

Szukając dna

▪ **Tempo wzrostu gospodarczego w pierwszym kwartale było mniej więcej zgodne z naszymi oczekiwaniami i choć pojawiły się pozytywne niespodzianki w inwestycjach i konsumpcji, to podtrzymujemy jednak opinię, że drugi i trzeci kwartał pokażą dalsze spowolnienie.** W tym okresie wskaźniki aktywności ulegną prawdopodobnie dalszemu pogorszeniu, ale mogą również sygnalizować stabilizację koniunktury. Nasza prognoza wzrostu PKB w całym roku na poziomie 0,5% (skorygowana w dół po zmianie prognozy dla strefy euro do -5%) zakłada, że po spowolnieniu w okolice 0% nastąpi delikatne przyspieszenie do ok. 1% na przełomie roku. Oznaczałoby to, że gospodarka osiągnie dołek mniej więcej w połowie tego roku, a następujące po niej umiarkowane ożywienie będzie konsekwencją podobnego trendu u głównych partnerów handlowych (oraz zwiększonej konkurencyjności na skutek słabszego złotego).

▪ **Naszym zdaniem, ożywienie w inwestycjach nastąpi z wyraźnym opóźnieniem i spodziewamy się ich spadku w najbliższych kwartałach.** Inwestycjom poświęcamy tym razem specjalną analizę w *Temacie miesiąca*.

▪ **W przypadku inflacji mamy do czynienia z odwrotną tendencją i wszystko wskazuje na to, że tegoroczny szczyt wskaźnika inflacji mamy za sobą.** Choć efekty wzrostu cen energii z początku roku i późniejszego wzrostu cen żywności będą jeszcze przez jakiś czas widoczne w dwunastomiesięcznym wskaźniku CPI, to średnioterminowy trend spadkowy powinien być kontynuowany. Innymi słowy, do osiągnięcia lokalnego minimum inflacji upłynie jeszcze wiele miesięcy, głównie na skutek znacznego obniżenia popytu w gospodarce.

▪ **W rezultacie, spodziewamy się reakcji polityki pieniężnej w postaci kolejnych obniżek stóp procentowych.** Czerwcowa decyzja Rady zależeć będzie w znacznym stopniu od nowej projekcji inflacji i PKB autorstwa analityków NBP. Poprzednia projekcja, przygotowana w lutym, uzasadniała niższe stopy procentowe (niskie tempo wzrostu gospodarczego i niska inflacja), a od tamtego czasu sytuacja gospodarcza raczej się pogorszyła, a inflacja wzrosła tylko na skutek czynników egzogenicznych. Naszym zdaniem, za wcześnie jest na sugerowaną przez niektórych członków RPP zmianę nastawienia w polityce pieniężnej na neutralne, co nakreślałoby perspektywę osiągnięcia dna w tym cyklu obniżek stóp procentowych. Choć nawet przy neutralnym nastawieniu kolejne obniżki byłyby możliwe, to wzrosłoby ryzyko dla naszego scenariusza obniżki stopy referencyjnej do 3%.

▪ **Wydarzenia na rynku finansowym były mniej więcej zgodne z naszymi oczekiwaniami sprzed miesiąca.** Złoty osłabił się z ważnym pasmem oporu w okolicach poziomu 4,50, który jednak został przełamany na skutek obaw o dewaluację łotewskiego łata. Również rentowności początkowo wzrosły, choć w połowie maja rozpoczął się wyraźny spadek.

W tym miesiącu:

Temat miesiąca	
Niepewne inwestycje	2
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

Na rynku finansowym 29 maja 2009 r.:					
Stopa depozytowa NBP	2,25	WIBOR 3M	4,62	USDPLN	3,1812
Stopa referencyjna NBP	3,75	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	5,46	EURPLN	4,4588
Stopa lombardowa NBP	5,25	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,78	EURUSD	1,4016

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 08.06.2009 r.

Temat miesiąca

Niepewne inwestycje

Krajowe dane o PKB za I kw. okazały się pozytywną niespodzianką. O ile wzrost PKB ogółem był mniej więcej zgodny z oczekiwaniami, to źródłem pozytywnego zaskoczenia była struktura wzrostu gospodarczego (więcej o danych PKB za I kw. piszemy w sekcji *Gospodarka Polski*). Dużą pozytywną niespodzianką w danych o PKB za I kwartał br. sprawiły nakłady brutto na środki trwałe, które zamiast powszechnie oczekiwanego spadku zanotowały wzrost o 1,2% r/r. Właśnie temu składnikowi PKB postanowiliśmy przyjrzeć się bliżej w tej edycji MAKROskopu, analizując jego zachowanie w ostatnich kwartałach i podejmując próbę oszacowania równania zagregowanych nakładów brutto na środki trwałe.

Inwestycje lubią zaskakiwać

Zachowanie nakładów inwestycyjnych było mocno zaskakujące nie tylko w I kw. br., ale również w dwóch ostatnich kwartałach poprzedniego roku. Najpierw doszło do bardziej wyraźnego niż oczekiwano załamania dynamiki inwestycji w III kwartale ub.r., do 3,5% r/r z ok. 15% r/r w pierwszych dwóch kwartałach 2008 r. Dane o nakładach inwestycyjnych w największych przedsiębiorstwach (powyżej 49 zatrudnionych) pokazywały nawet nominalny spadek inwestycji w okresie lipiec-wrzesień, a więc jeszcze przed nasileniem globalnego kryzysu, i wydawało się, że w kolejnych kwartałach może być już tylko gorzej. Po tym jednak mieliśmy pozytywną niespodziankę w danych za IV kwartał 2008 r. Nastąpiło wówczas bowiem przyspieszenie wzrostu inwestycji do 4,6% r/r.

