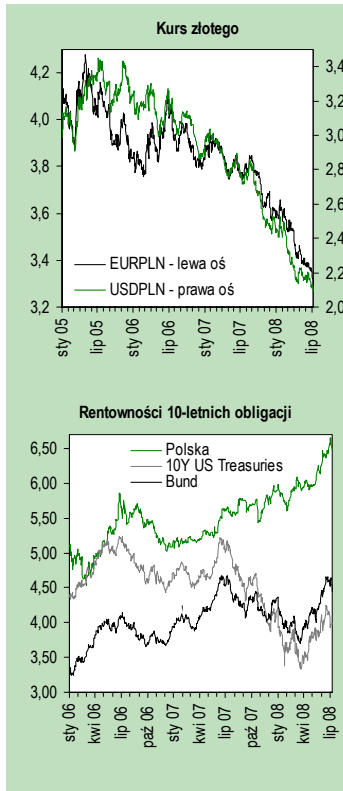


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Lipiec 2008



W tym miesiącu:

Temat miesiąca	2
Agflacja – najgorsze za nami, czy dopiero początek?	
Gospodarka Polski	8
Rynek nieruchomości	10
Pod lupą: Bank centralny	11
Pod lupą: Rząd i polityka	13
Monitor rynku	14
Przegląd międzynarodowy	16
Kalendarz makroekonomiczny	17
Dane i prognozy ekonomiczne	18

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

Gorący początek lipca

▪ **O ile pogoda była w Polsce bardzo letnia już od połowy czerwca, to na rynku walutowym zrobiło się naprawdę gorąco w pierwszych dniach lipca.** Przez pięć dni roboczych, począwszy od 3 lipca kurs złotego do euro umocnił się o niemalże 10 groszy, czyli ok. 3%. Skala aprecjacji wobec dolara amerykańskiego była podobna. Choć w ubiegłym miesiącu pisaliśmy, że rynek może chcieć sprowadzić kurs EURPLN do najniższego poziomu w historii, to jednak skala i tempo aprecjacji złotego przekroczyło nasze oczekiwania. Wciąż widzimy możliwość w korekty na rynku walutowym i choć nasza lipcowa prognoza kursu EURPLN była zbyt wysoka, to na koniec roku kurs złotego do euro na koniec roku niekoniecznie musi być znacząco poniżej oczekiwanego przez nas poziomu 3,30. Gwałtownemu umocnieniu złotego na początku lipca towarzyszył spadek rentowności, które przez niektórych uczestników rynku było interpretowane jako czynnik mogący ograniczyć podwyżki stóp. Pozostaje jednak pytanie czy rynki bazowe nie powrócą do obaw o globalną inflację.

▪ **Po dwumiesięcznej przerwie w zacieśnianiu polityki pieniężnej RPP podniosła w czerwcu stopy procentowe o 25 pb i naszym zdaniem wciąż istnieje ryzyko kolejnych ruchów.** Co ciekawe, Rada pominęła w komunikacie zdanie mówiące o nieformalnym restrykcyjnym nastawieniu w polityce pieniężnej. Odnosimy wrażenie, że komunikat jest napisany w taki sposób, aby zostawić pole do kolejnych podwyżek (jeśli będą konieczne) lub też zakończyć cykl podwyżek na czerwcowej. Innymi słowy, Rada nie chce dziś wskazywać nastawienia, jednak pozostaje czujna i gotowa do działania. Naszym zdaniem jednak, ryzyko dalszych podwyżek stopy referencyjnej do 6,25-6,5-% wciąż istnieje. Może to nastąpić we wrześniu (publikacja inflacji za sierpień, która będzie na poziomie ok. 5%) lub/i październik (kolejna projekcja inflacji).

▪ **Ochłodzenie koniunktury w gospodarce wydaje się być stopniowe i dość łagodne.** Niemniej w ostatnich danych makroekonomicznych, przede wszystkim we wskaźnikach koniunktury, widoczne jest stopniowe osłabienie tendencji wzrostowej, co potwierdza nasze prognozy obniżenia dynamiki wzrostu PKB w dalszej części roku. Jeśli jednak wzrost spowolni niewiele poniżej 5%, to nie powinno to przeszkodzić RPP podjąć decyzję o kolejnej podwyżce, gdyż wskaźnik inflacji pozostanie na podwyższonym poziomie jeszcze przez jakiś czas.

▪ **W ostatnim okresie jednym z ważniejszych problemów światowej gospodarki stała się rosnąca inflacja, do czego w dużym stopniu przyczynił się mocny wzrost cen żywności.** Zjawisko wzrostu ogólnego poziomu cen, którego główną przyczyną są rosnące ceny produktów rolnych zyskało sobie nawet specjalną nazwę – *agflacja*. W tym miesiącu przyglądamy się bliżej temu zagadnieniu, analizując przyczyny wzrostu cen żywności na świecie i prezentując kilka przemysłów i hipotez nt. ich perspektyw.

Na rynku finansowym 30 czerwca 2008 r.:

Stopa depozytowa NBP	4,50	WIBOR 3M	6,48	USDPLN	2,1824
Stopa referencyjna NBP	6,00	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	6,47	EURPLN	3,3788
Stopa lombardowa NBP	7,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	6,38	EURUSD	1,5482

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 09.07.2008 r.

Temat miesiąca

Agflacja – najgorsze za nami, czy dopiero początek?

W ostatnich miesiącach problemem numer jeden światowej gospodarki stała się rosnąca inflacja. W wielu krajach, zarówno rozwijających się, jak i tych wysoko rozwiniętych, nastąpiło znaczne przyspieszenie wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych, a oficjalne wskaźniki inflacji wzrosły wyraźnie powyżej poziomów uznawanych przez banki centralne za akceptowalne. Wśród głównych źródeł tej sytuacji znalazł się, obok rekordowych cen paliw i energii, wyjątkowo szybki wzrost cen żywności i produktów rolnych. W użyciu pojawił się nowy termin – **agflacja**, powstały w wyniku złożenia angielskich słów *agriculture* i *inflation*.

Wzrost cen żywności to temat drażliwy, bo dotyczy praktycznie wszystkich mieszkańców naszej planety. W niektórych krajach rozwijających się skokowe podwyżki cen żywności stały się powodem gwałtownych zamieszek i protestów społecznych. W innych, „zaledwie” tematem z pierwszych stron gazet, źródłem podwyższonej presji inflacyjnej i jednym z czynników wpływających na restrykcyjność polityki monetarnej. Ze względu na swoją skalę oddziaływania, agflacja znalazła się w centrum zainteresowania polityków, bankierów centralnych i ekonomistów.

W tym miesiącu przyglądamy się bliżej zjawisku agflacji, analizujemy jego przyczyny i prezentujemy kilka przemysłów i hipotez nt. perspektyw cen żywności.

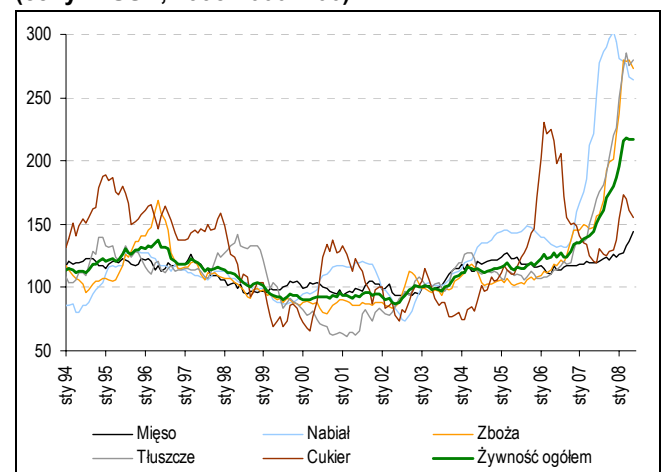
Agflacja – zjawisko globalne

Na rynkach produktów rolnych dość znaczne wahania cen nie są zjawiskiem wyjątkowym. Jednak sytuacja, z jaką mamy do czynienia w ostatnim okresie, wyróżnia się na tle poprzednich lat pod kilkoma względami. Po pierwsze, okresy rosnących cen na ogół są dość krótkotrwałe w porównaniu z okresami ich spadku. Tymczasem obecnie wzrost cen żywności trwa już trzeci sezon. Po drugie, skala obecnych wzrostów zdecydowanie przewyższa wszystkie inne obserwowane w ostatnich kilku dziesięcioleciach. Po trzecie, obecne rekordowe wzrosty cen nie dotyczą wybranych rynków i produktów, ale praktycznie niemal wszystkich podstawowych produktów na wszystkich rynkach rolnych na świecie.¹

Ceny podstawowych produktów rolnych na rynkach międzynarodowych zanotowały bardzo dynamiczne

wzrosty w latach 2006-2007. W pierwszych miesiącach 2008 roku wzrostowe tendencje były kontynuowane, w wyniku czego ceny żywności osiągnęły najwyższy poziom od prawie 50 lat. Obliczany przez Organizację Narodów Zjednoczonych do spraw Wyżywienia i Rolnictwa (ang. *Food and Agriculture Organization of the United Nations*, skrót: FAO) indeks obrazujący średnie światowe ceny produktów rolnych (mierzone w USD) był w maju br. o ponad 50% wyższy niż przed rokiem. Największy wzrost dotknął przy tym ceny zbóż i tłuszczów, w przypadku których wartość indeksu podskoczyła o 90-100% w ciągu roku. Nieco wcześniej, podobny wzrost miał miejsce w przypadku produktów i przetworów mlecznych, które jednak w ostatnich miesiącach doświadczyły korekty i w maju były „zaledwie” o 20% droższe niż przed rokiem. Ceny mięsa rosły do niedawna w znacznie łagodniejszym tempie, które jednak w ostatnich miesiącach uległo przyspieszeniu do ponad 20% r/r.

Indeksy światowych cen głównych produktów rolnych (ceny w USD, 1998-2000=100)



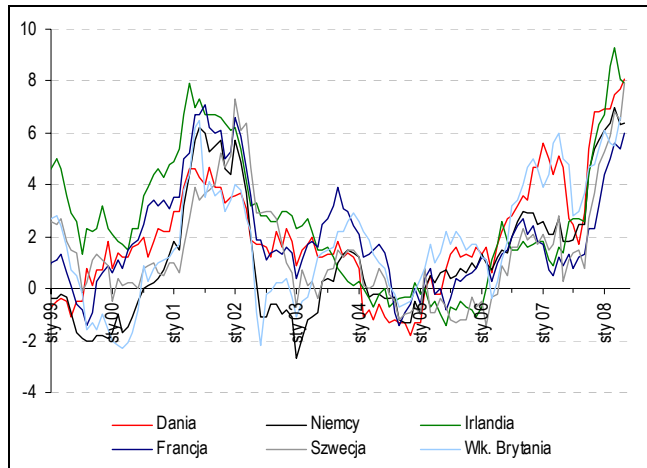
Źródło: FAO

Należy przy tym mieć na uwadze, że indeksy FAO dotyczą cen żywności w dolarach amerykańskich, przez co w pewnym stopniu są zawyżane przez wyjątkowo silną deprecjację dolara na rynkach światowych. W tych krajach, których waluty umacniały się wobec USD, zmiany cen produktów rolnych były rzecz jasna mniej odczuwalne.

Niemniej jednak, w niemal wszystkich częściach świata wzrost cen żywności stał się w ostatnim okresie poważnym problemem. Najbardziej dotkliwie sytuacja ta dotknęła kraje rozwijające się o niskim dochodzie *per capita*, uzależnione od importu żywności. Jednak nawet w wysoko rozwiniętych gospodarkach Unii Europejskiej, których waluty mocno zyskały na wartości wobec dolara, wzrost cen żywności przyspieszył wyraźnie (choć w mniejszym stopniu niż w krajach uboższych) w ostatnich kilku kwartałach, stając się jednym z ważniejszych źródeł wzrostu inflacji.

¹ FAO, *Soaring Food Prices: Facts, Perspectives, Impacts and Actions Required*, June 2008

Wzrost cen żywności w wybranych krajach UE (% r/r)



Źródło: Eurostat

Dlaczego żywność drożeje?

Odpowiedź na pytanie o przyczyny wzrostowej tendencji cen żywności jaką obserwujemy od kilku lat w gruncie rzeczy nie jest trudna, jeśli przeanalizujemy dane dotyczące zmian popytu i podaży na rynkach rolnych. Nieco więcej trudności sprawia wyjaśnienie dlaczego zmiany te przybrały tak gwałtowny charakter w ostatnich dwóch sezonach i jak długo mogą się jeszcze utrzymać.

Wiele wskazuje na to, że o wyjątkowej skali wzrostu cen żywności na świecie w ostatnim okresie przesądził fakt skumulowania szeregu czynników, które doprowadziły jednocześnie do przyspieszenia wzrostu popytu, ograniczeń po stronie podaży, wzrostu kosztów produkcji i transportu, a dodatkowo ich skutki zostały wzmocnione oddziaływaniem czynników dodatkowych i losowych zaburzeń rynkowych. Poniżej postaramy się scharakteryzować najważniejsze zjawiska, które doprowadziły do tej sytuacji.

Straty w produkcji spowodowane pogodą

Jednym z czynników zapalnych, który tak naprawdę zapoczątkował gwałtowny wzrost cen żywności na rynkach światowych, był znaczny spadek światowej produkcji zbóż w latach 2005-2006. Po wyjątkowo dobrym pod względem plonów roku 2004, zbiory zbóż w dwóch krajach będących ich największymi światowymi eksporterami (Australia i Kanada) zmniejszyły się w dwóch kolejnych sezonach o ok. jedną piątą, na co decydujący wpływ miały niesprzyjające warunki atmosferyczne. W kolejnym roku światowa produkcja wprawdzie wzrosła, ale nie w stopniu wystarczającym, aby zaspokoić szybko rosnące zapotrzebowanie (m.in. w wyniku kolejnych zaburzeń w pogodzie).

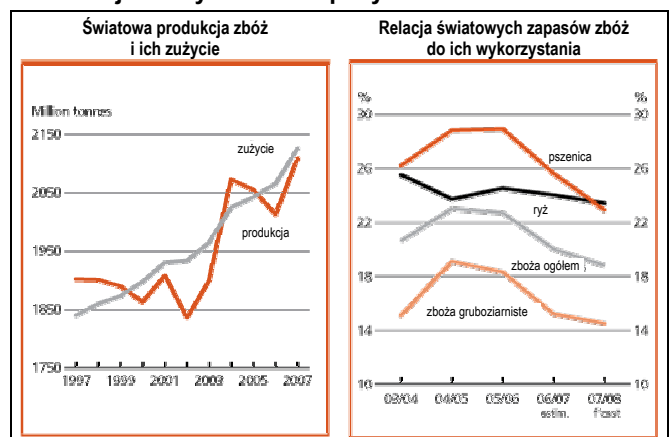
Spadek zapasów

Drugim niezwykle istotnym elementem, który miał wpływ na znaczny wzrost cen żywności, jest wyraźny spadek

zapasów żywności (głównie zbóż) na świecie do rekordowo niskich poziomów. Redukcja zapasów była z jednej strony efektem działań rządów wynikających z uzgodnień międzynarodowych, biorących pod uwagę rozwój handlu międzynarodowego oraz postęp w zakresie wymiany informacji i technologii transportu, a z drugiej strony na to nałożył się fakt, że produkcja żywności w ostatnim okresie nie nadążała za szybko rosnącym popytem.

Niestety, w sytuacji gdy wiele krajów eksportujących żywność zostało równocześnie dotkniętych negatywnym szokiem podaży, obniżony poziom zapasów światowych spowodował wzmocnienie reakcji cen na zaburzenia produkcji.

