujemy też stopniowego wzrostu krzywych IRS zarówno w dolarach jak i euro.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	OFERTA	POPYT / SPRZEDAŻ
11.01.2010	500-700	2898/700
18.01.2010	500-700	3934/638
25.01.2010	1000-1300	4550/1300
1.02.2010	900-1200	3848/1200
8.02.2010	700-1200	3134/1090
15.02.2010	-	-
22.02.2010	-	-
1.03.2010	-	-
8.03.2010	-	-
15.03.2010	-	-
22.03.2010	-	-
29.03.2010	-	-
1.04.2010	-	-

* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

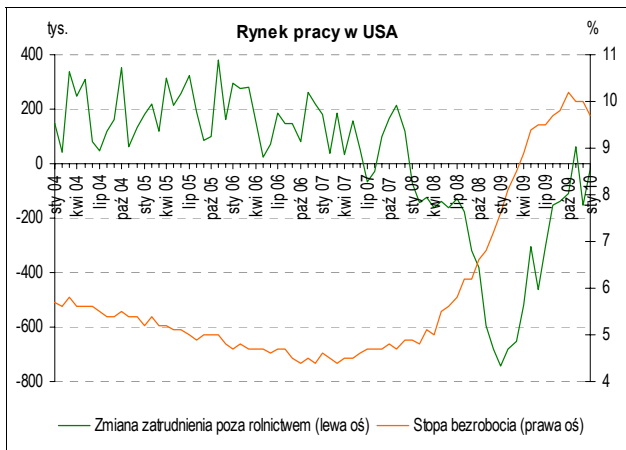
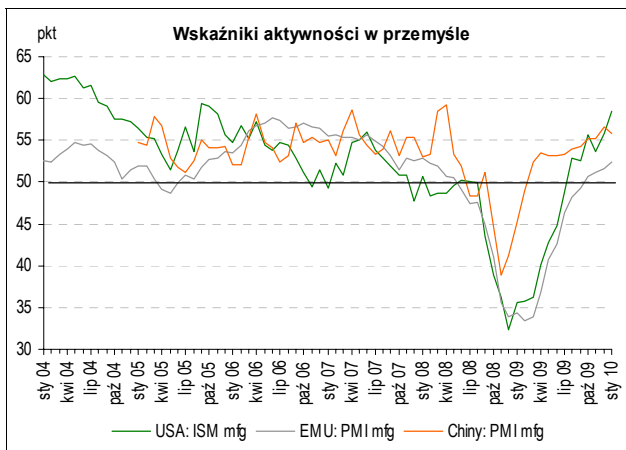
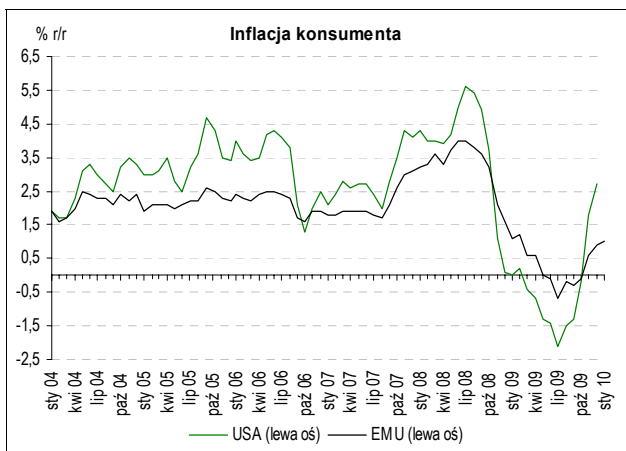
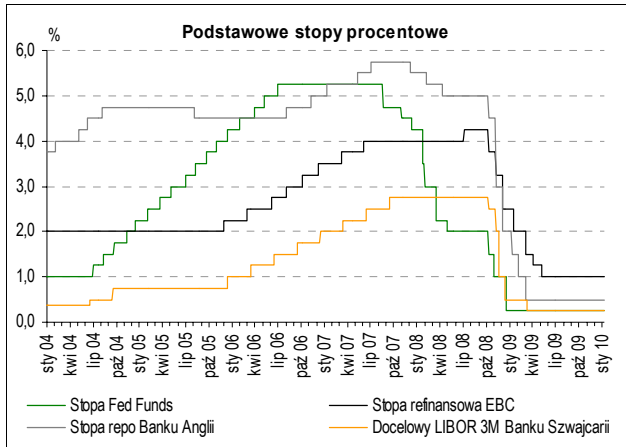
Przetargi obligacji skarbowych w 2009/2010 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg				Przetarg zamiany		
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	sprzedaż
kwiecień	1.04	OK0711/PS041	2400/1800	2544/1814	8.04	DS1019	1000-1800	2120	15.04	PS0414/DS1019/WS0	1437/3129/1158
maj	13.05	OK0711	3150	3286	20.05	DS1019/WS0429	1000-1800	1835	6.05	DS1013/DS1015	765/2505
czerwiec	3.06*	OK0112 PS041	4000-6000	4359/1122	10.06	DS1019 WS0429	0-2000	odwołany	17.06	OK0112/PS0414	1739/2108
lipiec	1.07	OK0112	3000-4500	4006	15.07*	PS0414	1000-2000	-	8.07	PS0414/ DS1019	0/1982
sierpień	5.08*	OK0112	3900-5400	5402	12.08	PS0414	2000-3500	3500	-	-	-
wrzesień	2.09	OK0112	2500-3500	3500	9.09	PS0414	1000-2500	1109	23.09**	WS0922	1000-2400/2400
październik	7.10*	OK0112	3000-5400	5400	-	-	-	-	29.10	PS0413/PS0414/DS10	1573/1753/1290
listopad	10.11	OK0712	3500-5000	5000	-	-	-	-	26.11	OK0712/P0414	1121/2243
grudzień	2.12	OK0712/PS041	3000-6000	5651	-	-	-	-	16.12	-	-
styczeń	13.01	OK0712	6600	6600	20.01	DS1019/WS0429	2400/600	2409/591	6.01	PS0415/WZ0118	2494/2383
lut	10.02	OK/PS	6600	6600	17.02	DS/WS/WZ/IZ	-	-	3.02	-	-
marzec	10.03	OK/PS	-	-	17.03	DS/WS/WZ/IZ	-	-	3.03	-	-