Jak wiadomo, nakłady brutto na środki trwałe są mocno zmiennym składnikiem PKB. Według ogólnej definicji podawanej przez GUS obejmuje on nakłady, które zwiększają wartość majątku trwałego, przeznaczone na rzeczowe środki obrotowe, wartości niematerialne i prawne oraz remonty środków trwałych. Szacunki nakładów brutto na środki trwałe są jedną z tych kategorii rachunków narodowych, które obarczone są największym stopniem niepewności¹. Dotyczy to w szczególności nakładów inwestycyjnych w sektorze przedsiębiorstw poniżej 50 zatrudnionych oraz w sektorze gospodarstw domowych. Dane dla nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw zatrudniających od 10 do 50 osób zbierane są tylko dwa razy w roku (dla II oraz IV kwartału), a dla nakładów inwestycyjnych osób prawnych poniżej 10 zatrudnionych żadne dane nie są gromadzone. Sporządzane są dla nich

jedynie „zgrubne” szacunki oparte o analizę wydatków osób prawnych zatrudniających od 10 do 15 osób oraz na podstawie wyników ankiet nt. aktywności gospodarczej przedsiębiorstw poniżej 10 zatrudnionych za poprzednie dwa lata. Analogicznie wykonywane są szacunki dla osób fizycznych zatrudniających poniżej 10 osób, które uwzględniane są w nakładach inwestycyjnych gospodarstw domowych. Co więcej, w praktyce badań statystycznych nakładów inwestycyjnych przez GUS występuje problem związany z tym, że nie zawsze można jasno określić, czy dane wydatki stanowią nakład inwestycyjny czy bieżące zużycie. Przedsiębiorstwa mogą to w różnych okresach ujmować w różny sposób w zależności od tego, jakie rozwiązanie wydaje im się w danym momencie korzystniejsze ze względów podatkowych. Ponadto, w ramach nakładów inwestycyjnych duży jest zakres szarej strefy, której rozmiary są oceniane jedynie raz w roku, co dodatkowo zwiększa niepewność sporządzanych przez GUS szacunków nakładów inwestycyjnych, w szczególności kwartalnych. Już sam udział szarej strefy w nakładach brutto na środki trwałe pokazuje jak duża jest rola eksperckich oszacowań, a nie twardych danych w pomiarze aktywności inwestycyjnej przez GUS.

Tabela 1. Udział szarej strefy w PKB i jego głównych składnikach w latach 2000-2006

	PKB	Nakłady brutto na środki trwałe	Konsumpcja indywidualna w sektorze gospodarstw domowych
2000	14,5%	18,6%	3,3%
2001	14,4%	16,9%	3,3%
2002	13,3%	19,3%	4,4%
2003	13,6%	18,7%	4,5%
2004	12,7%	18,8%	4,6%
2005	13,7%	20,3%	4,6%
2006	13,7%	19,3%	4,8%

Źródło: „Rachunki narodowe według sektorów i podsektorów instytucjonalnych 2000-2006”, GUS, Warszawa, lipiec 2008

Dodatkowe wątpliwości co do jakości danych o nakładach inwestycyjnych budzą niejasne procedury tzw. bilansowania wyników PKB od strony produkcji (wartości dodanej brutto) z szacunkami PKB od strony popytu (spożycie, akumulacja, eksport netto). W praktyce wyniki szacunków w obu ujęciach są zawsze różne i powstają tzw. sumy niezbilansowane, które muszą być eliminowane. W ramach tej procedury może dochodzić m.in. do arbitralnej zmiany szacunków nakładów brutto na środki trwałe. Kolejny czynnik, który wpływa na niepewność szacunków poszczególnych kategorii rachunków narodowych w ujęciu realnym, a nakładów inwestycyjnych w szczególności, to mały stopień dokładności deflatorów (indeksów cen). Deflatory są niepewne w odniesieniu do wielu elementów składowych nakładów brutto na środki trwałe, np. maszyn i

¹ Do innych szacunków obarczonych dużą dozą niepewności zaliczyć można głównie rozmiary dochodów pochodzących z samozatrudnienia, wartość przyrostu zapasów oraz rozmiary działalności w szarej strefie gospodarki.

urządzeń, środków transportu oraz budynków i budowli, ponieważ cechują się one dużą wewnętrzną zmiennością asortymentową.

Co wpływa na zagregowane inwestycje?

Badania empiryczne dla różnych krajów pokazują, że nie jest łatwo wyjaśniać zmienność zagregowanych inwestycji oraz sporządzać ich prognozy. Przykładowo, w ramach pierwotnej konstrukcji modelu ECMOD, wykorzystywanego przez NBP do sporządzania projekcji inflacji i PKB w latach 2005-2008, stwierdzono, że oszacowanie równania inwestycji jest niezwykle trudne i zrezygnowano z estymacji relacji kointegrującej (czyli wnioskowania na temat obecności długookresowych związków pomiędzy analizowanymi zmiennymi). Zastąpioną ją teoretyczną zależnością spójną z ogólnym ujęciem strony podażowej w modelu². Jedną z przyczyn trudności w oszacowaniu równania zagregowanych inwestycji jest fakt, że jest to mocno niejednorodna kategoria rachunków narodowych. W takim przypadku agregacja danych generuje ryzyko neutralizowania się efektów występujących na niższym poziomie agregacji, zwłaszcza wówczas, gdy te efekty mają charakter wielokierunkowy³.

Przeprowadzona przez nas analiza ekonometryczna potwierdziła, że oszacowanie równania zagregowanych inwestycji w polskiej gospodarce jest bardzo trudne. W pewnym stopniu może to mieć związek z opisaną wyżej ograniczoną jakością i dużą niepewnością danych nt. nakładów brutto na środki trwałe. Po nieudanych próbach estymacji relacji kointegrującej, postanowiliśmy oszacować proste równanie, możliwie dobrze dopasowane do dostępnych danych GUS i możliwie dokładnie opisujące zachowanie inwestycji w krótkim okresie.