Produkcja i zużycie oraz zapasy zbóż na świecie



Źródło: FAO

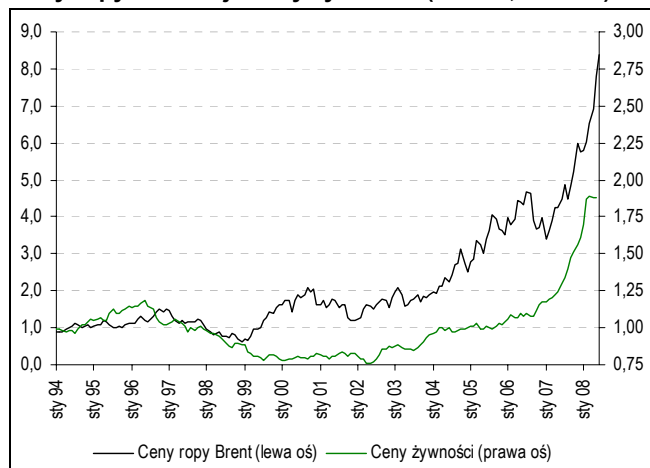
Protekcjonizm, bariery handlowe

Duże znaczenie dla sytuacji na światowych rynkach żywności miały również protekcjonistyczne działania podejmowane przez szereg krajów w reakcji na wzrostową tendencję cen żywności na świecie. „Prewencyjne” wprowadzenie przez część ważnych producentów żywności ograniczeń w eksporcie towarów rolnych (zakazy eksportu, podatki eksportowe) w celu ochrony krajowych konsumentów spowodowało dodatkowe, znaczne wzmocnienie wahań cen rynkach. W efekcie, do zaburzeń doszło nawet na rynkach tych produktów, w przypadku których nie nastąpiło mocne załamanie produkcji (np. rynek ryżu). Niektórzy analitycy określają to efektem kuli śniegowej: w reakcji na rosnące ceny niektórych produktów rolnych część krajów produkujących żywność stopniowo wprowadzała restrykcje na własny eksport; w efekcie kraje uzależnione od importu gwałtownie zwiększały zakupy „na zapas” aby zabezpieczyć się przed dalszym wzrostem cen i deficytem żywności, przez co wzrost cen ulegał wzmocnieniu i przyspieszeniu i przenosił się z rynków jednych towarów na drugie.

Wzrost cen paliw i energii, kosztów transportu

Drastyczny wzrost cen paliw i energii na świecie miał bez wątpienia bardzo silny wpływ na ceny żywności. Droższe paliwa oznaczają bezpośrednio wyższe koszty produkcji, nawożenia i transportu produktów rolnych. Przykładowo, ceny niektórych nawozów były na początku 2008 roku ponad dwu i pół krotnie wyższe niż rok wcześniej. Opłaty frachtowe wzrosły w ciągu roku ponad dwukrotnie.

Ceny ropy naftowej i ceny żywności (w USD, 1994=1)



Źródło: FAO, Reuters, BZ WBK

Jednak oprócz efektu bezpośredniego, rekordowe ceny ropy naftowej miały też pośredni, ale znaczący wpływ na rynek żywności. Droga ropa zwiększa bowiem opłacalność produkcji biopaliw (patrz niżej).

Produkcja biopaliw

Jednym z ważniejszych czynników, wpływających na sytuację na światowych rynkach rolnych w ciągu ostatnich kilku lat stał się rozwój rynku biopaliw. Dynamika tego procesu jest niezwykle wysoka – w okresie od roku 2000 do 2007 światowa produkcja etanolu potroiła się, podczas gdy produkcja biodiesla wzrosła ponad dziesięciokrotnie (choć trzeba uwzględnić start z bardzo niskiej bazy). Produkcja paliw „ekologicznych” spowodowała gwałtowny wzrost popytu na surowce niezbędne do ich wytwarzania. Według dostępnych danych, ponad połowa światowego wzrostu popytu na zboża i oleje roślinne w okresie 2005-2007 generowana była wzrostem produkcji i wykorzystania biopaliw. Niewątpliwie był to istotny czynnik sprzyjający szybkiemu wzrostowi cen zbóż i produktów roślinnych w ostatnich kilku sezonach.

Dodatkowo, polityka subsydiowania upraw roślin do ich produkcji „wypiera” produkcję roślin jadalnych, która staje się relatywnie mniej opłacalna. Efektywnie ogranicza to powierzchnię zasiewów zbóż i roślin przeznaczonych do celów konsumpcyjnych, przyczyniając się do zmniejszenia ich podaży. Z kolei, wysokie zapotrzebowanie na produkcję roślinną do

wytwarzania biopaliw winduje wykorzystanie i ceny nawozów, podnosząc ogólne koszty produkcji żywności.

Wzrost konsumpcji i zmiana jej struktury

Czynnikiem często wymienianym jako ważna przyczyna wzrostu cen żywności na świecie jest rosnąca konsumpcja, wynikająca ze wzrostu światowej populacji i szybkiego przyrostu dochodów na mieszkańca, szczególnie w krajach rozwijających się. Tymczasem, warto przypomnieć, że wzrost konsumpcji żywności wynikający z rosnącej liczby mieszkańców naszej planety jest zjawiskiem, które trwa od wieków i do tej pory nie powodowało znaczących (ani trwałych) wzrostów cen żywności. Przeciwnie, relatywne ceny żywności spadały w długim okresie, m.in. dzięki temu, że wydajność produkcji rolnej i jej rozmiary udawało się zwiększać w szybszym tempie niż rósł popyt.

Niemniej jednak, w ostatnich latach doszło do znacznie istotniejszych zmian w konsumpcji niż tylko wzrost jej wolumenu. Przyspieszenie wzrostu poziomu życia i dochodów w krajach rozwijających się w okresie wyjątkowo dobrej koniunktury gospodarczej spowodowało nie tylko wyższe spożycie żywności, ale też znaczące zmiany w jego strukturze. Dużą rolę odegrały przemiany społeczno-ekonomiczne w krajach takich jak Chiny i Indie, wraz z którymi nastąpiły m.in. wyraźne zmiany w sposobie odżywiania i wzrost zapotrzebowania na dietę lepszej jakości, bardziej urozmaiconą, bogatą w białko zwierzęce i nabiał. Tymczasem, zastąpienie prostej diety przez bardziej wyrafinowaną prowadzi do zwiększenia ogólnego zapotrzebowania na zboża (wyprodukowanie 1 kg mięsa pochłania ok. 16 kg paszy roślinnej) i przyczynia się do wzmocnienia wzajemnych powiązań pomiędzy cenami różnych rodzajów produktów rolnych.

Jednak oceny tego, w jakim stopniu proces ten przyczynił się do wzrostu światowych cen żywności nie są jednoznaczne. Po pierwsze, wpływ powyższego czynnika ma charakter średnioterminowy i następuje stopniowo. Raczej trudno przypuszczać, by był on odpowiedzialny za gwałtowny wyskok cen w ostatnich dwóch latach. Dodatkowo, Chiny jak do tej pory starały się zapewnić sobie samowystarczalność w zakresie produkcji podstawowych produktów rolnych. O ile jednak wzrost konsumpcji mięsa udało im się równoważyć odpowiednim wzrostem własnej produkcji, to już w przypadku nabiału rosnący popyt w Chinach musiał być zaspokajany przede wszystkim przez import.

Popyt spekulacyjny

Ostatnim czynnikiem, który warto wymienić, jest wyraźny wzrost roli żywności jako instrumentu spekulacji na

rynkach finansowych. W ostatnim okresie bardzo szybko rośnie zainteresowanie inwestycjami w produkty finansowe, których wyniki oparte są na notowaniach na rynku żywności. W warunkach bardzo dużej niepewności na rynkach giełdowych, fundusze inwestycyjne poszukują alternatywnych okazji do pomnożenia kapitału i dywersyfikacji ryzyka, inwestując znaczne środki m.in. w instrumenty pochodne oparte na cenach surowców rolnych. Debata nt. tego na ile istotną rolę odgrywa ten czynnik we wzrostach cen żywności w ostatnim okresie jest otwarta (przykładowo, wyniki badań MFW² sugerują odwrotną zależność przyczynowo-skutkową, tj. że rosnące ceny żywności były przyczyną, a nie efektem napływu kapitału spekulacyjnego na rynki terminowe). Jednak wydaje się prawdopodobne, że był to jeden z istotnych czynników zwiększających zmienność cen i wzmacniających oddziaływanie fundamentalnej nierównowagi podaży i popytu na zmiany cen rynkowych.

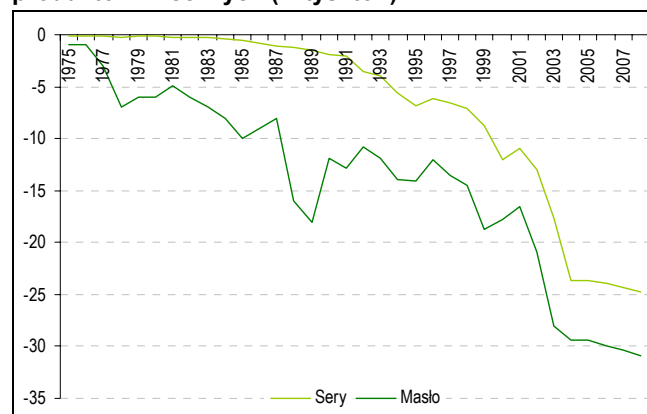
Czynniki wpływające na światowe ceny żywności pogrupowaliśmy wg ich charakteru w tabeli poniżej (choć w niektórych wypadkach trudno jednoznacznie określić, czy zjawisko ma charakter krótko- czy długoterminowy).

Czynniki wpływające na światowe ceny żywności

	Krótkoterminowe	Długoterminowe
Popytowe	działania spekulacyjne	biopaliwa: szybki wzrost popytu na surowce do ich produkcji (zboża, oleje roślinne) oraz zwiększone zapotrzebowanie na nawozy szybki wzrost populacji i dochodów zmiany diety związane ze wzrostem dochodów w krajach rozwijających się
Podażowe	anomalie pogodowe w krajach będących głównymi producentami żywności działania protekcjonistyczne w niektórych krajach (cła, bariery eksportowe)	ceny energii i paliw, wpływające na koszty produkcji i transportu żywności
Inne	mocny spadek zapasów żywności na świecie deprecjacja dolara	niski poziom światowych zapasów koncentracja rynku eksportu żywności (dominacja kilku czołowych eksporterów)

² IMF, *World Economic Outlook 2006*, Chapter 5: "The boom in commodity prices: Can it last?"

Chiny: saldo wymiany handlowej wybranych produktów mlecznych (w tys. ton)



Źródło: OECD

Co będzie dalej?...

Odpowiedź na pytanie czy (i jak długo) ceny żywności będą kontynuowały wzrosty jest kluczową kwestią zarówno dla polityków, bankierów centralnych, jak i zwykłych obywateli, którzy skutki ostatnich podwyżek odczuwają codziennie we własnych kieszeniach. Aby udzielić tej odpowiedzi, kluczowa wydaje się ocena perspektyw popytu i podaży na świecie oraz tego, które z czynników zidentyfikowanych powyżej będą dalej oddziaływać na rynek rolny, jak długo i z jaką siłą.

Podaż wzrośnie, ale popyt również

Aktualne prognozy podaży produktów rolnych w tym sezonie są dość optymistyczne³. Przewidywany jest wyraźny wzrost globalnej produkcji zbóż, w tym w szczególności rekordowe zbiory pszenicy. Po wyraźnym pogorszeniu zbiorów roślin oleistych w ostatnim sezonie, spodziewana jest wyraźna poprawa produkcji w następnym roku. W kolejnych latach eksperci zakładają dalszy wzrost produkcji roślinnej, m.in. w wyniku wzrostu powierzchni zasiewów (do czego zachęcają wysokie ceny) i wzrostu wydajności. Oczekiwany jest też wzrost światowej produkcji mięsa i produktów mlecznych, mimo iż wysokie koszty pasz będą hamulcem dla podaży na tych rynkach.

Ten optymistyczny obraz zakłócany jest jednak przez fakt, że równocześnie prognozowany jest dalszy mocny wzrost zagregowanego popytu na większość towarów żywnościowych. Na rynku zbóż i roślin oleistych nadal istotnym czynnikiem będzie prawdopodobnie wzrost produkcji i wykorzystania biopaliw (choć możliwa zmiana polityki głównych państw w tym zakresie i ograniczenie subsydiów do ich produkcji może osłabić popyt z tego tytułu). W przypadku produkcji zwierzęcej, na znaczeniu będzie zyskiwał wzrost konsumpcji ze strony państw rozwijających się. W efekcie, według ocen

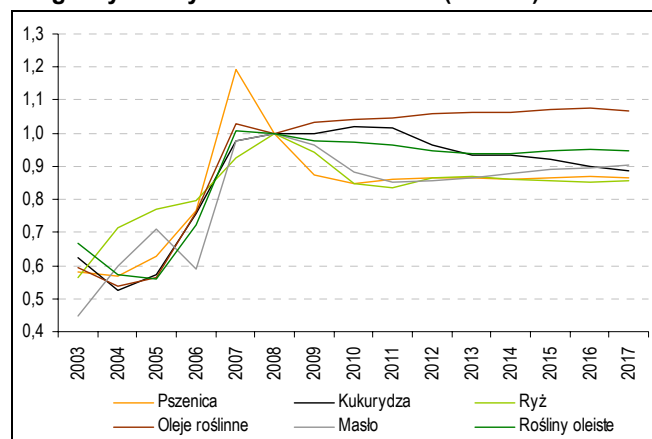
³ FAO, *Food Outlook*, June 2008; *Crop Prospects and Food Situation*, April 2008

ekspertów szanse na odbudowanie rekordowo niskich zapasów żywności w krótkim okresie są nikłe i proces ten zajmie przynajmniej kilka sezonów, podczas których rynek pozostanie wrażliwy na szoki po stronie popytu i podaży. Niski poziom zapasów będzie równocześnie czynnikiem, ograniczającym możliwość głębokiego spadku cen w przypadku większości towarów.

Prognozy ekspertów zakładają stabilizację cen

Opublikowany w czerwcu, coroczny raport OECD i FAO nt. perspektyw rynku rolnego⁴ przewiduje, że po osiągnięciu szczytu w pierwszych miesiącach tego roku, ceny żywności powinny się stabilizować w kolejnych latach blisko obecnych rekordów, wyraźnie powyżej średniej z lat poprzednich, a w przypadku niektórych produktów (pszenica, produkty mleczne) oczekiwany jest w najbliższych latach nieznaczny spadek (do kilkunastu procent) i dopiero stabilizacja.

Prognozy cen żywności do roku 2017 (2008=1)



Źródło: OECD, FAO

Oznacza to z jednej strony, że ze zmianą relatywnych cen żywności i wysokimi rachunkami za jedzenie powinniśmy się raczej pogodzić, bo szanse na powrót cen sprzed kilku lat są niewielkie. Może to być, obok wysokich cen paliw, jednym z czynników ograniczających popyt konsumpcyjny (przynajmniej w krótkim okresie) w wielu krajach rozwijających się. W krajach rozwiniętych, gdzie wzrost cen żywności ma mniejszą skalę (m.in. za sprawą stosunkowo wysokiego udziału w konsumpcji żywności wysoko przetworzonej), efekt ten będzie znacznie słabszy. Z drugiej strony, stabilizacja cen oznacza, że ich roczne tempo wzrostu powinno wyraźnie wyhamować, w związku z czym można się spodziewać zmniejszenia wpływu cen żywności na światową inflację.