* razem z przetargiem uzupełniającym

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Przegląd międzynarodowy



Reelekcja Bena Bernanke, zmiany w komunikacie Fed dot. stóp

▪ Pod koniec stycznia Ben Bernanke został ponownie wybrany przez amerykański Senat na szefa Fed.

▪ Zgodnie z powszechnymi oczekiwaniami Fed pozostawił w styczniu stopy procentowe bez zmian i podtrzymał stanowisko o utrzymaniu stóp na niskim poziomie przez długi czas, choć jeden z członków Fed stwierdził, że nadszedł czas, by zmienić tę obietnicę. Członkowie FOMC dostrzegli dalszą poprawę sytuacji gospodarczej w tym także na rynku pracy. Fed potwierdził zakończenie programu wykupu papierów zabezpieczonych hipoteką od marca. Prezes Fed zapowiedział w lutym, że podwyżka stopy dyskontowej byłaby częścią „normalizacji” pożyczek Fed a jednymi z pierwszych kroków zacieśnienia polityki pieniężnej byłyby podwyższenie stóp procentowych płaconych przez banki za deponowane środki w Fed oraz wprowadzenie operacji reverse-repo. Jednocześnie Ben Bernanke nie sprzecywał, kiedy te działania zostaną wprowadzone i podkreślił, że gospodarka USA wciąż potrzebuje polityki wysoce akomodacyjnej, a stopy pozostaną niskie przez długi czas.

▪ W lutym EBC nie zmienił stóp procentowych, a prezes banku stwierdził po raz kolejny, że są one na odpowiednim poziomie. Prezes EBC powiedział też, że Rada EBC oczekuje, że strefa euro będzie się rozwijać w umiarkowanym tempie i że niektóre czynniki wspierające wzrost mają charakter tymczasowy. Jena Claude Trichet zapowiedział stopniowe wycofywanie z nadzwyczajnych środków zwiększających płynność na rynkach finansowych.

▪ Dane o inflacji w USA pokazały wzrost CPI w grudniu o 0,1% m/m (2,7% r/r) wobec oczekiwanych 0,2% m/m. Inflacja bazowa wyniosła 0,1% m/m (1,8% r/r), co było zgodne z rynkową prognozą. Inflacja w strefie euro wyniosła w grudniu zgodnie z oczekiwaniami 0,9% r/r.

▪ Według szacunków Eurostatu inflacja w strefie euro wzrosła w styczniu do 1% r/r z 0,9% r/r w grudniu, znacznie mniej niż oczekiwał tego rynek na poziomie 1,2% r/r.