Punktem wyjścia dla naszych obliczeń była ocena, jakie czynniki w rzeczywistości determinują zachowanie się aktywności inwestycyjnej w polskiej gospodarce. Modele teoretyczne skupiają się zazwyczaj na zestawieniu oczekiwanej stopy zwrotu z inwestycji oraz kosztu kapitału. Stąd, w ocenie zależności dla kształtowania się aktywności inwestycyjnej postulowana jest duża rola realnej stopy procentowej. Dodatkowo, biorąc pod uwagę, że istotnym ograniczeniem dla aktywności inwestycyjnej może być nie tyle koszt kapitału, co jego dostępność, to w analizie aktywności inwestycyjnej należy zweryfikować wpływ takich zmiennych jak kredyt bankowy i napływ kapitału zagranicznego. Wydaje się jednak, że w praktyce kwestia stopy zwrotu z kapitału, a także jego kosztu kapitału i

dostępności może zostać zdominowana przez oczekiwania podmiotów gospodarczych dotyczące przyszłej sprzedaży. Dlatego w naszej analizie postanowiliśmy uwzględnić właśnie element oczekiwań i nastrojów, biorąc w tym celu pod uwagę takie zmienne jak przychody firm z całokształtu działalności ogółem, ogólny wskaźnik koniunktury GUS, wskaźnik PMI i indeks WIG20. Wykorzystanie pierwszej z tych zmiennych pozwala uchwycić zarówno kształtowanie się bieżącego popytu na produkty firm i adaptacyjne oczekiwania co do jego zachowania w przyszłości, jak również sytuację finansową firm, która decyduje o możliwości finansowania inwestycji ze środków własnych oraz wpływa na możliwość uzyskania finansowania zewnętrznego. Przychody ze sprzedaży mogą o tyle lepiej służyć jako jednoczesna miara perspektyw zbytu produktów oraz sytuacji finansowej niż wynik finansowy firm, że nie są determinowane przejściowymi dostosowaniami w kosztach funkcjonowania firm. W ocenie kształtowania się inwestycji istotna jest też ocena niepewności dotyczącej warunków funkcjonowania gospodarki, a jako miarę tej niepewności traktuje się często poziom inflacji CPI. Czynnikiem brany przez nas pod uwagę był również realny efektywny kurs walutowy. Wpływa on bowiem na ocenę zyskowności projektów inwestycyjnych związanych z realizacją sprzedaży zagranicznej, ale tylko przy założeniu, że zmiana poziomu kursu traktowana jest przez przedsiębiorstwa jako trwała. Poza tym, w analizie uwzględniamy stopień wykorzystania mocy produkcyjnych, który określa potrzeby przedsiębiorstw w zakresie rozbudowy potencjału wytwórczego. Ponadto, w naszej analizie postanowiliśmy wziąć pod uwagę globalny szok kosztowy, tj. zmiany relatywnego poziomu cen za granicą i w kraju w postaci relacji cen ropy i cen towarów oraz usług krajowych. Do zbioru zmiennych branych pod uwagę przy szacowaniu równania inwestycji dołączyliśmy również zmienne zerowyjedynekowe dla uwzględnienia znacznej redukcji podatku CIT w styczniu 2004 r. oraz wejścia Polski do UE w maju 2004 r., ponieważ oba te wydarzenia mogły mieć istotny wpływ na ocenę opłacalności różnego rodzaju nakładów inwestycyjnych. Definicje zmiennych wykorzystanych w naszej analizie i szczegółowe wyniki naszych obliczeń zawarte są w *Aneksie technicznym*.

Ważne są przychody i wykorzystanie mocy

W przeprowadzonej przez nas analizie ekonometrycznej konstruowaliśmy równania z wykorzystaniem różnych zmiennych opisanych wyżej jako potencjalne determinanty aktywności inwestycyjnej w Polsce. Oceniając właściwości statystyczne poszczególnych równań oraz dokonując testów prognoz *ex post*, wyselekcjonowaliśmy równanie, które wydaje się najlepiej ze wszystkich odzwierciedlać

² Warunek optymalizacji zysków przedsiębiorstw w warunkach funkcji produkcji typu Cobba-Douglasa.

³ Więcej na ten temat można znaleźć m.in. w *Aggregate investment*, Ricardo J. Caballero, NBER Working Paper 6264, November 1997.

mechanizmy wpływające obecnie na zagregowane inwestycje w polskiej gospodarce.

Oszacowane przez nas równanie uzależnia nakłady brutto na środki trwałe od przychodów ogółem z całokształtu działalności przedsiębiorstw oraz od stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych w przemyśle. Z oszacowanych parametrów równania o takiej specyfikacji wynika, że wzrost/spadek rocznej dynamiki przychodów ogółem przedsiębiorstw o 1 pkt proc. powoduje wzrost/spadek realnej dynamiki nakładów brutto na środki trwałe o 0,86 pkt proc., a roczny wzrost/spadek stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych w przemyśle o 1 pkt proc. podnosi/obniża realną dynamikę nakładów brutto na środki trwałe o 0,23 pkt proc.