... ale podobnie zakładały poprzednie

Długoterminowe prognozy OECD-FAO potwierdzają to, co podpowiada intuicja – że rekordowy wzrost cen żywności nie będzie trwał w nieskończoność. Przecież

część czynników, które doprowadziły do kumulacji zaburzeń na rynkach rolnych, miała charakter przejściowy i powinna w końcu ustąpić. Są solidne podstawy by sądzić, że w długim okresie rozwój technologii i postęp w metodach uprawy i hodowli (szczególnie w krajach rozwijających się) pozwolą na odpowiednio szybkie zwiększanie wydajności produkcji, aby zaspokoić stale rosnący popyt na żywność i produkty rolne (mimo iż dostępność nowych gruntów pod zasiewy staje się coraz poważniejszym problemem). Jednak dla rynków finansowych i banków centralnych kluczowa jest również kwestia krótkiego terminu, tzn. jak szybko może nastąpić stabilizacja. Warto zwrócić uwagę, że w ubiegłorocznym raporcie eksperci OECD i FAO zakładali podobną ścieżkę stabilizacji cen, tylko zaczynając się wcześniej i na znacznie niższym poziomie. Tymczasem, zamiast tego nastąpiło przyspieszenie wzrostów cen do nowych rekordów.

Pogoda, ropa i dolar głównymi czynnikami ryzyka

Niestety, nie można wykluczyć, że tym razem może zdarzyć się podobnie i zanim nastąpi przewidywana stabilizacja, będziemy jeszcze świadkami dalszego wzrostu napięć na rynkach. Świadczy o tym chociażby sytuacja na rynku ropy naftowej (wg autorów raportu OECD-FAO kluczowy czynnik ryzyka dla prognozy), której cena w ostatnich tygodniach wzrosła powyżej 140\$ za baryłkę wobec założonego w raporcie powolnego wzrostu z 90\$ w 2008 r. do 104\$ w 2017. Równie istotne może być zachowanie się kursu dolara amerykańskiego, którego osłabianie sprzyja wzrostowi światowych cen żywności (podobnie jak ropy). Raport OECD zakłada kurs dolara wobec walut światowych o kilkanaście procent mocniejszy niż obecnie.

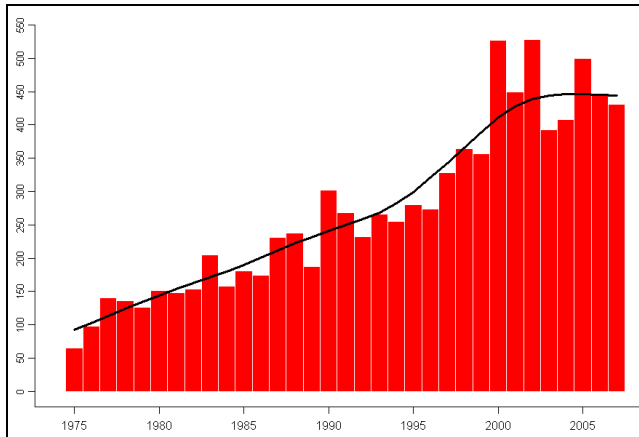
Kolejnym istotnym czynnikiem niepewności są warunki atmosferyczne i ich wpływ na zbiory. Raport OECD zakłada całkowity brak anomalii pogodowych i związanych z tym szoków podaży w horyzoncie prognozy. Tymczasem, jak wykazują badania, częstotliwość występowania kataklizmów i zaburzeń pogody na świecie jest w wyraźnym trendzie wzrostowym.⁵ Zaburzenia występują częściej niż dawniej i z większym natężeniem, przez co ryzyko znacznych strat w produkcji stało się praktycznie stałym elementem krajobrazu na rynkach rolnych. Praktycznie w każdym sezonie mamy do czynienia z podobnym scenariuszem: korzystne prognozy zbiorów z początku roku są ostatecznie znacząco rewidowane w dół ze względu na kolejne nieprzewidziane anomalie atmosferyczne. W tym roku również mieliśmy do

⁴ OECD-FAO Agricultural Outlook 2008-2017, June 2008

⁵ CRED, Annual Disaster Statistical Review. The Numbers and Trends 2007, May 2008

czynienia z kataklizmami (m.in. mrozy i trzęsienie ziemi w Chinach, cyklon w Birmie, powódzie w USA) i chociaż prognozy na obecny sezon nadal wskazują na wzrost światowej produkcji zbóż w porównaniu z rokiem ubiegłym, to w przypadku niektórych krajów (np. Polski) szacunki zbiorów zostały już znacznie obniżone. Zobaczymy, co przyniosą kolejne miesiące.

Liczba zarejestrowanych katastrof naturalnych



Źródło: OFDA/CRED International Disaster Database

W efekcie, o ile wyhamowanie wzrostów cen żywności na rynkach światowych w średnim okresie wydaje się bardzo prawdopodobne, to jednak określenie kiedy ono nastąpi jest zadaniem wyjątkowo trudnym. Być może będzie to już w drugiej połowie tego roku, ale równie dobrze może czekać nas kolejny sezon lub dwa wzrostów.

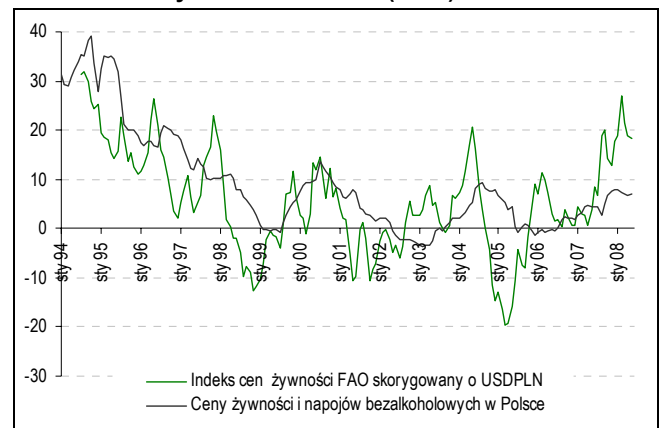
W dłuższym okresie tempo zmian na rynku żywności będzie zależało również od szeregu innych czynników, których wpływu obecnie nie jesteśmy w stanie przewidzieć. Czy, jak się powszechnie uważa, ocieplenie klimatu będzie kontynuowane, czy jak wskazują niektóre nowe badania, czeka nas okres spadku temperatur? Jaki wpływ będzie miał ten proces na produkcję w rolnictwie? Czy ceny energii będą dalej rosły? Czy i w jakim kierunku zmieni się polityka państw, m.in. dot. produkcji biopaliw oraz żywności modyfikowanej genetycznie? Odpowiedzi na te pytania mogą mieć decydujący wpływ na ścieżkę cen żywności w kolejnych latach.

Agflacja a sprawa Polska

Polska jest krajem stosunkowo silnie narażonym na inflacyjne efekty wzrostów cen na rynkach rolnych, ze względu na wyższy niż w większości krajów rozwiniętych udział żywności w wydatkach gospodarstw domowych (ponad 25%, wobec średniego poziomu w UE ok. 15%). Krajowe ceny żywności są w dużym stopniu powiązane z sytuacją na rynkach światowych, chociaż jeśli prześledzimy zachowanie cen żywności w Polsce na tle cen towarów rolnych na świecie (uwzględniając zmiany kursu złotego), to można odnieść wrażenie, że w ostatnim okresie oddziaływanie to uległo osłabieniu.

Częściowym, chociaż raczej niepełnym wyjaśnieniem tego zjawiska może być rosnący udział w strukturze konsumpcji Polaków żywności wysoko przetworzonej, który powoduje, że ceny krajowej żywności w mniejszym stopniu zależą od cen towarów rolnych, a w większym od kosztów pośrednich związanych z produkcją i dystrybucją (energia, koszty pracy, marże). Być może wpłynął na to również fakt, że zbiory zbóż w Polsce w 2007 r. były stosunkowo wysokie, przeciwnie do zbiorów na świecie. Drugą cechą, którą można zaobserwować na wykresie jest stosunkowa odporność cen żywności w Polsce na spadki cen międzynarodowych.

Wzrost światowych cen produktów rolnych a wzrost cen żywności w Polsce (% r/r)

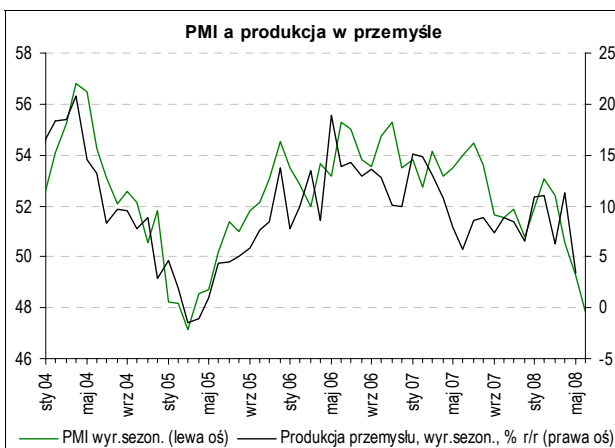
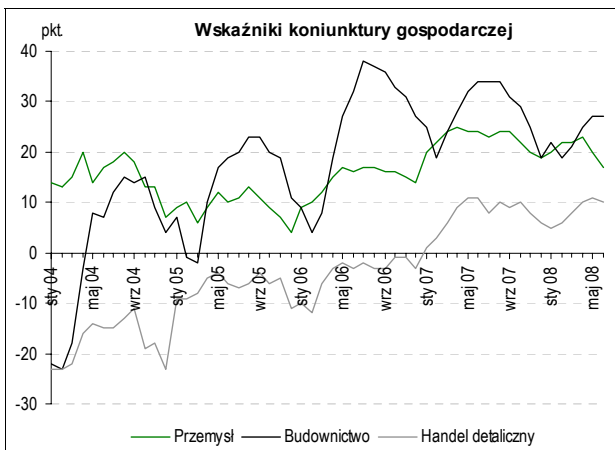
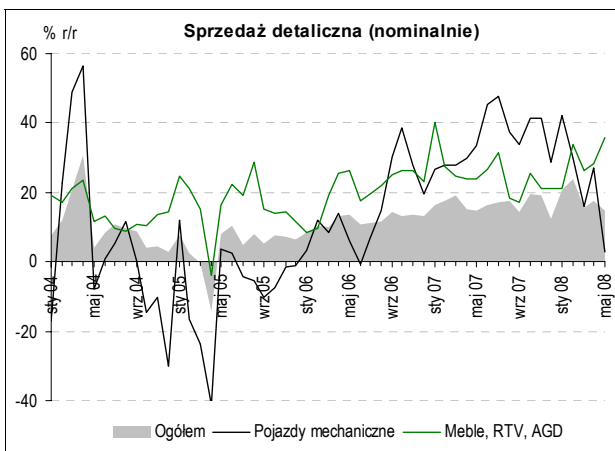
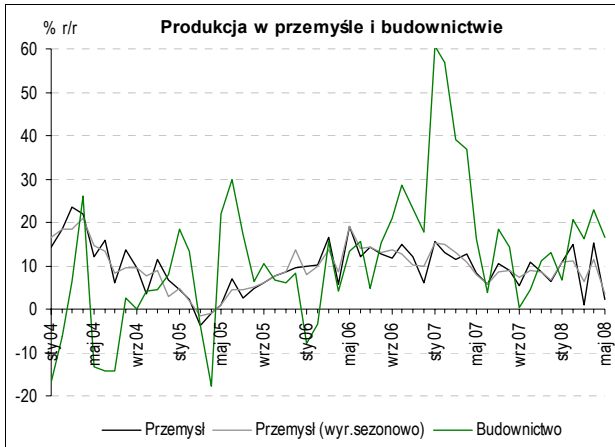


Źródło: FAO, BZ WBK

Prognozy tegorocznych zbiorów zbóż w kraju są coraz niższe, wraz z napływem nowych informacji o skutkach suszy. Ostatnie szacunki mówią o spadku produkcji o 19-26% w porównaniu z ub. rokiem. Równocześnie spada produkcja mięsa ze względu na ograniczenie hodowli przez rolników pod wpływem wzrostu cen pasz. Na razie eksperci przewidują, że wpływ tych zmian na ceny będzie ograniczony ze względu na możliwy import zbóż z Europy, gdzie zbiory zapowiadają się dość korzystnie. Niemniej jednak, jeżeli prognozy stabilizacji cen za granicą się nie sprawdzą (a warto wziąć pod uwagę, że praktycznie cały czerwiec minął pod znakiem silnego wzrostu kontraktów terminowych na ceny głównych zbóż), ograniczona podaż krajowa może ze zwiększoną siłą przełożyć się na ceny żywności.

W tym kontekście pojawia się pytanie, na jak duże spowolnienie wzrostu cen żywności można liczyć w tym i w przyszłym roku. Projekcja inflacji NBP przewiduje, że w 2009 r. ceny żywności wzrosną średnio zaledwie o 1,6%. Nasze prognozy wskazują na wzrost ok. dwukrotnie szybszy, co jednak i tak jest wyraźnym spowolnieniem w stosunku do wzrostu 6-7% w 2008 r. Istnieją jednak inne elementy (np. kurs walutowy), które sprawiają, że ogólnie jesteśmy bardziej optymistyczni niż projekcja NBP, co do perspektyw inflacji w przyszłym roku.

Gospodarka Polski

**Produkcja przemysłowa poniżej prognoz**

- Wzrost produkcji przemysłu w maju wyniósł 2,3% r/r, znacznie mniej od prognoz. Osłabienie wzrostu wynikało w dużej mierze z mniejszej liczby dni roboczych, więc nie należy go traktować jako wyraźnego sygnału pogorszenia koniunktury. Różnica w liczbie dni roboczych będzie występować aż do października.
- Sezonowo dostosowany wzrost wyniósł 3,4% r/r, najmniej od 3 lat, ale ulega on dużym wahaniom w ostatnich miesiącach. Niemniej, widoczne jest stopniowe osłabienie tendencji wzrostowej, co potwierdza nasze prognozy obniżenia dynamiki wzrostu PKB w dalszej części roku.
- Dynamika produkcji w budownictwie wyniosła w warunkach mniejszej liczby dni roboczych 16,6% r/r (a po korekcie sezonowej 15,2% r/r), wskazując, że na razie nie widać objawów załamania wzrostu inwestycji.