Wysokie indeksy aktywności

▪ Oficjalny chiński ISM dla sektora przemysłowego spadł w styczniu do 55,8 pkt z 56,6 w grudniu. Indeks Markit PMI wzrósł w styczniu do najwyższego poziomu od czasu rozpoczęcia sporządzania ankiety (kwiecień 2004 r.), tj. 57,4 pkt z 56,1 pkt w grudniu.

▪ Indeks PMI dla strefy euro wzrósł w styczniu do 52,4 pkt, bardziej niż oczekiwania rynku, które były zgodne ze wstępnym szacunkiem na poziomie 52 pkt. Ponadto, indeks ISM obrazujący aktywność w przemyśle amerykańskim wzrósł aż do 58,4 (najwyżej od ponad 5 lat), podczas gdy rynek spodziewał się mniejszego wzrostu do 55,0.

▪ PMI dla usług w strefie euro spadł w styczniu do 52,5 pkt z 53,6 pkt w grudniu wobec wstępnych szacunków na poziomie 52,3 pkt. ISM dla usług w USA nieco rozczarował i wzrósł w styczniu do 50,5 pkt z 50,1 pkt w grudniu, poniżej oczekiwanych przez rynek 51 pkt.

▪ Wzrost PKB w USA w IV kw. 2009 wyniósł 5,7%, najwięcej od 6 lat, wobec oczekiwań analityków na poziomie 4,7%.

▪ Raport ADP za styczeń pokazał spadek zatrudnienia w USA poza rolnictwem w sektorze prywatnym o 22 tys. wobec oczekiwanego spadku o 30 tys. Oficjalny raport Departamentu Pracy USA miał niejednoznaczną wymowę. Według niego w USA poza rolnictwem ubyło w styczniu 20 tys. miejsc pracy wobec ubytku o 150 tys. etatów po korekcie (ze spadku o 85 tys.) miesiąc wcześniej. Dane za listopad zostały zrewidowane z w górę ze wzrostu o 4 tys. etatów na wzrost o 64 tys. Rynek oczekiwał, że w styczniu liczba etatów wzrosła o 5 tys. Z drugiej strony stopa bezrobocia wyniosła zaś w styczniu 9,7%, spadając wyraźnie z 10,0% w grudniu, podczas gdy oczekiwano jej stabilizacji na grudniowym poziomie.

▪ Stopa bezrobocia w strefie euro wzrosła w grudniu do 10% (najwyżej od sierpnia 1998 r.) z 9,9% w listopadzie.

Źródło: Reuters, EBC, Rezerwa Federalna, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

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

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2010 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie RPP	25-26	23-24	30-31	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Minutes RPP	22	19	19	23	21	18	23	20	24	22	19	17
PKB*	-	-	2	-	31	-	-	30	-	-	30	-
Inflacja	14	15 ^a	15 ^b	15	14	15	13	13	14	13	15	14
Inflacja bazowa	21	-	22	21	20	22	21	20	21	21	22	21
Ceny producenta	21	18	17	20	20	18	19	18	17	19	19	17
Produkcja przemysłowa	21	18	17	20	20	18	19	18	17	19	19	17
Sprzedaż detaliczna	28	23	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Place brutto, zatrudnienie	19	16	16	19	19	17	16	17	16	18	18	16
Bezrobocie	28	23	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	15 ^c	12	12	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Podaż pieniądza	14	12	12	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Bilans NBP	7	5	5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Wskaźniki koniunktury	22	22	22	22	21	22	22	20	22	22	22	22

* dane kwartalne; ^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty, ^c za listopad 2009.

Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		sty 09	lut 09	mar 09	kwi 09	maj 09	cze 09	lip 09	sie 09	wrz 09	paź 09	lis 09	gru 09	sty 10	lut 10
PMI	pkt.	40,3	40,8	42,2	42,1	42,5	43,0	46,5	48,2	48,2	48,8	52,4	52,4	51,0	51,4
Produkcja przemysłowa	% r/r	-15,3	-14,6	-1,9	-12,2	-5,2	-4,5	-4,4	0,1	-1,3	-1,3	9,9	7,4	0,1	5,5
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	7,4	1,9	1,2	0,5	0,3	0,5	10,7	11,0	5,7	2,7	9,9	3,1	-14,5	2,2
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	3,8	0,6	1,8	2,9	2,4	2,1	5,7	5,2	2,5	2,1	6,3	7,2	5,2	5,0
Stopa bezrobocia	%	10,4	10,9	11,1	10,9	10,7	10,6	10,7	10,8	10,9	11,1	11,4	11,9	12,8	12,8
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	8,1	5,1	5,7	4,8	3,8	2,0	3,9	3,0	3,3	2,0	2,3	6,5	2,2	3,2
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	0,7	-0,2	-0,9	-1,4	-1,7	-1,9	-2,2	-2,2	-2,4	-2,4	-2,2	-1,8	-2,7	-2,3
Eksport (w euro)	% r/r	-24,3	-26,3	-16,6	-28,9	-20,6	-21,3	-23,5	-21,3	-18,4	-10,9	-0,1	14,0	11,0	11,0
Import (w euro)	% r/r	-26,2	-32,7	-25,9	-35,1	-30,7	-30,6	-29,1	-27,2	-27,4	-21,5	-11,9	-2,5	9,3	17,7
Bilans handlowy	mln EUR	-483	-67	-214	-205	-26	-279	-539	-470	-25	-103	-292	-600	-400	-584
Rachunek bieżący	mln EUR	-754	790	-131	-451	-405	-232	-833	-107	-308	-266	-1,272	-1000	-200	-534
Rachunek bieżący	% PKB	-5,0	-4,5	-4,0	-3,8	-3,5	-3,0	-3,1	-2,8	-2,3	-1,9	-1,8	-1,6	-1,4	-1,8
Saldo budżetu (narastająco)	mln PLN	2,9	-5,3	-10,6	-15,3	-16,4	-16,7	-15,0	-15,6	-21,5	-24,0	-24,4	-23,8	-0,5	-9,0
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	-10,7	19,4	39,0	56,4	60,3	61,3	55,3	57,5	79,0	88,4	89,8	87,5	1,0	17,2
Inflacja (CPI)	% r/r	2,8	3,3	3,6	4,0	3,6	3,5	3,6	3,7	3,4	3,1	3,3	3,5	3,5	3,0
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,2	2,4	2,5	2,6	2,8	2,7	2,9	2,9	2,9	2,9	2,8	2,6	2,1	2,0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,6	5,7	5,5	4,8	3,7	4,1	2,8	2,2	1,6	2,0	1,9	2,1	0,1	-2,6
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	17,6	17,8	17,5	14,4	14,2	14,4	11,9	9,0	9,6	11,9	8,0	8,1	7,3	6,4
Zobowiązania	% r/r	19,5	19,2	19,4	16,1	15,7	15,9	13,0	10,7	10,9	13,5	10,3	9,8	8,9	7,5
Należności	% r/r	35,8	37,2	34,5	30,3	29,3	26,8	23,3	19,8	18,6	14,9	13,4	8,6	6,8	4,7
USD/PLN	PLN	3,18	3,63	3,55	3,36	3,23	3,22	3,05	2,90	2,86	2,85	2,79	2,83	2,85	2,91
EUR/PLN	PLN	4,22	4,65	4,62	4,43	4,41	4,51	4,30	4,13	4,16	4,21	4,17	4,14	4,07	4,02
Stopa referencyjna ^b	%	4,25	4,00	3,75	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Stopa lombardowa ^b	%	5,75	5,50	5,25	5,25	5,25	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
WIBOR 3M	%	5,51	4,69	4,30	4,20	4,52	4,60	4,26	4,16	4,18	4,18	4,19	4,23	4,24	4,15
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,85	4,62	4,78	4,80	4,91	4,73	4,43	4,23	4,33	4,35	4,26	4,25	4,01	4,00
Rentowność obligacji 2L	%	4,81	5,37	5,60	5,44	5,60	5,34	4,93	4,92	5,10	5,03	4,92	4,92	4,95	4,95
Rentowność obligacji 5L	%	4,96	5,57	5,97	5,88	5,85	5,83	5,55	5,53	5,74	5,65	5,64	5,67	5,58	5,55
Rentowność obligacji 10L	%	5,43	5,94	6,21	6,17	6,30	6,34	6,19	6,08	6,18	6,15	6,14	6,21	6,12	6,10

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK;

^a nominalnie; ^b wartość na koniec okresu;