Oczywiście przy ocenie opisanych powyżej elastyczności należy pamiętać, że dokładność i wiarygodność ich oszacowania jest ograniczona z uwagi na brak relacji kointegrującej wykorzystanych zmiennych oraz niewielką liczbę obserwacji uwzględnionych w równaniu. Ponadto, równanie zostało oszacowane na danych dla okresu sprzed intensyfikacji globalnego kryzysu (do III kw. 2008). Można oczekiwać, że wraz ze wzrostem ogólnej niepewności związanej z nasileniem zjawisk kryzysowych w IV kw. 2008 roku parametry oszacowanej funkcji inwestycji uległy istotnej zmianie (choć estymacje przeprowadzone dla próby wydłużonej o jeden i dwa kwartały tego nie potwierdzają), a być może zmianie będzie musiała ulec specyfikacja oszacowanej funkcji inwestycji. Przykładowo, biorąc pod uwagę, że rdzeniem obecnego globalnego kryzysu jest pogorszenie sytuacji na rynkach kredytowych, dużo bardziej istotnym czynnikiem niż dotychczas w wyjaśnianiu zmienności inwestycji może okazać się kredyt bankowy i/lub napływ kapitału zagranicznego. Do ekonometrycznej weryfikacji tej hipotezy potrzebna będzie jednak pewna liczba nowych obserwacji zmiennych.

Pamiętając o wszystkich zastrzeżeniach wobec oszacowanego przez nas równania inwestycji, a także biorąc pod uwagę, że ewentualna znaczna rewizja danych może zmienić ocenę jego przydatności, można stwierdzić, że obecnie wydaje się ono być dość dobrym narzędziem dla krótkoterminowych prognoz nakładów brutto na środki trwałe. Sugeruje to fakt, że prognozy *ex post* sporządzone w oparciu o to równanie pokazują dość trafnie skalę spowolnienia realnego wzrostu inwestycji w II połowie 2008 roku (choć zawyżają jego poziom dla III kw. 2008 i zaniżają dla IV kw. 2008), a prognoza dla dynamiki inwestycji w I kw. br. na poziomie 0,6% jest bardzo zbliżona do opublikowanych przez GUS danych (1,2%).

Prognoza dla II kw., uwzględniająca podane już przez GUS dane o wykorzystaniu mocy produkcyjnych w II kw.

(spadek do 69,2%, czyli o 10,9 pkt proc. w ciągu roku) oraz założenie o spadku dynamiki przychodów firm w tym okresie do 0% r/r, wskazuje na umiarkowany spadek realny nakładów brutto na środki trwałe o 1,7% r/r. Przyjmując założenie o spadku dynamiki przychodów firm do -5% r/r, uzyskujemy prognozę spadku inwestycji w II kw. o 4,3% r/r.

Dlaczego nie jest dramatycznie źle?

Dotychczasowy przebieg spowolnienia aktywności inwestycyjnej oraz prognoza na II kw. bieżącego roku sporządzona w oparciu o oszacowane przez nas równanie wskazuje, że pomimo gwałtownego pogorszenia koniunktury w globalnej gospodarce, dynamika nakładów brutto na środki trwałe nie ulega drastycznemu załamaniu.

Próbując wyjaśnić to zjawisko trzeba uwzględnić fakt, że nakłady brutto na środki trwałe są mocno niejednorodną kategorią. Innymi słowy, w analizie aktywności inwestycyjnej pomocne może być uwzględnienie podziału nakładów brutto na środki trwałe pomiędzy sześć typów wydatków inwestycyjnych: rolnictwo, leśnictwo i rybołówstwo, maszyny i urządzenia, środki transportu, budownictwo mieszkaniowe, pozostałe budynki i budowle oraz pozostałe inwestycje. Dane nominalne w takim przekroju publikowane są przez Eurostat dla okresu od początku 2004 roku.

Tabela 2. Struktura nominalnych nakładów brutto na środki trwałe w Polsce

Udział w %	2004	2005	2006	2007	2008
Rolnictwo, leśnictwo i rybołówstwo	0,1	0,3	0,0	0,2	0,1
Maszyny i urządzenia	29,6	30,0	29,6	29,2	28,8
Środki transportu	9,8	9,6	10,2	10,3	10,3
Budownictwo mieszkaniowe	14,4	14,9	14,2	13,7	14,2
Pozostałe budownictwo	42,4	42,2	42,4	42,9	42,5
Pozostałe inwestycje	3,8	3,2	3,6	3,8	4,0

Źródło: Eurostat, obliczenia własne

Tabela 3. Dynamika nominalna nakładów inwestycyjnych w przekroju rodzajowym

Wzrost w % r/r	I kw.'08	II kw.'08	III kw.'08	IV kw.'08
Nakłady brutto na środki trwałe ogółem	17,8	18,7	6,1	5,3
Rolnictwo, leśnictwo i rybołówstwo	10,0	3,9	3,1	-0,6
Maszyny i urządzenia	14,3	18,7	3,9	1,2
Środki transportu	27,8	18,7	-2,1	3,1
Budownictwo mieszkaniowe	21,8	27,3	9,5	1,1
Pozostałe budownictwo	12,9	16,5	7,5	8,9
Pozostałe inwestycje	59,8	5,9	18,3	6,3

Źródło: Eurostat, obliczenia własne

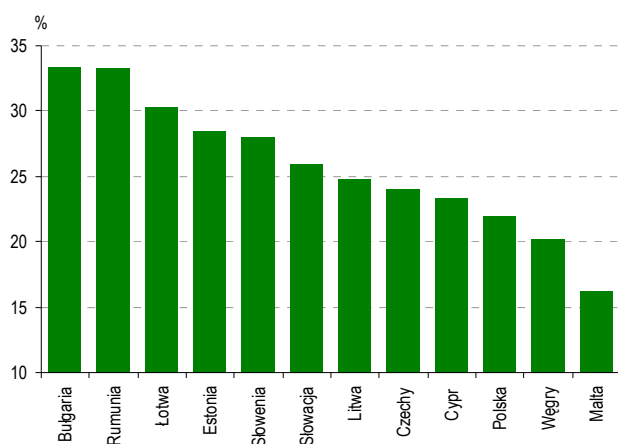
Dane zawarte w tabeli 2. powyżej wskazują, zdecydowania największy udział w nakładach brutto na środki trwałe, wynoszący w ostatnich latach stabilnie ponad 42%, mają inwestycje w pozostałe budownictwo. Z tabeli 3. wynika z kolei, że dynamika tego rodzaju inwestycji wyhamowuje w

ostatnich kwartałach w relatywnie niewielkim stopniu, co należy wiązać z długim cyklem realizacji tego typu inwestycji. Na stosunkowo łagodne wyhamowanie dynamiki inwestycji w kategorii pozostałe budownictwo wpływa również fakt, że obejmują one inwestycje infrastrukturalne, których wartość stopniowo rośnie dzięki wykorzystaniu środków unijnych. W sumie, wydaje się, że relatywnie łagodne wygasanie wzrostu inwestycji w kategorii pozostałe budownictwo, przy jej dużym udziale wydatkach inwestycyjnych ogółem, w znacznym stopniu tłumaczy dość ograniczony spadek dynamiki nakładów brutto na środki trwałe.