Solidny wzrost sprzedaży detalicznej

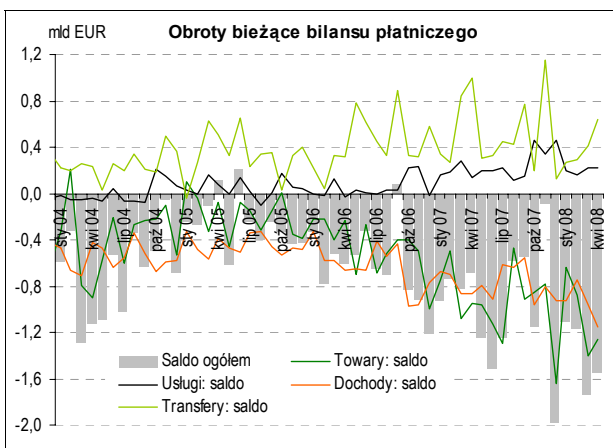
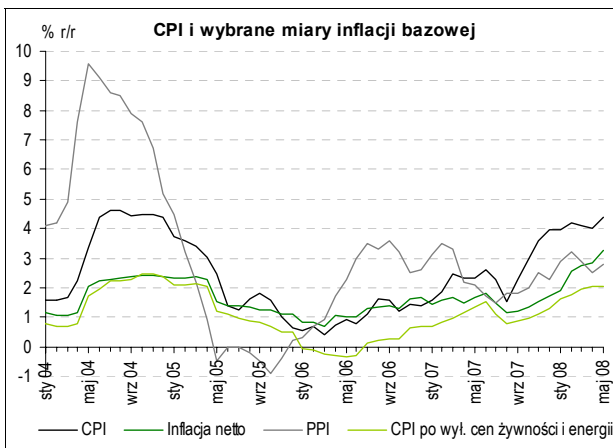
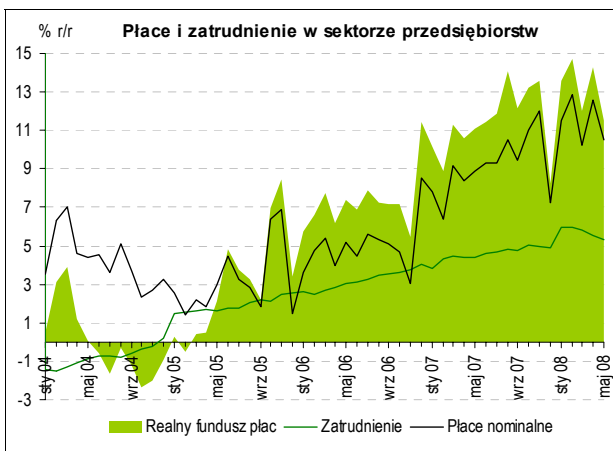
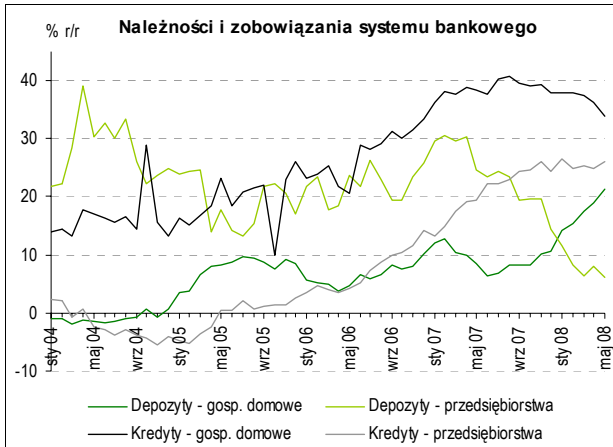
- Nominalny wzrost sprzedaży detalicznej wyniósł w maju 14,9% r/r. Oznacza to spowolnienie wobec poprzednich miesięcy roku, ale trzeba pamiętać, że na dynamikę sprzedaży w maju negatywnie wpłynęły dwa długie weekendy (jeden przed rokiem) i nowe przepisy nakazujące zamykać sklepy w dni świąteczne (w maju br. były 4 takie dni). Silny, dwucyfrowy wzrost w ujęciu nominalnym odnotowany został we wszystkich kategoriach sprzedaży oprócz pojazdów mechanicznych.
- Realny wzrost sprzedaży wyniósł 11,2% r/r, co oznacza, że deflator sprzedaży (wskazówka nt. presji inflacyjnej w handlu detalicznym) wyniósł 3,7% wobec 3,6% r/r w kwietniu.
- W sumie, dane pokazały, że na razie, dzięki poprawie sytuacji na rynku pracy oraz spadkowi obciążeń fiskalnych popyt konsumpcyjny nadal dynamicznie przyrasta.

Kolejne pogorszenie wskaźników koniunktury

- Chociaż obliczane przez GUS wskaźniki koniunktury dla przetwórstwa przemysłowego, budownictwa i handlu detalicznego utrzymały się w czerwcu w dodatnim obszarze (oznaczającym pozytywne oceny koniunktury), to po raz pierwszy od początku 2002 r. wystąpił roczny spadek indeksów jednocześnie w każdym z 3 analizowanych sektorów.
- W czerwcu umocniła się też obserwowana już wcześniej tendencja pogarszania nastrojów konsumenckich. Znacząco zmniejszyły się obydwa wskaźniki ufności konsumenckiej: bieżący oraz wyprzedzający. Obydwa wskaźniki były najniższe od kwietnia 2007 r. W przypadku wskaźnika wyprzedzającego spadek w ujęciu rocznym (eliminującym sezonowe wahania ocen koniunktury) został zapoczątkowany już w maju, ale w czerwcu uległ on pogłębieniu. Wskaźnik bieżący spadł w ujęciu rocznym po raz pierwszy w historii miesięcznych danych badań koniunktury konsumenckiej przez GUS.
- Pogorszyły się wszystkie składowe wskaźników z wyjątkiem oczekiwanych zmian bezrobocia. Najbardziej pogorszyły się oceny sytuacji finansowej gospodarstw domowych i oceny ogólnej sytuacji gospodarczej kraju. Odnotowano również słabsze oceny dotyczące dokonywania ważnych zakupów dla gospodarstw domowych, które w ostatnich miesiącach były na wysokim poziomie.
- Kolejnym negatywnym sygnałem nt. rozwoju sytuacji gospodarczej w Polsce jest PMI za czerwiec. Spadł on do 47,9 pkt z 49,3 w maju, drugi miesiąc z rzędu pozostając poniżej poziomu 50 pkt, co oznacza kurczenie się aktywności gospodarczej. Duży wpływ na spadek ogólnego PMI ma pogorszenie ocen sytuacji w eksporcie. Indeks zamówień eksportowych spadł do 43,2 pkt z 46,9 pkt w maju, najsilniej od prawie 7 lat.

Źródło: GUS, obliczenia własne

Gospodarka Polski

**Dostosowanie portfelowe napędza wzrost podaży pieniądza**

- Podaż pieniądza wzrosła w maju o 15% r/r. Wzrost depozytów przyspieszył do 17,4% r/r z 16,4% miesiąc wcześniej, przede wszystkim za sprawą depozytów gospodarstw domowych (wzrost 21,2% r/r). Widoczna w 2007 r. spadkowa tendencja dynamiki podaży pieniądza i depozytów uległa w tym roku odwróceniu z powodu dostosowania portfelowego, polegającego na przepływie środków gospodarstw domowych do depozytów bankowych z mniej bezpiecznych form lokowania.
- Tempo wzrostu kredytów ogółem spowolniło do 27,5% r/r w maju wobec 28,4% w kwietniu, przy czym kredyty dla firm wzrosły o 26% (jedna z najwyższych dynamik od 9 lat), co sugeruje utrzymywanie się silnej aktywności inwestycyjnej. Wzrost kredytów gospodarstw domowych po raz kolejny zwolnił, do 33,8% r/r, czyli najniższego poziomu od 1,5 roku.

Słabnąca siła poprawy sytuacji na rynku pracy

- Płace i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w maju były niższe od oczekiwań, wzrastając o 10,5% i 5,4% r/r. Fundusz płac zwiększył się o 16,4% r/r nominalnie i 11,5% realnie, najwolniej od końca ub.r.
- Stopa bezrobocia rejestrowanego na koniec maja osiągnęła 10%, a na koniec czerwca wg wstępnych szacunków MPIPS osiągnęła 9,6%. Oznacza to odpowiednio spadek o 2,9 i 2,7 pp w ujęciu rocznym. Choć tempo spadku bezrobocia stopniowo słabnie, to nadal jest szybkie, oddziałując pozytywnie na sytuację finansową i nastroje gospodarstw domowych.
- Niemniej, prognozowane przez nas dalsze osłabienie tempa poprawy sytuacji na rynku pracy sugeruje, że w napięcia na rynku pracy mogą ulec pewnemu złagodzeniu, co byłoby pozytywne dla perspektyw inflacji w średnim terminie.

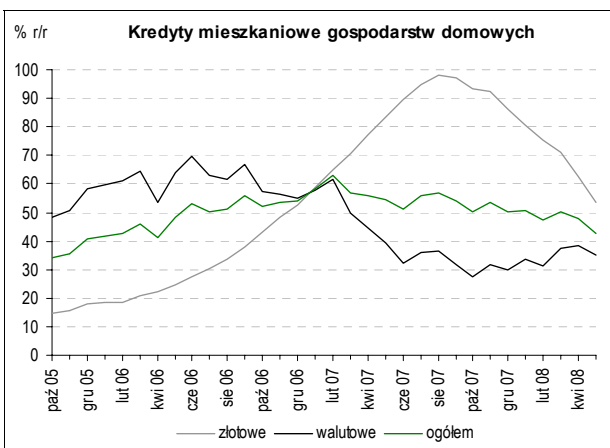
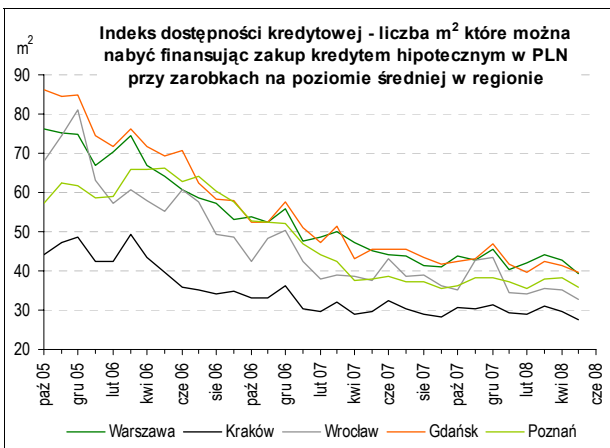
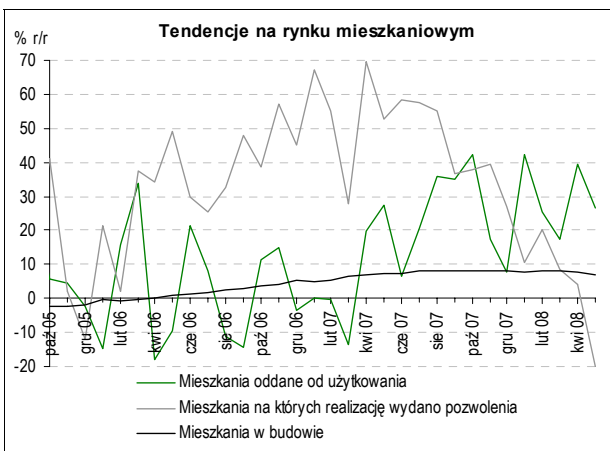
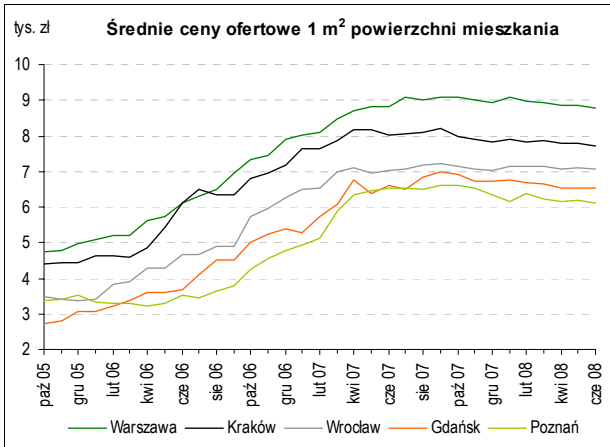
Prawie wszystkie wskaźniki inflacji w górę

- W maju nastąpił wzrost prawie wszystkich wskaźników inflacji. Inflacja CPI przyspieszyła do 4,4% r/r z 4,0% w kwietniu, przy wzroście cen żywności i paliw o 7% r/r.
- Inflacja netto wzrosła do 3,2% r/r z 2,8% w kwietniu. Wzrosły również pozostałe miary inflacji bazowej, z wyłączeniem nowej miary obliczanej przez NBP, czyli inflacji CPI po wyłączeniu cen żywności i energii (przy czym do energii zaliczane są również paliwa). Nowa miara pozostała na poziomie 2,06% r/r.
- Wzrost PPI przyspieszył w maju do 2,8% r/r, głównie za sprawą podwyżek cen energii i gazu. Jeśli ceny energii będą dalej rosły, może to mieć przełożenie na ceny w innych sektorach, chociaż na razie firmy w przetwórstwie przemysłowym nie wykazują dużych skłonności do podwyżek (wzrost cen o 1,6% r/r).

Trwa stopniowe pogorszenie równowagi zewnętrznej

- Bilans płatniczy za kwiecień pokazał wyższy od prognoz deficyt na rachunku obrotów bieżących (ponad 1,5 mld €), a jego skumulowana wartość za 12 miesięcy wzrosła do 4,7% PKB z 4,3% po marcu.
- Niemniej, biorąc pod uwagę duży napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych oraz napływ środków z UE na inwestycje, rosnący deficyt obrotów bieżących jest nadal w bezpieczny sposób finansowany i nie stanowi poważnego zagrożenia dla zewnętrznej równowagi gospodarki.
- Dynamiki eksportu i importu utrzymały się na wysokim poziomie, wynosząc odpowiednio 31,1% i 31,3% r/r. Chociaż pokazuje to, że dotychczas eksporterzy dobrze radzili sobie z umocnieniem złotego i osłabieniem koniunktury za granicą, nadal oczekujemy osłabienia wzrostu eksportu w II połowie br.

Rynek nieruchomości



Ceny mieszkań i ziemi powoli schodzą w dół

- Drugi kwartał br. był okresem lekkiego spadku cen mieszkań w największych polskich miastach. Wg raportu Szybko.pl i Expandera, średnie ceny obniżyły się w tym okresie o 1-2%. Równocześnie, w niektórych (zwłaszcza mniejszych) miastach miał miejsce lekki wzrost cen.
- Średnie ceny działek budowlanych spadły w II kwartale, mimo że zwykle wiosną występował sezonowy wzrost popytu i cen.
- Pojawia się coraz więcej sygnałów o słabnącym popycie ze strony gospodarstw domowych i rosnących problemach deweloperów ze sprzedażą mieszkań. Z drugiej strony, w II kwartale skrócił się okres, w którym ogłoszenie znajdowało się w serwisie szybko.pl, co sugeruje szybszą odpowiedź popytu na oferty sprzedających. Podtrzymujemy opinię, że strukturalnie nadal występuje na rynku nadwyżka popytu nad podażą.

Podaż nowych mieszkań nadal rośnie

- W maju oddano do użytku prawie 11 tys. mieszkań, a w sumie w ciągu 12 miesięcy liczba ta wzrosła do 147 tys. Jest coraz bardziej prawdopodobne, że w całym roku liczba nowych mieszkań wyraźnie przekroczy 150 tys., wzrastając do najwyższego poziomu od 1992 roku.
- Liczba wydawanych w ciągu miesiąca pozwoleń na budowę oraz liczba rozpoczynanych nowych budów pozostały wysokie, chociaż niższe niż przed rokiem, kiedy rozpoczął się już okres wzmożonej aktywności w sektorze budowlanym.
- Stałe rośnie odsetek mieszkań budowanych na sprzedaż lub na wynajem. W maju stanowiły one ponad 45% mieszkań oddanych do użytku, co sugeruje że spora ich część mogła trafić od razu na rynek wtórny. W krótkim terminie, przy wyhamowanym popycie, będzie to podtrzymywać presję w dół na ceny.

Koszty kredytów rosną szybciej niż wynagrodzenia

- Od kilku miesięcy można zaobserwować wyraźny wzrost dostępności cenowej mieszkań rozumianej jako relacja średnich płac do cen nieruchomości. W ciągu roku powierzchnia mieszkania, którą można kupić za równowartość średnich rocznych zarobków wzrosła o 9% w Warszawie, 15% w Krakowie i prawie 17% w Poznaniu.
- Równocześnie jednak wzrost oprocentowania kredytów jest na tyle szybki, że dostępność mieszkań finansowanych kredytem (w złotych) praktycznie cały czas się obniża. W maju była ona niższa niż przed rokiem o ok. 13% w Warszawie, Gdańsku i Wrocławiu, o 7% w Krakowie i 5% w Poznaniu.
- Regulacja S nadzoru bankowego sprawia, że wzrost stóp w złotych ogranicza również dostępność kredytów walutowych, mimo że ich faktyczne koszty nie ulegają większym zmianom.