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2007	2008	2009	2010	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
PKB	mld PLN	1 176,7	1 272,8	1 347,9	1 407,1	314,1	326,3	331,5	376,0	330,7	339,4	341,9	395,2
PKB	% r/r	6,8	5,0	1,7	2,6	0,8	1,1	1,7	3,1	2,8	2,5	2,5	2,8
Popyt krajowy	% r/r	8,7	5,5	-0,9	3,6	-1,5	-2,1	-1,2	1,0	3,4	3,5	3,2	4,1
Spożycie indywidualne	% r/r	4,9	5,9	2,3	2,0	3,3	1,7	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	17,6	8,2	-0,3	4,7	1,0	-3,0	-1,5	1,5	1,0	5,0	5,0	6,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	9,7	3,5	-3,2	5,0	-10,0	-6,7	-1,3	5,3	5,1	5,1	5,6	4,4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	22,5	11,4	4,6	4,7	3,5	0,4	9,1	5,2	1,0	7,0	2,8	8,0
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	14,0	9,6	2,1	4,5	0,4	1,4	3,7	2,9	3,0	5,0	4,6	5,5
Stopa bezrobocia ^a	%	11,2	9,5	11,9	12,3	11,1	10,6	10,9	11,9	12,8	11,8	11,5	12,3
Place realne brutto w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	6,7	5,9	0,9	2,1	3,2	0,2	0,5	0,3	-0,3	2,2	3,1	3,4
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	4,6	4,8	-1,2	-1,0	0,1	-1,0	-1,8	-2,2	-2,3	-1,1	-0,5	-0,3
Eksport (w euro)	% r/r	13,4	14,2	-17,4	8,1	-22,2	-23,8	-21,1	0,1	12,0	10,0	6,0	5,0
Import (w euro)	% r/r	19,5	17,2	-25,5	12,7	-28,2	-32,2	-28,0	-12,5	15,3	14,0	12,0	10,0
Bilans handlowy	mld EUR	-12 369	-17 724	-3 291	-8 326	-744	-513	-1 039	-995	-1 656	-1 555	-2 676	-2 440
Rachunek bieżący	mld EUR	-14 696	-18 302	-4 920	-7 776	-30	-1 088	-1 264	-2 538	-1 556	-2 255	-2 376	-1 590
Rachunek bieżący	% PKB	-4,7	-5,1	-1,6	-2,2	-4,0	-3,0	-2,3	-1,6	-2,0	-2,3	-2,5	-2,2
Wynik general government	% PKB	-1,9	-3,6	-7,2	-7,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2,5	4,2	3,5	2,3	3,3	3,7	3,5	3,3	3,0	2,0	1,8	2,4
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	4,0	3,3	3,5	2,5	3,6	3,5	3,4	3,5	2,5	1,9	2,0	2,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,0	2,2	3,3	-1,7	4,9	4,2	2,2	2,0	-1,8	-2,3	-1,3	-1,4
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	13,4	18,6	8,1	6,2	17,5	14,4	9,6	8,1	6,5	6,3	6,9	6,2
Zobowiązania ^a	% r/r	14,5	20,6	9,8	6,1	19,4	15,9	10,9	9,8	6,6	6,3	6,8	6,1
Należności ^a	% r/r	29,9	36,0	8,6	9,4	34,5	26,8	18,6	8,6	4,3	5,3	7,2	9,4
USD/PLN	PLN	2,77	2,41	3,12	2,85	3,45	3,27	2,94	2,83	2,88	2,86	2,84	2,82
EUR/PLN	PLN	3,78	3,52	4,33	3,91	4,50	4,45	4,20	4,17	4,02	3,93	3,87	3,82
Stopa referencyjna ^a	%	5,00	5,00	3,50	4,00	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	4,00
Stopa lombardowa ^a	%	6,50	6,50	5,00	5,50	5,25	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,50
WIBOR 3M	%	4,73	6,36	4,42	4,20	4,83	4,44	4,20	4,20	4,18	4,15	4,15	4,32
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,69	6,26	4,54	4,27	4,75	4,81	4,33	4,29	4,02	4,25	4,30	4,50
Rentowność obligacji 2L	%	5,23	6,22	5,17	5,10	5,26	5,46	4,98	4,96	4,97	5,05	5,20	5,20
Rentowność obligacji 5L	%	5,52	6,15	5,65	5,57	5,50	5,85	5,61	5,66	5,58	5,60	5,55	5,55
Rentowność obligacji 10L	%	5,56	6,06	6,11	6,05	5,86	6,27	6,15	6,17	6,11	6,10	6,00	6,00

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK ; ^a wartość na koniec okresu;

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 10.02.2010 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.