Jednocześnie, analizując dane zawarte w tabelach 2. i 3. warto zauważyć, że istotne zmniejszenie aktywności inwestycyjnej dokonano się w dużej mierze już w III kw. 2008, jeszcze przed intensyfikacją globalnego kryzysu finansowego i gospodarczego. Spośród 4 głównych typów inwestycji (pod względem wagi w inwestycjach ogółem), dotyczy to w szczególności nakładów na maszyny i urządzenia oraz na środki transportu. Mocne osłabienie aktywności inwestycyjnej w tych obszarach już w III kw. 2008 można wiązać z zarysowaną już w I połowie 2008 r. tendencją obniżenia dynamiki przychodów firm, spadku stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych, a także z widocznym od III kw. ub.r. spadkiem dynamiki eksportu i zaostrzeniem polityki kredytowej przez banki. Stąd, skala koniecznego w warunkach kryzysu ograniczenia dynamiki inwestycji w kolejnych kwartałach może być odpowiednio mniejsza, choć nie znaczy to oczywiście, że w kolejnych kwartałach nie zanotujemy ujemnej dynamiki nakładów brutto na środki trwałe.

Wracając do zagregowanego ujęcia nakładów brutto na środki trwałe, warto zwrócić uwagę na dosyć niską stopę inwestycji w Polsce, czyli relację nakładów brutto na środki trwałe do PKB. Spośród dwunastu nowych krajów członkowskich UE stopa inwestycji w całym 2008 roku była niższa niż w Polsce tylko na Malcie i Węgrzech (patrz wykres poniżej).

Wykres 1. Stopa inwestycji w nowych krajach członkowskich UE w 2008 roku



Źródło: Eurostat, obliczenia własne

Można z tego wnioskować, że skala cyklicznego przeinwestowania w naszym kraju jest prawdopodobnie relatywnie niewielka, a zatem skala ograniczenia inwestycji w warunkach kryzysu powinna być dość umiarkowana i mniejsza niż w innych gospodarkach regionu.

Rosnąca rola środków z UE

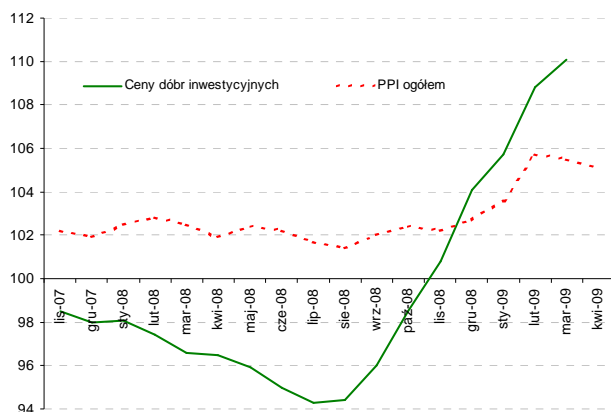
Rozważając perspektywy aktywności inwestycyjnej w Polsce, należy brać pod uwagę rosnące z roku na rok znaczenie środków unijnych. Na podstawie dostępnych danych o przepływach z UE w ramach rachunku kapitałowego bilansu płatniczego (ta kategoria stanowi dobre przybliżenie tej części środków z UE, która przeznaczana jest na nakłady inwestycyjne), można szacować, że relacja środków unijnych przeznaczonych na inwestycje do PKB wraz z krajowym dofinansowaniem wzrosła z 0,7% w 2004 r., czyli pierwszym roku obecności Polski w UE, do 1,7% w 2008 r. W warunkach globalnego kryzysu środki unijne stanowią swego rodzaju bufor, ograniczający negatywny wpływ kryzysu na ogólną aktywność inwestycyjną w polskiej gospodarce, związany ze zmniejszonym napływem bezpośrednich inwestycji zagranicznych (zakładamy, że napływ BIZ obniży się w tym roku o ok. 50% i sięgnie niespełna 5,5 mld €) oraz mniejszą dostępnością pozostałych środków na inwestycje w obliczu pogorszenia wyników finansowych firm i utrudnionego dostępu do kredytu. Według naszych szacunków w tym roku wartość środków unijnych przeznaczonych na inwestycje wraz z krajowym dofinansowaniem może ulec zwiększeniu do ok. 2,2% PKB. Stanie się tak jednak przy założeniu, że wykorzystane zostaną niemal wszystkie przyznane zaliczkowo środki z Brukseli, czyli ok. 6 mld € (9,5% wartości środków z całej perspektywy finansowej UE na lata 2007-2013). Dzięki temu, biorąc pod uwagę również krajowe współfinansowanie projektów unijnych, realna dynamika inwestycji w tym roku będzie wyższa o niemal 3 pkt proc., a realna dynamika PKB o blisko 0,6 pkt proc. Nasz szacunek wpływu BIZ, funduszu unijnych z dofinansowaniem oraz pozostałych środków na realną dynamikę nakładów brutto na środki trwałe w latach 2004-2009 przedstawia wykres poniżej. W 2010 r. dodatni wpływ środków unijnych na dynamikę inwestycji może wg naszych szacunków sięgnąć nawet ponad 5 pkt. proc., a na dynamikę PKB ok 1 pkt proc. Przedstawione powyżej szacunki zależne są w pewnym stopniu od kształtowania się kursu EURPLN, ponieważ jego wahania wpływają na zmianę wartości kontraktacji projektów realizowanych z udziałem środków unijnych. Osłabienie złotego zwiększą złotą wartość unijnych środków.