Kredyty walutowe szybko wracają do łask

- Kredyty mieszkaniowe nadal rosną w niezłym tempie (w maju 41,5% r/r) chociaż wzrost ten stopniowo spowalnia.
- Znaczny wzrost krajowych stóp procentowych i związanych z tym kosztów odsetkowych, jak również wyraźny trend aprecjacji złotego skłania coraz większy odsetek klientów do zaciągania kredytów mieszkaniowych w walutach obcych, głównie frankach szwajcarskich. W maju różnica w oprocentowaniu kredytów w PLN i CHF przekroczyła 3 pkt. proc.
- Przyrost zadłużenia gospodarstw domowych z tytułu mieszkaniowych kredytów walutowych stanowił w maju niemal trzykrotność przyrostu kredytów w złotych (a jeśli skorygujemy to o wpływ zmiany kursu na wartość zadłużenia, dysproporcja była nawet większa).

Pod lupą: Bank centralny

Projekcje inflacji (% r/r)					
	Kwi '07*	Lip '07	Paź '07	Lut '08	Cze '08
2008	1,6-3,8	2,1-3,8	2,2-3,5	3,6-4,7	3,8-4,7
2009	2,1-4,6	2,1-4,3	2,5-4,6	2,6-4,9	2,5-5,8
2010	-	-	-	2,1-4,8	0,1-5,7

Projekcje wzrostu PKB (%)					
	Kwi '07	Lip '07	Paź '07	Lut '08	Cze '08
2008	4,0-6,3	4,3-6,7	4,4-6,2	4,4-5,8	4,3-5,5
2009	4,0-7,0	4,0-7,2	3,8-6,7	3,5-6,1	3,4-6,2
2010	-	-	-	3,6-6,9	3,8-6,8

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

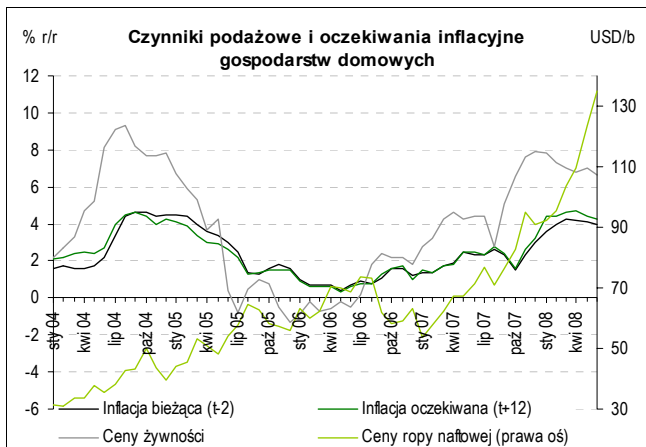
Wybrane fragmenty komunikatu po czwarcym posiedzeniu RPP (zmiany w porównaniu z komunikatem majowym inna czcionką)

Gospodarka Polski znajduje się nadal w okresie silnego wzrostu obejmującego wszystkie jej sektory. Dane makroekonomiczne, które napłynęły w ostatnim okresie wskazują, że tempo wzrostu gosp. utrzymuje się na wysokim poziomie, choć w kolejnych kwartałach może ulec obniżeniu, jednak, że tempo wzrostu gospodarczego stopniowo obniża się, co jest zgodne z wcześniejszymi oczekiwaniami.

Najnowsze informacje dotyczące gospodarki Stanów Zjednoczonych sygnalizują, że skala spowolnienia aktywności potwierdzają wcześniejsze sygnały o znaczącym spowolnieniu aktywności w tej gospodarce może być mniejsza niż wcześniej oczekiwano, jednak może ono trwać dłużej. Utrzymuje się też niepewność co do skali obniżenia dynamiki wzrostu gospodarczego w strefie euro, a także jego wpływu na gospodarkę polską. W ostatnich miesiącach silnie wzrosły ceny ropy naftowej na rynkach światowych. Jednocześnie w wielu krajach obserwowany był wzrost zarówno bieżącej, jak i prognozowanej inflacji.

W ocenie Rady, w najbliższych kwartałach prawdopodobne jest utrzymanie się presji płacowej i w konsekwencji presji inflacyjnej mimo spodziewanego stopniowego obniżania tempa wzrostu gospodarczego. Podwyższona inflacja w nadchodzących miesiącach będzie wynikała w dużej części ze wzrostu cen regulowanych, a także z obserwowanego w gospodarce światowej i oddziałującego na polski rynek wzrostu cen żywności i paliw. **Utrzymywanie się podwyższonej inflacji** rodzi te ryzyko utrwalenia się oczekiwań inflacyjnych na podwyższonym poziomie, a w konsekwencji wzrost ryzyka wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy. Ponadto wzrost cen nośników energii i żywności może stopniowo przenosić się na inne ceny, w szczególności ceny niektórych usług.

W średnim okresie presja inflacyjna może być ograniczana przez nadal dobrą sytuację finansową przedsiębiorstw oraz wciąż wysoką dynamikę inwestycji oddziałującą w kierunku wzrostu wydajności. Do ograniczania tej presji może się także przyczynić spowolnienie wzrostu w gospodarce światowej, a w konsekwencji także w gospodarce polskiej. Presja inflacyjna może być nadal osłabiana przez procesy globalizacji, **choć ich łączny efekt będzie prawdopodobnie słabszy niż dotychczas.** W kierunku obniżenia inflacji będą również oddziaływać dokonane dotychczas podwyżki stóp procentowych NBP oraz obserwowana w ostatnich kwartałach aprecjacja złotego.



Źródło: NBP, Reuters

Czy to już koniec? Raczej nie

Po dwumiesięcznej przerwie w zacieśnianiu polityki pieniężnej RPP podniosła w czerwcu stopy procentowe o 25 pb. Zapewne nowa projekcja inflacji pomogła podjąć taką decyzję – pomimo dokonanych w tym roku podwyżek i aprecjacji złotego, prognozowane tempo wzrostu CPI jest do 2009 r. wyższe od oczekiwanego w lutowej projekcji (w 2010 r. niższe). Czy (i kiedy) należy się spodziewać kolejnych ruchów?

Pytanie jest o tyle zasadne, że Rada pominęła w komunikacie zdanie mówiące o nieformalnym restrykcyjnym nastawieniu w polityce pieniężnej. Naszym zdaniem jednak, ryzyko dalszych podwyżek stopy referencyjnej do 6,25-6,50% wciąż istnieje. Może to nastąpić we wrześniu (publikacja inflacji za sierpień, która będzie na poziomie ok. 5%, oraz danych za PKB za II kw.) lub/i października (kolejna projekcja inflacji).

Sporo zmian w komunikacie

W dwóch poprzednich miesiącach, pomimo braku podwyżek stóp procentowych, w komunikatach Rady pojawiały się nowe elementy. W kwietniu mowa była o aprecjacji złotego i spowolnieniu na świecie z możliwymi konsekwencjami dla polskiej gospodarki. W maju z kolei, Rada mówiła o ryzyku przenoszenia się wysokich cen żywności i energii na inne ceny, w szczególności ceny niektórych usług. Tym razem, komunikat jest napisany nieco inaczej niż poprzednio.

Najbardziej zaskakujący w informacji po posiedzeniu Rady jest brak nieformalnego nastawienia, które od wielu miesięcy pozostawało restrykcyjne. Trudno powiedzieć, czy rezygnacja z tego zdania była celowa, czy przypadkowa, bo członkowie Rady nie odnieśli się do tego na konferencji. Przecież jeśli (nieformalne) nastawienie restrykcyjne miałyby być zniesione, to warto o tym zakomunikować. Odnosimy jednak bardziej wrażenie, że komunikat jest napisany w taki sposób, aby zostawić pole do kolejnych podwyżek (jeśli będą konieczne) lub też zakończyć cykl podwyżek na czerwcowej. Innymi słowy, Rada nie chce dziś wskazywać nastawienia, jednak pozostaje czujna i gotowa do działania.

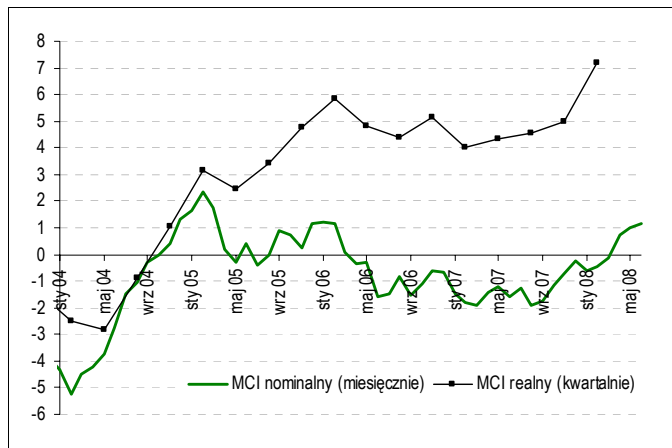
Wypowiedzi członków Rady (szczegóły na następnej stronie) potwierdzają taką interpretację. Od kilku miesięcy wydawało się, że Rada Polityki Pieniężnej może zakończyć cykl podwyżek stopy referencyjnej na poziomie 6%, jednak wciąż pisaliśmy o asymetrycznym ryzyku w górę dla tego scenariusza. Pomimo braku restrykcyjnego nastawienia wciąż wydaje się, że rzeczywiście Rada może zdecydować się wysłać kolejne sygnały mające na celu ograniczenie oczekiwań inflacyjnych. Będzie temu sprzyjała zmiana oczekiwań co do polityki pieniężnej prowadzonej przez główne banki na świecie wynikająca z nasilenia globalnych obaw inflacyjnych.

Oczekiwania inflacyjne na podwyższonym poziomie

Inflacja oczekiwana przez gospodarstwa domowe w ciągu najbliższych 12 m-cy obniżyła się w czerwcu do 4,3% (4,4% w maju). Wynikało to ze spadku bieżącego wskaźnika inflacji (CPI opóźniony o 2 miesiące), stanowiącego podstawę do obliczania oczekiwań inflacyjnych przez NBP, podczas gdy struktura odpowiedzi ankietowych za maj nie była zbyt optymistyczna.

Co prawda obniżył się odsetek osób oczekujących szybszego niż obecnie wzrostu cen (28% w maju, a ponad 32% w pierwszych czterech miesiącach roku). Jednak, ponad 50% respondentów oczekuje, że ceny będą rosły w tym samym tempie. Twierdząco na te dwa pytania odpowiedziało w sumie prawie 80%. Jest to mniej niż przed akcesją do UE, ale wciąż dużo, co wynika zapewne z rosnących cen dóbr i usług podstawowego użytku (paliwa, energia, żywność).

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



Realny MCI gwałtownie w górę w I kw. po aprecjacji kursu

- Obliczony przez nas realny indeks MCI zanotował w I kw. bardzo silny wzrost, sygnalizując znaczne zwiększenie restrykcyjności krajowej polityki pieniężnej.
- Co ciekawe, stało się tak mimo spadku w I kw. rynkowych krótkoterminowych stóp procentowych w ujęciu realnym. Odchylenie ich średniego poziomu nie uległo w I kw. zmianie od szacowanego przez nas długoterminowego trendu, a więc miało neutralny wpływ na realny MCI.
- Wg danych Eurostatu w I kw. nastąpiła jednak gwałtowna aprecjacja realnego efektywnego kursu złotego. Znacznie zwiększyło się odchylenie średniego poziomu kursu od szacowanego przez nas długoterminowego trendu przybliżającego kurs równowagi i przełożyło się to na wyraźny wzrost realnego MCI.

7,0%



Filar 1,50 (1,61)

Noga 1,50 (1,52)

Wasilewska-Trenkner 1,50 (1,48)

Wojtyła 1,31 (0,91)

6,50%

Sławiński 1,06 (0,91)

Czekaj 1,00 (0,86)

Skrzypek 0,81 (N/A)

Owsiak 0,81 (0,91)

Nieckarz 0,81 (0,83)

6,00%

Pietrewicz 0,75 (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 strzałki 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.

W I kw. „jastrzębie” co miesiąc proponowali podwyżkę o 50 pb

Wyniki głosowań RPP nad decyzjami o stopach procentowych ujawnione w *Raporcie o inflacji* opublikowanym w czerwcu pokazały, że na posiedzeniach w okresie styczeń-marzec co miesiąc zgłaszane były wnioski nie tylko o dokonane w rzeczywistości podwyżki o 25 pb, ale również wnioski w sprawie podwyższenia stóp o 50 pb. Jak można się domyślać, popierało je trzech liderów naszego rankingu restrykcyjności.

... ale ostatnio zaczynają prezentować nieco rozbieżne opinie

Ciekawe jednak, że grupa trzech najbardziej „jastrzębich” członków Rady w ostatnich wywiadach nie przedstawiała takich samych poglądów odnośnie perspektywy polityki pieniężnej. Najbardziej radykalny jastrząb w RPP, Dariusz Filar, uważa, że należy liczyć się z podwyżkami stóp zarówno w tym, jak i w przyszłym roku. Co więcej, nie przesądza on jak długa będzie przerwa w podwyżkach, ani czy w ogóle będzie miała miejsce. Z kolei zdaniem Mariana Nogi, nie można gwałtownie podnosić stóp, a kolejna podwyżka mogłaby nastąpić w październiku, gdyby okazało się, że inflacja nie spada po oczekiwanym szczycie w sierpniu. Różną wagę przywiązują również ci członkowie do decyzji EBC o podwyżce stóp. Halina Wasilewska-Trenkner odnosząc się do niej mówi, że pozostawia to pewną przestrzeń do ewentualnego działania dla Rady Polityki Pieniężnej, dodając jednak, że ruch EBC „oczywiście nie oznacza, że pójdziemy za tym działaniem w sposób bezwolny”. O ile nie wykluczyła ona, że kolejna decyzja o podwyżce może zależeć od danych z czerwiec, naszym zdaniem obserwowane ostatnio umocnienie złotego raczej taką ewentualność w lipcu wyklucza. W sumie, o ile „jastrzębie” mogą zgłosić wniosek o podwyżkę w lipcu-sierpniu, nie sądzimy aby zyskał on większość w Radzie.

Czekaj sugeruje wakacyjną przerwę

O tym, że kolejna podwyżka stóp nie powinna mieć miejsca w najbliższych dwóch miesiącach poinformował również na konferencji po posiedzeniu Rady, Jan Czekaj. Powiedział on, że perspektywy polityki pieniężnej będą zależały od skali spowolnienia polskiej gospodarki, jak również od decyzji światowych banków centralnych, oczekiwania co do których ostatnio dość istotnie się zmieniły. Zauważmy jednak, że do ponownej zmiany oczekiwań doszło już po podwyżce stóp przez EBC, której towarzyszył komunikat bardziej gołębi od oczekiwań.

Członkowie bardziej gołębi również nie wykluczają podwyżek

W wypowiedziach niemalże wszystkich członków Rady przewija się motyw możliwej kontynuacji cyklu podwyżek stóp procentowych, w zależności od napływających danych i sytuacji na rynku walutowym. Również prezes NBP, uważany przez rynek za gołębia, stwierdził, że nie można wykluczyć podwyżki przed październikiem, gdyby okazało się to konieczne. Nawet Mirosław Pietrewicz, plasujący się na samym dole naszego indeksu, nie wykluczył kolejnej podwyżki stóp

Konflikt na linii RPP- rząd czy NBP-rząd?

W ostatnich tygodniach doszło do intensywnej wymiany zdań na temat polityki inflacyjnej pomiędzy Prezesem NBP, a ministrem finansów (więcej szczegółów na następnej stronie). Członkowie Rady nie ustosunkowywali się do tego. Jedynie Halina Wasilewska-Trenkner stwierdziła, że niedobrze byłoby aby ta debata nabrała zabarwienia politycznego.

Pod lupą: Rząd i polityka

Wypowiedzi ministra finansów i NBP nt. inflacji

Jacek Rostowski, minister finansów: Pan prezes NBP Sławomir Skrzypek, niestety odegrał znaczącą rolę w głosowaniach, które opóźniły podwyżki. (...) 9 na 10 razy głosował przeciwko podwyżce stóp, z czego 4 razy jego głos był decydujący. (...) Potem podniósł stopy do wyższego poziomu niż było to konieczne gdyby zareagował wcześniej. Koszty opóźnień to wysoka inflacja i poziom stóp procentowych. (...) W Polsce mamy dużo większy efekt wzrostu inflacji niewynikający ze wzrostu cen energii i żywności [niż w Unii Europejskiej]. To jest wynik zaniedbań banku centralnego w ubiegłym roku.

Komunikat NBP: Wypowiedź ta [ministra finansów] jest próbą odwrócenia uwagi od całkowitego braku aktywności rządu w sprawie wprowadzenia zapowiadanych wielokrotnie reform publicznych finansów. Brak aktywności rządu w zakresie wdrażania reform strukturalnych zagraża bowiem poważnie naszej pozycji w Unii Europejskiej.

Sławomir Skrzypek, Prezes NBP: Jako prezes NBP apeluję o współpracę z rządem. (...) Walka z inflacją wymaga współdziałania NBP z rządem w zakresie polityki mix, czyli harmonizacji polityki pieniężnej i fiskalnej - nie można przerzucać się odpowiedzialnością. Jako przewodniczący RPP muszę wystąpić przeciwko niesprawiedliwym i nierzetelnym atakom na NBP. (...) Polskiej gospodarce nie potrzeba konfliktów, potrzebna jest instytucjonalna współpraca rządu z NBP.

Wypowiedzi ministra finansów Jacka Rostowskiego nt. perspektywy wejścia Polski do strefy euro

Reuters, 8 lipca: Teraz mamy sytuację, w której kraj (Słowacja) przystąpił do strefy euro po bardzo znaczącej aprecjacji i można przypuszczać, że bardzo dobrze przygotowany kraj, jakim będzie Polska w momencie ostatecznej kandydatury do euro (...) może być poddany dość znaczącej spekulacji na aprecjacje ze strony rynków walutowych. Może to powodować problemy, dlatego będziemy analizować ten przypadek dość dokładnie, żeby się zastanowić, jak najlepiej przeciwdziałać takiemu zagrożeniu.

PAP, 18 czerwca: Według konstytucjonalistów prawdopodobnie będzie potrzebna zmiana konstytucji przed przystąpieniem do strefy euro. Jakie są polityczne warunki - wiadomo. Jest to kwestia czystej arytmetyki. Za taką zmianą musiałaby głosować przynajmniej część największej partii opozycyjnej. (Na dziś) zakładam że zmiana konstytucyjna jest potrzebna. Jeżeli by tak było to byłoby bardzo niedobre, gdybyśmy przystąpili do ERM2 zanim zostałaby ona przegłosowana. Taka powinna być kolejność: konsensus co do przyjęcia euro, zmiana konstytucji i decyzja o wejściu do ERM2. Uważam, że powinniśmy przystąpić do strefy euro tak szybko, jak to możliwe, oczywiście w sytuacji, gdy mamy wiarygodność głównych kryteriów. Musimy zatem już rozpocząć dyskusję na temat zmian konstytucyjnych zakładając, że ta zmiana jest potrzebna.

Iskrzy pomiędzy dwiema stronami Świętokrzyskiej

- Minister finansów w trakcie debaty nad wnioskiem o jego odwołanie bronił się przed zarzutami opozycji o „drożyznę”, oskarżając prezesa NBP o przyczynienie się do wzrostu inflacji poprzez zwlekanie z podwyżkami stóp w zeszłym roku.
- NBP odpowiedział zarzucając rządowi brak aktywności w przeprowadzaniu reform finansów publicznych i strukturalnych.
- Konflikt pomiędzy szefami instytucji mieszczących się po dwóch stronach ulicy Świętokrzyskiej w Warszawie nie służy ich wizerunkowi. Szczególnie, że wzajemne zarzuty wydają się w dużej mierze nieuzasadnione. NBP nie ma wpływu na globalną presję na wzrost cen żywności i energii (a nowa miara inflacji bazowej wyłącza te elementy pozostaje poniżej celu), natomiast zapal rządu do reform ogranicza groźba weta Prezydenta RP, który mianował prezesa NBP.

Minister finansów o drodze do strefy euro

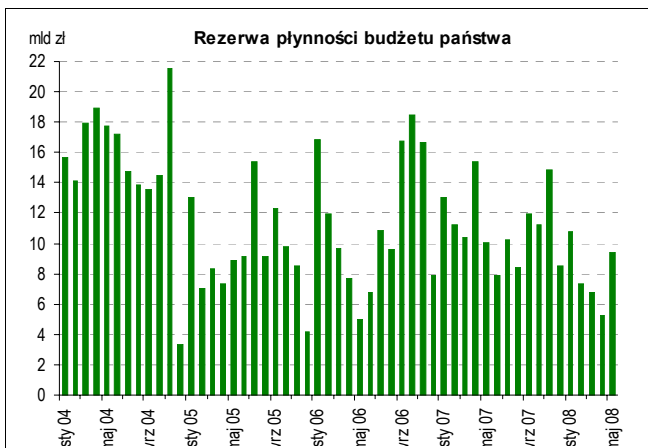
- Na przykładzie drogi Słowacji do strefy euro (ostateczną decyzję w tej sprawie podjęto 8 lipca, wyznaczając kurs konwersji korony na poziomie ostatniego parytetu w ERM2) polski minister finansów obawia się presji na aprecjacje złotego w ramach EMR2.
- Z wypowiedzi ministra finansów wynika, że wejście złotego do ERM2 powinno nastąpić dopiero po zmianie konstytucji, bo brak pewności co do znalezienia większości dla jej przegłosowania rodzi ryzyko zbyt długiej obecności w ERM2. Takie podejście zmniejsza prawdopodobieństwo wejścia złotego do ERM2 w obecnej kadencji parlamentu (do 2011 r.)
- Ewentualna eliminacja elementu ryzyka w postaci braku odpowiedniej zmiany konstytucji mogłaby natomiast wg nas wzmocnić presję na aprecjacje złotego w ERM2.

Nadal dobra realizacja tegorocznego budżetu

- Informacje na temat bieżącej sytuacji budżetu nadal mają przeważającą mierze pozytywny charakter. Co prawda resort finansów od czasu do czasu narzeka na gorszą od planu realizację wpływów z akcyzy, ale inne dochody podatkowe idą zgodnie z planem (VAT) lub nawet lepiej od planu (PIT i CIT).
- Deficyt budżetowy po maju wyniósł 1,85 mld zł wobec ponad 12 mld zł planowanych we wstępnych harmonogramach. Wg wstępnych szacunków na koniec czerwca deficyt wzrósł do 3,5 mld zł, choć mógł być niższy gdyby nie opóźniona o jeden dzień część dochodów o wartości 2 mld zł.
- W maju po kilku miesiącach spadku nastąpił wzrost płynności budżetu, co zwiększa elastyczność resortu finansów w oferowaniu papierów skarbowych w sytuacji niekorzystnych warunków na rynku.

Założenia budżetu 2009 przyjęte

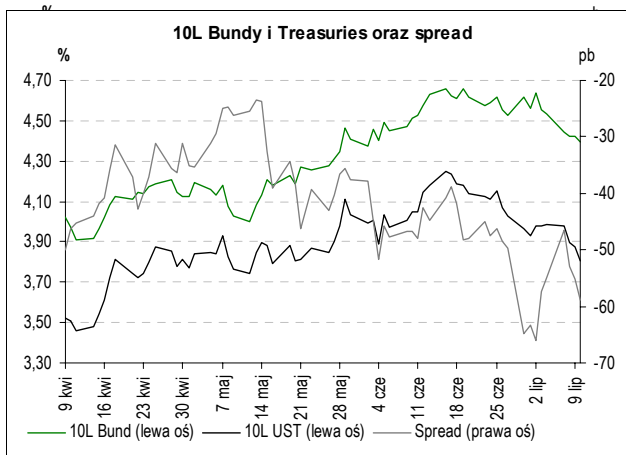
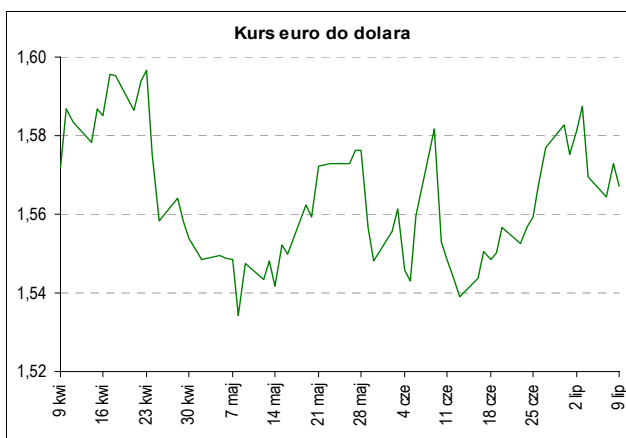
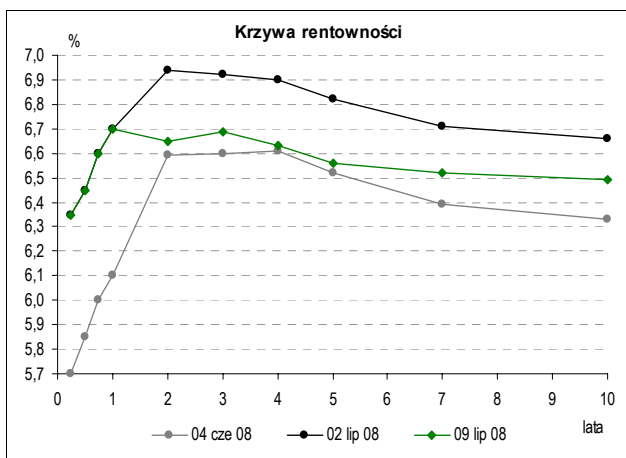
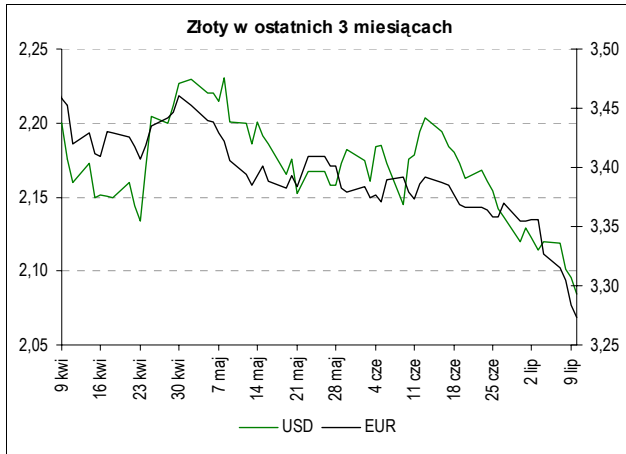
- 10 czerwca rząd przyjął założenia do budżetu na przyszły rok. Prognozy makroekonomiczne są zgodne z Programem Konwergencji. Podtrzymujemy naszą ocenę (przedstawioną w majowym MAKROskopie), że przyjęte założenie odnośnie wzrostu PKB (5%) jest mało konserwatywne, co przyznał niedawno sam minister finansów, mówiąc, że ryzyko jest zdecydowanie asymetryczne w dół. Z drugiej strony, założony poziom inflacji (2,9%) wydaje się dość niski. Wyższa inflacja pozytywnie wpłynęłaby na wielkość dochodów w 2009 r.
- 11 lipca ECOFIN formalnie zdjął z Polski procedurę nadmiernego deficytu. Jednocześnie jednak Komisja Europejska wezwała Polskę do szybszej redukcji deficytu przy wysokim wzroście gospodarczym i stwierdziła, że prognozy budżetowe na 2009 i kolejna lata są obciążone ryzykiem.



Dochody, wydatki i deficyt budżetu państwa w mld zł

	Plan na 2008	Założenia na 2009	Dynamika w 2009
Dochody ogółem budżetu państwa	281,89	310,52	10,2%
Dochody podatkowe i niepodatkowe (tj. nie obejmujące dochodów pochodzących z UE)	246,61	268,90	9,0%
Wydatki ogółem budżetu państwa	308,98	328,7	6,4%
Wynik budżetu państwa	-27,1	-18,2	-

Monitor rynku



Gwałtowne umocnienie złotego, poniżej poziomu 3,30

Przez cały czerwiec kurs złotego do euro wahał się w wąskim przedziale wahań 3,35-3,40. Choć w ubiegłym miesiącu pisaliśmy, że rynek może chcieć sprowadzić kurs EURPLN do najniższego poziomu w historii (ok. 3,34), to jednak skala aprecjacji złotego na początku lipca przekroczyła oczekiwania większości uczestników rynku. Skala aprecjacji wobec euro i dolara była podobna – USDPLN poniżej 2,08, EURPLN poniżej 3,27. Co ciekawe, po raz kolejny początek kwartału charakteryzuje się znaczącym umocnieniem polskiej waluty. Czyżby następną falą aprecjacji miał przyjść w październiku? Sprzyjać temu będzie możliwa wówczas kolejna podwyżka stóp.

Wciąż widzimy możliwość korekty na rynku walutowym i choć nasza lipcowa prognoza kursu EURPLN była zbyt wysoka, to na koniec roku kurs złotego do euro na koniec roku niekoniecznie musi być znacząco poniżej oczekiwanego przez nas poziomu 3,30.

Duża zmienność na rynku obligacji

W ubiegłym miesiącu pisaliśmy o kiepskich nastrojach na rynku obligacji i przez większą część ostatniego miesiąca takowe się utrzymywały. Tak jak oczekiwaliśmy, dalszy spadek cen był jednak ograniczony i był wykorzystywany do zakupów. Było tak w reakcji na dane z polskiego rynku pracy i niską produkcję przemysłową w Niemczech. O ile reakcja na posiedzenie Rady, a właściwie komentarze jej członków, była umiarkowanie pozytywna, to jednak większy wpływ wywarło spotkanie EBC. W oczekiwaniu na nie, osłabienie na rynkach bazowych pociągnęło za sobą w górę polskie rentowności, a z kolei „gołębi” komentarz po spotkaniu pozwolił zahamować spadki cen polskich obligacji.

Spadek rentowności na początku lipca nastąpił w parze z gwałtownym umocnieniem złotego, które może być interpretowane jako czynnik ograniczający podwyżki stóp. Pozostaje jednak pytanie czy rynki bazowe nie powrócą do obaw o globalną inflację.

Sporo zmienności w wąskim przedziale wahań

Oczekiwaliśmy w poprzednim raporcie osłabienia dolara w stronę 1,57 i scenariusz ten zmaterializował się właściwie w ciągu kilku dni. W dalszej części czerwca dolar jednak ponownie się umacniał (nawet poniżej 1,54), między innymi za sprawą wypowiedzi członków Fed oraz wyników referendum w Irlandii. Kolejna fala wzrostu kursu EURUSD przyszła po publikacji danych makroekonomicznych, a tendencja ta wzmocniła się w reakcji na mało jastrzębi komunikat Fed i oczekiwania na posiedzenie EBC (kurs na poziomie ok. 1,59).