Inwestycje na torze przeszkód

Zarysowany powyżej pozytywny scenariusz dotyczący wpływu środków unijnych na aktywność inwestycyjną w Polsce stoi pod znakiem zapytania. Duża niepewność wiąże się z funkcjonowaniem rozszerzonego w tym roku mechanizmu zaliczkowego finansowania realizacji projektów unijnych, co w założeniu miało zmniejszyć zależność prowadzenia inwestycji od uzyskania kredytów bankowych, których dostępność jest obecnie ograniczona. Niemniej, z informacji Ministerstwa Rozwoju Regionalnego wynika, że wiele instytucji zarządzających wykorzystaniem funduszy unijnych nie wprowadziło możliwości stosowania zaliczek, przynajmniej na razie. Przykładowo, spośród urzędów marszałkowskich, które zarządzają programami regionalnymi, jedynie województwo mazowieckie stosuje obecnie mechanizm zaliczek. Kilka województw w ogóle nie przewiduje takiej możliwości. Inne regiony, chociaż nie wykluczają takiej możliwości, póki co zaliczek nie udzielają. Trzeba jednak zaznaczyć, że nawet w przypadku programów unijnych, gdzie korzystanie z zaliczek jest możliwe, pojawiają się pewne problemy. Dotyczą one m.in. stosowania zabezpieczeń dla zaliczek o wartości powyżej 4 mln zł, co może hamować realizację dużych projektów, w tym infrastrukturalnych. Szczególnie, że silne pogorszenie koniunktury gospodarczej negatywnie wpływa na możliwości współfinansowania projektów unijnych przez budżet państwa i jednostki samorządu terytorialnego, co potęguje problemy z uzyskaniem dodatkowego finansowania w bankach.

Pomijając potencjalne trudności z szybkim wykorzystaniem środków unijnych, czynnikiem, który może w najbliższym czasie dodatkowo zniechęcać do inwestycji jest wzrost relatywnych cen dóbr inwestycyjnych (patrz wykres poniżej).

Wykres 3. Dynamika PPI ogółem a dynamika cen dóbr inwestycyjnych



Źródło: GUS

Wraz z deprecjacją złotego od połowy 2008 roku, dynamika cen dóbr inwestycyjnych stopniowo rośnie, a pod koniec ub.r. zaczęła coraz bardziej wyraźnie przewyższać dynamikę PPI ogółem, a więc cen uzyskiwanych przez firm ze sprzedaży produktów. Wzrost relatywnych cen dóbr inwestycyjnych może pogłębiać negatywny wpływ na

nakłady inwestycyjne związane z pogorszeniem bieżącej i oczekiwanej dynamiki przychodów firm oraz silnym spadkiem wykorzystania mocy produkcyjnych.

Spadek inwestycji nieunikniony, ale umiarkowany

Podsumowując, przeprowadzona przez nas analiza ekonometryczna pokazuje, że zmiany dynamiki nakładów brutto na środki trwałe wyjaśnić można przez spadek dynamiki przychodów firm (co odzwierciedla pogorszenie ich oczekiwań co do zbytu produktów w przyszłości oraz obrazuje pogorszenie ich sytuacji finansowej), a także spadek stopnia wykorzystania mocy produkcyjnych (co zmniejsza potrzebę rozbudowy potencjału produkcyjnego).

Patrząc na strukturę nakładów inwestycyjnych, przy wysokim udziale, jaki inwestycje w „pozostałym budownictwie” mają w inwestycjach ogółem, ich tempo wzrostu jest kluczowe dla całkowitej aktywności inwestycyjnej w gospodarce. W II połowie 2008 roku i I kw. 2009 roku dynamika inwestycji w pozostałym budownictwie wyraźnie hamowała, ale pozostała na plusie i przy dużym udziale w łącznej aktywności inwestycyjnej „uratowały” one dynamikę inwestycji ogółem przed pierwszym od II kwartału 2003 r. spadkiem pod kreskę. Należy się jednak spodziewać, że nakłady na pozostałe budownictwo podlegać będą coraz wyraźniejszemu spowolnieniu, co przy malejącej dynamice innych rodzajów inwestycji (m.in. w maszyny i urządzenia oraz środki transportu) spowoduje, że ich dynamika nie będzie w stanie utrzymać na plusie dynamiki inwestycji ogółem w kolejnych kwartałach. Spadek nakładów brutto na środki trwałe w kolejnych kwartałach i w całym 2009 roku wydaje się zatem nieunikniony. W świetle prognoz z oszacowanego przez nas równania zagregowanych nakładów brutto na środki trwałe, ich ujemnej dynamiki w ujęciu kwartalnym można spodziewać się już w okresie kwiecień-czerwiec. Niemniej, nawet uwzględniając dodatkowe negatywne czynniki nie ujęte w oszacowanym równaniu, skala spadku inwestycji w II kwartale powinna być umiarkowana. W dalszej części roku, dzięki realizacji projektów unijnych skala spadku inwestycji nadal powinna być ograniczona i w całym 2009 nie przekroczy jednocyfrowego poziomu. Między innymi dzięki temu (wraz z utrzymaniem się wzrostu popytu konsumpcyjnego oraz przy silnym dodatnim wpływie wymiany z zagranicą na wzrost PKB) Polsce powinno się w tym roku udać uniknąć recesji, co będzie wyjątkowym osiągnięciem dla tle innych gospodarek europejskich.