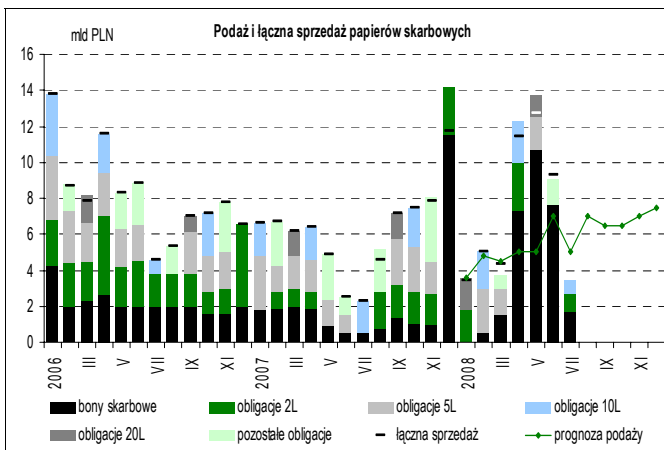
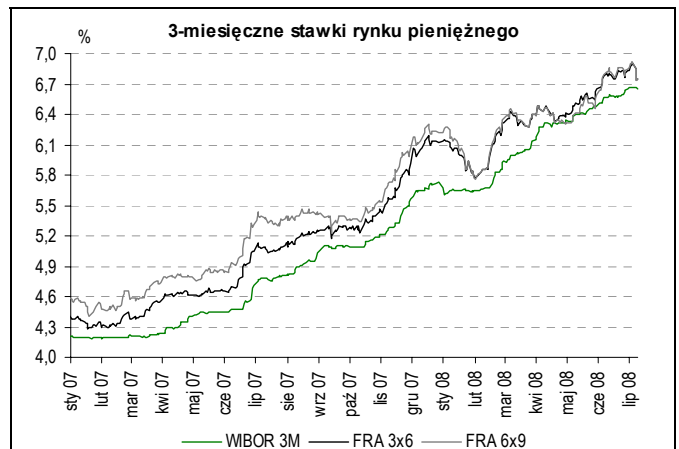
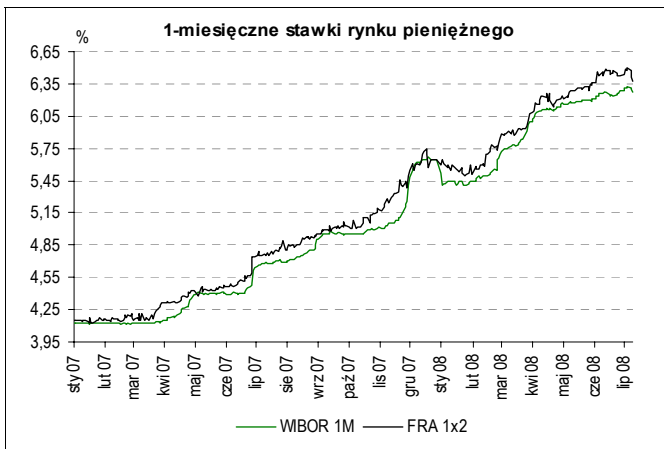
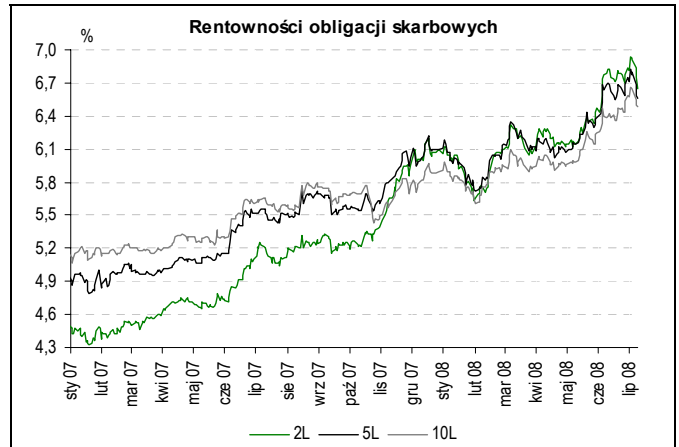
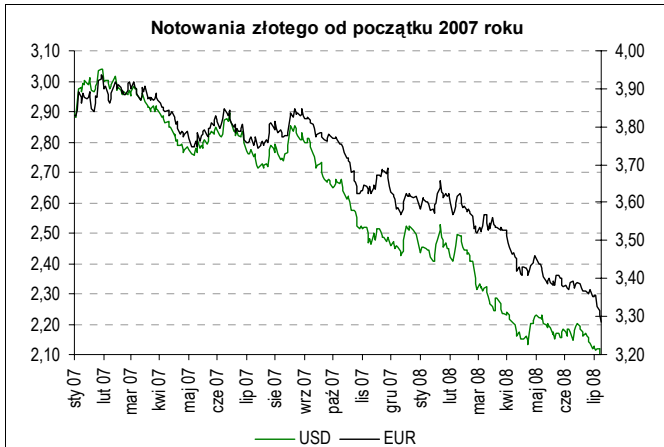
Pierwsze dni lipca przyniosły ponowny spadek kursu w wyniku „gołębich” komentarzy szefa EBC po podwyżce stóp oraz lepszych od oczekiwań danych z rynku pracy w USA. Spodziewamy się utrzymania kursu EURUSD w powyższym przedziale wahań z tendencją spadkową pod koniec roku do 1,55.

Rentowności na świecie wciąż wysoko

W minionym miesiącu obserwowaliśmy znaczne wahanie na bazowych rynkach długu, w zależności od nadchodzących danych i komentarzy bankierów centralnych. W sumie rentowności 10-letnich Treasuries i Bundów w momencie przygotowywania tego raportu były na poziomie zbliżonym do momentu publikacji poprzedniego – odpowiednio na poziomie ok. 3,90% oraz 4,40%. Stawki IRS wzrosły o kilkanaście punktów bazowych w ciągu miesiąca.

Komentarze szefa EBC potwierdziły scenariusz, że podwyżka lipcowa była jednorazowym sygnałem. Co więcej, jeśli tylko presja inflacyjna obniży się, to przy spowolnieniu gospodarczym kolejnym ruchem EBC na początku 2009 roku mogłaby być obniżka. Choć rynek wycenia podwyżkę stóp przez Fed, nasz scenariusz zakłada brak zmian w tym roku. Niewykluczone, że rynek pozostanie pod wpływem obaw inflacyjnych w skali globalnej w najbliższym czasie, jednak do końca roku spodziewamy się spadku rentowności.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	(OFERTA)*SPRZEDAŻ				
	52-tyg.	26-tyg.	13-tyg.	5-tyg.	3-tyg. 2-dn.
14.01.2008	2000	-	-	-	-
11.02.2008	500	-	-	-	-
10.03.2008	1417	-	-	737	-
10.04.2008	-	-	-	-	2837
14.04.2008	3134	1005	573	-	-
05.05.2008	2787	-	-	-	2007
26.05.2008	3000/3275	1500/964	1500/1167	-	-
02.06.2008	1500/1496	-	500/810	-	-
09.06.2008	1400/1320	-	1400/1577	-	-
16.06.2008	1400/1443	-	1400/1449	-	-
07.07.2008	1200/965	-	500/709	-	-
14.07.2008	-	-	-	-	-
21.07.2008	-	-	-	-	-

* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

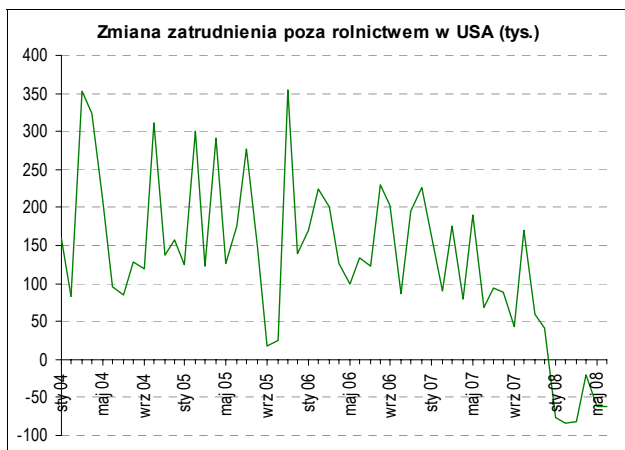
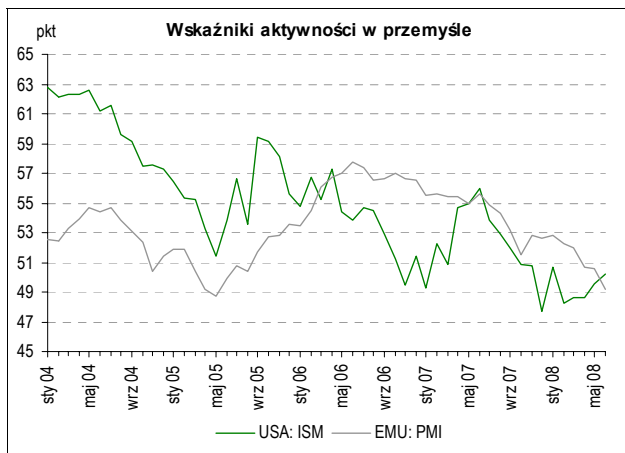
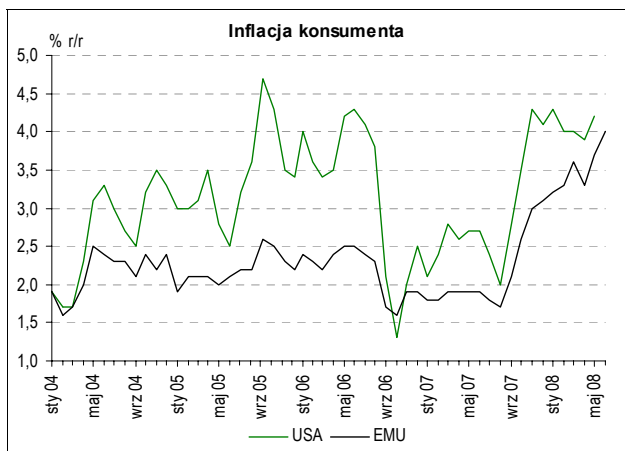
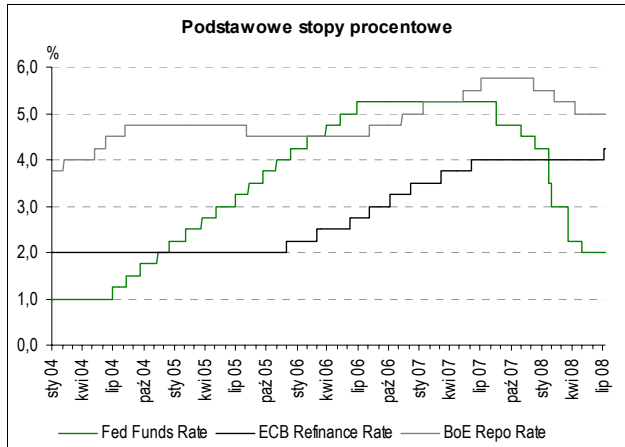
Przetargi obligacji skarbowych w 2008 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg			II przetarg			Przetarg zamiany				
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	sprzedaż
styczeń	02.01	OK0710	1 800	1 655	09.01	WS0922	1 800	1 800	16.01	PS0413 / IZ0816 / WS0922	524 / 766 / 431
lut	06.02	PS0413	2 500	2 500	13.02	DS1017	2 000	2 000	20.02	WZ0816 / WZ0118	855 / 914
marzec	05.03	PS0413	1 500	1 500	12.03	WS0437	700	700	19.03	PS0413/WZ0118/WS0922	1632/ 340 /369
kwiecień	02.04	OK0710	2 700	2 700	09.04	DS1017	2 300	1 208	23.04	PS0413/DS1017	3399/2804
maj	07.05	PS0413	1 800	1 800	14.05	WS0922	1 200	714	21.05	OK0710/PS0413/DS1017	0/0/0
czerwiec	04.06	IZ0816/WZ011	500/1000	505/719	-	-	-	-	11.06	przetarg nie został zorganizowany	
lipiec	02.07	OK0710	1000	1000	09.07	DS1017	700	705	-	-	-
sierpień	06.08	2L	-	-	13.08	12L CPI 10L	-	-	-	-	-
wrzesień	03.09	5L	-	-	10.09	20L	-	-	-	-	-
październik	01.10	5L	-	-	08.10	10L	-	-	-	-	-
listopad	05.11	5L	-	-	12.11	12L CPI 10L	-	-	-	-	-
grudzień	03.12	2L	-	-	-	-	-	-	-	-	-

* razem z przetargiem uzupełniającym

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Przegląd międzynarodowy



Źródło: Reuters, EBC, Rezerwa Federalna

Główne banki centralne sygnalizują brak podwyżek stóp

▪ Zgodnie z oczekiwaniami Fed nie zmienił stóp procentowych na posiedzeniu 25 czerwca. Wbrew obawom niektórych uczestników rynku, komunikat po posiedzeniu nie zawierał sugestii, że wkrótce może dojść do podwyżek stóp. Ogólny ton komunikatu zasugerował raczej, że w przewidywalnym okresie stopy w USA pozostaną bez zmian. Wynika to z faktu, że postrzegane przez Fed ryzyko wzrostu inflacji jest równoważone przez ryzyko dla wzrostu gospodarczego. Wg nas przynajmniej do końca tego roku Fed nie będzie miał ochoty na podwyżki, widząc rosnące bezrobocie i spowolnienie gospodarki.

▪ Chociaż EBC zgodnie z oczekiwaniami podwyższył główne stopy procentowe o 25 pb na posiedzeniu 3 lipca, to ton komentarzy szefa banku na konferencji prasowej po posiedzeniu nie wskazał, wbrew oczekiwaniom części rynku, aby mogło dojść do kolejnych podwyżek stóp w tym roku. Prezes Trichet powiedział mianowicie, że obecny stopień restrykcyjności polityki pieniężnej w strefie euro przyczyni się do powrotu inflacji do celu i obecnie nie ma żadnego nastawienia do zmian stóp.

...mimo silnej presji inflacyjnej

▪ Decyzja EBC o pierwszej od ponad roku podwyżce stóp była odpowiedzią na wzrost inflacji w strefie euro, po raz kolejny powyżej oczekiwań. Roczna inflacja HICP wzrosła w czerwcu wg przedwstępnych danych do 4% ze zrewidowanych w górę 3,7% w maju. Roczna inflacja PPI w strefie euro przyspieszyła w maju do 7,1% z 6,2% w kwietniu. Rynek oczekiwał wzrostu do 6,7%.

▪ Wyższe od prognoz okazały się również najnowsze dane inflacyjne z USA. Pokazały one, że roczna inflacja CPI w maju wzrosła do 4,2% wobec oczekiwań na stabilizację na poziomie 3,9% zanotowanym w kwietniu. Jastrzębią wymowę danych o inflacji w USA złagodził zgodny z prognozami wzrost bazowego CPI o 0,2% m/m i 2,3% r/r oraz słabszy od prognoz wzrost bazowego indeksu cen PCE 0,1% m/m (oczekiwano 0,2% m/m).

...bo wzrasta zagrożenie dla wzrostu gospodarczego

▪ Pole do antyinflacyjnych działań głównych banków centralnych na świecie cały czas ograniczają pesymistyczne sygnały nt. kondycji gospodarek USA i strefy euro.

▪ Co prawda dane o sprzedaży detalicznej w USA okazały się znacznie lepsze od oczekiwań (sprzedaż wzrosła w maju o 1% m/m, wobec prognoz na poziomie 0,5% i jednocześnie dane za kwiecień zrewidowano w górę z -0,2% do 0,4%) popyt konsumentów w USA powinien osłabnąć, gdy Amerykanom skończą się środki, które otrzymali z tytułu wprowadzonych w tym roku rabatów podatkowych. W rezultacie, również lepszy od prognoz indeks ISM, obrazujący kondycję przemysłu USA, (wzrost w czerwcu do 50,2 pkt z 49,6 w maju przy oczekiwanym spadku do 48,6) prawdopodobnie okaże się przejściowy. ISM dla sektora usług w USA spadł w czerwcu do 48,2 pkt z 51,7 w maju. Rynek oczekiwał spadku do 51,0.