Aneks techniczny

Celem naszej analizy było oszacowanie równania nakładów brutto na środki trwałe, opisującego zależność aktywności inwestycyjnej od jej potencjalnych determinantów i pozwalającego na sporządzanie krótkoterminowych prognoz zagregowanych nakładów brutto na środki trwałe.

Definicje zmiennych uwzględnionych w naszej analizie i źródła danych podsumowuje tabela poniżej:

oznaczenie zmiennej	opis zmiennej	źródło danych
<i>INV</i>	Roczna dynamika nakładów brutto na środki trwałe w ujęciu realnym	GUS
<i>IR</i>	Realna stopa procentowa zdefiniowana jako 3-miesięczna stawka WIBOR zdeflowana bieżącym CPI	Reuters, GUS
<i>KRED</i>	Roczna dynamika kredytu dla przedsiębiorstw, powiększonego o kredyt na nieruchomości dla gospodarstw domowych	NBP
<i>CPI</i>	Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych	GUS
<i>REER</i>	Roczna dynamika indeksu realnego efektywnego kursu walutowego dla 36	
<i>REV</i>	Dynamika przychodów ogółem z całokształtu działalności przedsiębiorstw	GUS
<i>BC</i>	Roczna zmiana średniej arytmetycznej ogólnych wskaźników koniunktury GUS dla przemysłu, budownictwa i handlu	GUS
<i>PMI</i>	Roczna zmiana indeksu PMI obrazującego aktywność w polskim przemyśle	Reuters
<i>WIG</i>	Roczna dynamika indeksu WIG	Reuters
<i>GP</i>	Roczna dynamika relacji cen ropy do krajowego CPI	Reuters, GUS
<i>CU</i>	Roczna zmiana wskaźnika wykorzystania mocy produkcyjnych w przemyśle	GUS
<i>D2004</i>	Zmienna zerojedynkowa odzwierciedlająca ważną zmianę instytucjonalną polegającą na obniżeniu stawki CIT od stycznia 2004 r. i wejście Polski do UE od 1 maja 2004 r.; zmienna przyjmuje wartość 0 dla okresu do IV kw. 2003 r. i 1 dla okresu od I kw. 2004 r.	opracowanie własne

Oszacowanie równania zagregowanych inwestycji jest z wielu powodów problematyczne. Problemy dotyczące jakości danych na temat nakładów brutto na środki trwałe, czy wpływu stopnia agregacji danych na możliwość estymacji inwestycji zostały omówione w zasadniczej części tekstu. Ponadto, dużą trudność w estymacji równania inwestycji stanowi silna sezonowość ujawniająca się w szeregach czasowych większości analizowanych zmiennych.

Ponieważ eliminacja sezonowości za pomocą popularnych narzędzi, takich jak procedury Cenzus X-12, ARIMA X-11

lub Tramo/Seats, zawsze obciążona jest pewną dozą uznaniowości - kwestia ta była zresztą szeroko dyskutowana przy okazji publikacji przez GUS danych o PKB za I kw. br. - zdecydowaliśmy się na wykorzystanie w analizie zmiennych w postaci rocznych przyrostów. Taka postać szeregów czasowych posiada zaletę polegającą na braku konieczności kłopotliwej transformacji odsezonowanych zmiennych w wartościach bezwzględnych na roczne realne przyrosty, które są postacią interesującą nas operacyjnie z punktu widzenia sporządzania krótkoterminowych prognoz.

Wszystkie zmienne nie przyjmujące wartości ujemnych zostały poddane transformacji logarytmicznej. W pierwszej kolejności dokonaliśmy sprawdzenia stopnia zintegrowania analizowanych zmiennych. Wyniki testów ADF (Augmented Dickey-Fuller test) wykazały, że wszystkie zdefiniowane powyżej szeregi czasowe są niestacjonarne, zintegrowane rzędu I(1). Z uwagi na stopień integracji poszczególnych zmiennych, potencjalnie mogą istnieć relacje kointegrujące pomiędzy różnymi kombinacjami wszystkich branż przez nas pod uwagę zmiennych.

Przeprowadzone przez nas testy kointegracji dla wybranych kombinacji zmiennych wskazały na istnienie więcej niż jednego wektora kointegrującego. W takiej sytuacji wskazane byłoby zastosowanie wielorównaniowych metod estymacji relacji długookresowej, np. VECM. W tym przypadku istotny jest jednak problem małej liczby obserwacji dla poszczególnych zmiennych. Dla małej próby szczególnie duże znaczenie ma wybór odpowiedniej wartości maksymalnego opóźnienia w modelu. Z jednej strony, przyjęcie zbyt małego rzędu opóźnienia mogłoby spowodować wystąpienie autokorelacji składnika resztowego i uzyskanie obciążonych ocen parametrów. Z drugiej strony, zbyt duży rząd opóźnienia spowodowałby utratę stopni swobody i zmniejszyłby precyzję oszacowania parametrów.