▪ Indeks PMI, obrazujący aktywność przemysłu w strefie euro, spadł w czerwcu do 49,2 pkt z 50,6 w maju, mniej więcej zgodnie z oczekiwaniami, i znajduje się teraz znacznie poniżej szczytu na poziomie 57,8 w czerwcu 2007. Co więcej, PMI dla usług spadł w czerwcu do 49,1 z 50,6 z maja, osiągając najniższy poziom od 4 lat, znacznie poniżej szczytu 58,3 przed rokiem. Ogólny PMI spadł do 49,3 z 51,1 w maju. Wskaźnik koniunktury publikowany przez Komisję Europejską spadł znacznie w czerwcu do 94,9 z 97,6 w maju i szczytu na poziomie 111,6 w maju 2007. W sumie, wskaźniki koniunktury dla strefy euro sygnalizują stagnację gospodarczą, a ich dalszy spadek mógłby oznaczać recesję.

Na rynku pracy w USA nie tak źle jak się obawiano

▪ Chociaż stopa bezrobocia w USA była w czerwcu bez zmian na poziomie 5,5% zamiast oczekiwanego spadku do 5,4%, a zatrudnienia spadło nieco głębiej niż oczekiwano (o 62 tys.), to dane okazały się lepsze od obaw dużej części inwestorów.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
7 lipca PL: Przetarg bonów skarbowych	8 US: Niezakończona sprzedaż domów (V) US: Zapasy hurtowe (V)	9 PL: Aukcja obligacji 10-letnich EZ: Zrewidowany PKB	10 GB: Decyzja Banku Anglii	11 US: Ceny w handlu zagranicznym (VI) US: Bilans handlowy (V) US: Wstępny Michigan (VII)
14 PL: Przetarg bonów skarbowych PL: Podaż pieniądza (VI) EZ: Produkcja przemysłowa (V)	15 PL: CPI (VI) PL: Place i zatrudnienie (VI) PL: Bilans płatniczy (V) DE: Indeks ZEW (VII) US: Indeks NY Fed (VII) US: PPI (VI) US: Sprzedaż detaliczna (VI)	16 EZ: Finalny HICP (VI) US: CPI (VI) US: Raport o przepływach kapitału (V) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (VI) US: Produkcja przemysłu (VI)	17 US: Liczba pozwoleń na budowę (VI) US: Liczba nowych budów domów (VI) US: Indeks Philadelphia Fed (VII)	18 PL: Produkcja przemysłowa (VI) PL: PPI (VI)
21 PL: Przetarg bonów skarbowych JP: Dzień wolny	22 PL: Inflacja bazowa (VI)	23 PL: Przetarg zamiany PL: Wskaźniki koniunktury (VII)	24 PL: Minutes RPP (VI) DE: Indeks Ifo (VII) US: Sprzedaż domów (VI)	25 PL: Sprzedaż detaliczna (VI) PL: Bezrobocie (VI) EZ: Podaż pieniądza M3 (VI) US: Zamówienia na dobra trwałe (VI) US: Finalny Michigan (VII) US: Sprzedaż nowych domów (VI)
28 PL: Przetarg bonów skarbowych	29 PL: Spotkanie RPP US: Indeks cen Case/Shiller (V)	30 PL: Spotkanie RPP – decyzja US: Raport ADP (VII)	31 EZ: Przedwstępny HICP (VII) EZ: Indeks nastrojów (VII) US: Wstępny PKB (II kw.) US: Bazowy PCE (II kw.) US: Deflator PKB (II kw.) US: Chicago PMI (VII)	1 sierpnia EZ: PMI - sektor przetwórczy (VII) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (VII) US: Bezrobocie (VII) US: ISM - sektor przetwórczy (VII)
4 EZ: PPI (VI) US: Bazowy PCE (VI) US: Zamówienia w przemyśle (VI)	5 EZ: PMI - sektor usług (VII) EZ: Sprzedaż detaliczna (VI) US: ISM - sektor usług (VII) US: Decyzja Fed	6 PL: Aukcja obligacji 2-letnich	7 EZ: Decyzja EBC GB: Decyzja Banku Anglii US: Trwająca sprzedaż domów (VI)	8 US: Wydajność pracy (II kw.) US: Jednostk. koszty pracy (II kw.) US: Zapasy hurtowe (VI)
11 PL: Przetarg bonów skarbowych	12 PL: Bilans płatniczy (VI) US: Bilans handlowy (VI)	13 PL: CPI (VII) EZ: Produkcja przemysłowa (VI) US: Ceny w handlu zagranicznym (VII) US: Sprzedaż detaliczna (VII)	14 PL: Podaż pieniądza (VII) EZ: Wstępny PKB (II kw.) EZ: Przedwstępny HICP (VII) US: CPI (VII)	15 US: Indeks NY Fed (VIII) US: Raport o przepływach kapitału (VI) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (VII) US: Produkcja przemysłu (VII) US: Wstępny Michigan (VII)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2008 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie RPP	29-30	26-27	25-26	29-30	27-28	24-25	29-30	26-27	23-24	28-29	25-26	22-23
Minutes RPP	24	21	20	24	23	19	24	21	18	23	20	18
PKB*	-	29	-	-	30	-	-	29	-	-	28	-
Inflacja	15	15 ^a	13 ^b	15	14	13	15	13	15	14	13	15
Inflacja bazowa	22	-	21 ^b	22	21	20	22	21	22	21	20	22
Ceny producenta	18	19	19	18	21	18	18	20	18	17	20	18
Produkcja przemysłowa	18	19	19	18	21	18	18	20	18	17	20	18
Sprzedaż detaliczna	24	25	26	22	28	24	25	-	-	-	-	-
Place brutto, zatrudnienie	16	15	17	15	16	16	15	18	15	15	18	15
Bezrobocie	24	25	26	22	28	24	25	-	-	-	-	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	2	-	31	-	-	30	-	-	30	-	-	-
Bilans płatniczy	18 ^c	12	13	15	15	17	15	12	12	13	-	-
Podaż pieniądza	14	14	14	14	14	13	14	14	12	14	-	-
Bilans NBP	7	7	7	7	7	6	7	7	5	7	-	-
Wskaźniki koniunktury	23	22	21	23	23	23	23	22	23	23	21	22

* dane kwartalne; ^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty, ^c za listopad 2007 itd.

Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		cze 07	lip 07	sie 07	wrze 07	paź 07	lis 07	gru 07	sty 08	lut 08	mar 08	kwi 08	maj 08	cze 08	lip 08
Produkcja przemysłowa	% r/r	5,6	10,4	8,9	5,4	10,8	8,5	6,4	10,7	15,0	1,0	15,1	2,3	7,9	8,9
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	16,2	17,1	17,4	14,2	19,4	19,2	12,4	20,9	23,8	15,7	17,6	14,9	16,5	17,5
Stopa bezrobocia	%	12,3	12,1	11,9	11,6	11,3	11,2	11,4	11,7	11,5	11,1	10,5	10,0	9,6	9,5
Place brutto ^{b c}	% r/r	9,3	9,3	10,5	9,5	11,0	12,0	7,2	11,5	12,8	10,2	12,6	10,5	10,8	10,9
Zatrudnienie ^b	% r/r	4,6	4,7	4,8	4,7	5,0	5,0	4,9	5,9	5,9	5,8	5,6	5,4	5,0	4,9
Eksport (w euro) ^d	% r/r	10,7	17,0	14,9	8,2	13,5	13,1	8,7	23,2	30,2	12,0	31,1	12,6	15,1	16,1
Import (w euro) ^d	% r/r	20,8	23,3	13,4	13,7	17,7	15,4	15,4	18,7	32,5	13,9	31,3	17,7	18,3	17,0
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-1123	-1299	-472	-917	-859	-783	-1645	-535	-840	-1402	-1260	-1568	-1600	-1600
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-1506	-1252	-576	-546	-1183	-67	-2061	-962	-1347	-1738	-1550	-1768	-1900	-1550
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-3,5	-3,7	-3,6	-3,8	-3,8	-3,5	-3,7	-3,9	-4,0	-4,3	-4,7	-4,8	-4,8	-5,1
Saldo budżetu (narastająco)	mln PLN	-3,7	0,6	0,3	0,2	-4,4	-6,0	-16,9	4,4	0,0	1,9	0,6	-1,9	-3,5	-6,8
Saldo budżetu (narastająco)	% planu ^e	21,7	-3,6	-1,6	-1,2	26,2	35,5	100,0	-16,4	-0,1	-6,9	-2,2	6,8	12,9	25,2
Inflacja (CPI)	% r/r	2,6	2,3	1,5	2,3	3,0	3,6	4,0	4,0	4,2	4,1	4,0	4,4	4,6	4,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	1,7	1,5	1,8	1,8	2,0	2,5	2,3	2,9	3,2	2,9	2,5	2,8	2,8	2,6
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	14,7	15,6	16,1	14,4	13,8	13,6	13,4	12,9	13,5	13,6	15,0	15,0	16,1	15,8
Depozyty	% r/r	15,2	15,9	16,3	15,4	15,2	15,1	14,5	14,3	14,7	15,3	16,7	17,4	17,8	17,8
Kredyty	% r/r	29,2	31,4	31,1	31,0	30,6	30,1	30,0	30,3	29,5	29,7	28,4	27,5	26,0	24,6
USD/PLN	PLN	2,84	2,75	2,80	2,73	2,61	2,49	2,47	2,46	2,43	2,28	2,19	2,19	2,17	2,11
EUR/PLN	PLN	3,81	3,77	3,81	3,79	3,71	3,66	3,60	3,61	3,58	3,54	3,45	3,40	3,37	3,31
Stopa interwencyjna ^a	%	4,50	4,50	4,75	4,75	4,75	5,00	5,00	5,25	5,50	5,75	5,75	5,75	6,00	6,00
Stopa lombardowa ^a	%	6,00	6,00	6,25	6,25	6,25	6,50	6,50	6,75	7,00	7,25	7,25	7,25	7,50	7,50
WIBOR 3M	%	4,52	4,78	4,80	5,09	5,13	5,36	5,67	5,64	5,74	6,03	6,29	6,41	6,58	6,60
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,42	4,70	4,80	5,01	5,04	5,30	5,78	5,75	5,66	6,09	6,10	6,10	6,63	6,70
Rentowność obligacji 2L	%	4,93	5,14	5,23	5,25	5,30	5,77	6,06	5,92	5,90	6,17	6,20	6,27	6,73	6,80
Rentowność obligacji 5L	%	5,40	5,50	5,61	5,60	5,59	5,90	6,07	5,94	5,93	6,20	6,12	6,25	6,62	6,60
Rentowność obligacji 10L	%	5,52	5,60	5,68	5,69	5,64	5,70	5,85	5,81	5,82	5,98	5,98	6,10	6,41	6,50

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	I kw. 07	II kw. 07	III kw. 07	IV kw. 07	I kw. 08	II kw. 08	III kw. 08	IV kw. 08
PKB	mld PLN	1 060,0	1 167,8	1 282,2	1 387,9	267,7	281,5	288,5	330,1	294,1	310,0	317,1	361,0
PKB	% r/r	6,2	6,6	5,3	4,5	7,3	6,5	6,5	6,4	6,1	5,6	4,9	4,9
Popyt krajowy	% r/r	7,3	8,3	6,6	6,3	9,3	9,2	8,4	6,5	6,3	6,5	6,6	6,8
Spożycie indywidualne	% r/r	5,0	5,0	5,7	5,5	6,8	4,9	4,8	3,6	5,6	5,7	5,7	5,7
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	14,9	17,6	12,8	11,4	23,8	19,0	16,7	15,2	15,7	14,0	13,0	11,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	12,5	9,7	7,4	5,4	13,0	8,5	8,1	9,6	8,5	8,4	6,7	6,1
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	11,9	14,0	13,6	12,3	17,4	14,1	12,8	12,2	16,0	12,5	12,6	13,0
Stopa bezrobocia ^a	%	14,8	11,4	9,3	8,0	14,3	12,3	11,6	11,4	11,1	9,6	9,1	9,3
Place realne brutto ^c	% r/r	4,2	6,7	6,2	4,8	5,9	6,5	8,1	6,5	7,2	6,7	6,1	4,9
Zatrudnienie ^c	% r/r	3,2	4,6	5,1	2,8	4,2	4,5	4,8	5,0	5,9	5,3	4,8	4,2
Eksport (w euro) ^b	% r/r	20,4	12,8	13,8	6,0	13,4	12,7	13,1	12,0	21,3	19,4	10,0	6,0
Import (w euro) ^b	% r/r	24,0	17,9	17,9	11,0	19,5	19,7	16,6	16,2	21,1	22,3	16,0	13,0
Bilans handlowy ^b	mln EUR	-5 539	-11 311	-17 613	-25 567	-2 322	-3 029	-2 684	-3 276	-2 769	-4 428	-4 707	-5 709
Rachunek bieżący ^b	mln EUR	-7 283	-11 577	-19 487	-27 841	-2 468	-3 434	-2 376	-3 299	-4 038	-5 218	-4 399	-5 832
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-2,7	-3,8	-5,2	-6,6	-2,9	-3,5	-3,8	-3,7	-4,1	-4,4	-4,7	-5,2
Deficyt budżetowy ^a	mld PLN	-25,1	-16,9	-20,1	-18,2	-4,8	-3,7	0,2	-16,9	1,9	-3,5	-7,2	-20,1
Deficyt budżetowy	% PKB	-2,4	-1,4	-1,6	-1,3	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	1,0	2,5	4,4	3,6	2,0	2,4	2,0	3,5	4,1	4,3	4,8	4,2
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	1,4	4,0	4,1	3,5	2,5	2,6	2,3	4,0	4,1	4,6	4,8	4,1
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,5	2,3	2,9	3,4	3,3	2,0	1,7	2,3	3,0	2,7	2,5	3,4
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	16,0	13,4	13,0	11,0	18,0	14,7	14,4	13,4	13,6	16,1	15,4	13,0
Zobowiązania ^a	% r/r	15,2	14,5	13,2	11,4	17,7	15,2	15,4	14,5	15,3	17,8	16,6	13,2
Należności ^a	% r/r	23,4	30,0	19,0	15,8	26,8	29,2	31,0	30,0	29,7	26,0	22,6	19,0
USD/PLN	PLN	3,10	2,77	2,21	2,15	2,97	2,82	2,76	2,52	2,39	2,18	2,14	2,13
EUR/PLN	PLN	3,90	3,78	3,40	3,29	3,89	3,80	3,79	3,65	3,58	3,41	3,33	3,31
Stopa interwencyjna ^a	%	4,00	5,00	6,50	6,50	4,00	4,50	4,75	5,00	5,75	6,00	6,25	6,50
Stopa lombardowa ^a	%	5,50	6,50	8,00	8,00	5,50	6,00	6,25	6,50	7,25	7,50	7,75	8,00
WIBOR 3M	%	4,21	4,73	6,41	6,70	4,20	4,42	4,89	5,39	5,80	6,43	6,60	6,80
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,18	4,69	6,33	6,50	4,14	4,40	4,84	5,37	5,84	6,28	6,60	6,60
Rentowność obligacji 2L	%	4,57	5,23	6,42	6,30	4,47	4,78	5,21	5,71	5,99	6,40	6,70	6,60
Rentowność obligacji 5L	%	5,03	5,52	6,36	6,25	4,95	5,19	5,57	5,85	6,02	6,33	6,60	6,50
Rentowność obligacji 10L	%	5,22	5,56	6,16	6,05	5,17	5,36	5,66	5,73	5,87	6,16	6,40	6,20

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 09.07.2008 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.