W rezultacie, zrezygnowaliśmy z estymacji relacji kointegrującej i postanowiliśmy oszacować proste równanie, możliwie dobrze dopasowane do dostępnych danych GUS i możliwie dokładnie opisujące zachowanie inwestycji w krótkim okresie. Na tym etapie ponownie braliśmy pod uwagę różne kombinacje zmiennych potencjalnie determinujących kształtowanie się nakładów brutto na środki trwałe. Ostatecznie, oszacowane przez nas równanie przyjęło następującą postać:

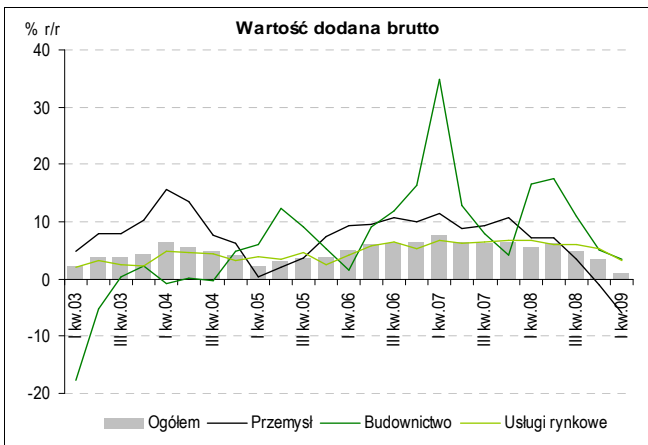
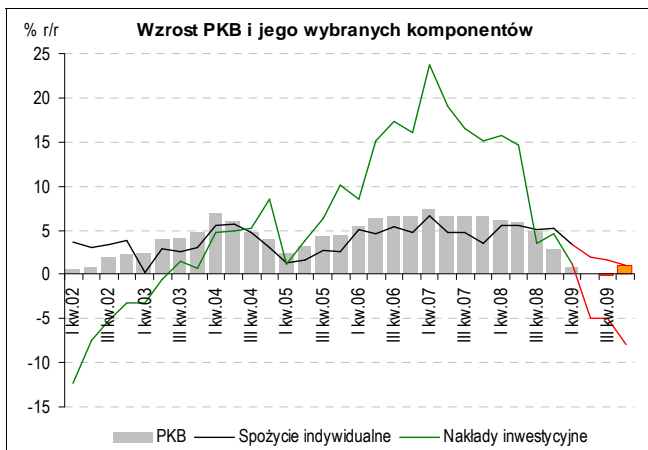
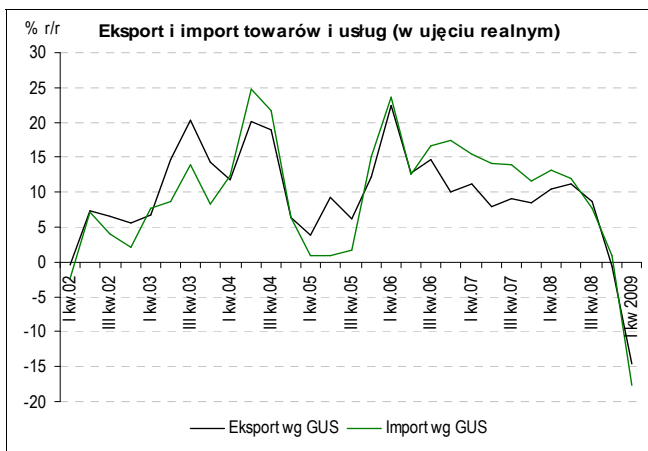
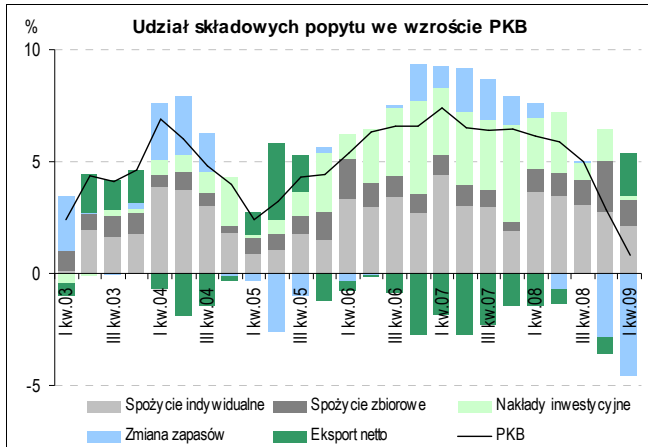
$$dINV_t = \alpha_1 dREV_t + \alpha_2 dCU_t + \varepsilon_t$$

Biorąc pod uwagę dostępną długość szeregów czasowych, powyższe równanie zostało oszacowane dla okresu od I kw. 2004 r. do III kw. 2008 r. przy wykorzystaniu zwykłej metody najmniejszych kwadratów. Wyniki estymacji parametrów równania przedstawia poniższa tabela.

dREV	0.863618 (0.0126)
dCU	0.231436 (0.0351)

Uwaga: W nawiasach podano tzw. *p-value*, tj. prawdopodobieństwo błędu przy odrzuceniu hipotezy zerowej o statystycznej nieistotności danego parametru.

Gospodarka Polski

**Konsumpcja i inwestycje zaskoczyły pozytywnie**

Wzrost PKB w I kw. 2009 r. wyniósł 0,8% r/r, czyli był zgodny z tym, co wskazywały nasze ostatnie szacunki, uwzględniające komplet miesięcznych danych za styczeń-marzec. Oznacza to wyraźne wyhamowanie wzrostu gospodarczego w porównaniu z poprzednim rokiem, ale fakt, że udało się utrzymać dodatnią dynamikę PKB mocno wyróżnia Polskę na tle innych krajów w Europie i na świecie. Wzrost PKB w ujęciu kwartał do kwartału po korekcie sezonowej był również na plusie i wyniósł 0,4%.

Struktura PKB odbiegała od naszych założeń. Pozytywną niespodzianką był wzrost inwestycji o 1,2% r/r. Wzrost konsumpcji prywatnej zwolnił niewiele (do 3,3% r/r) i był również powyżej naszej prognozy. Pokazuje to, że nie sprawdziły się najbardziej pesymistyczne przewidywania nt. zachowania przedsiębiorstw i konsumentów w obliczu kryzysu w gospodarce światowej.

Pozytywny wpływ eksportu netto będzie kontynuowany

Mimo, że dwa powyższe komponenty popytu były na plusie i lepsze od prognoz, popyt krajowy zanotował w I kw. spadek o 1% r/r, co wynikało z bardzo mocnego spadku zapasów (reakcja przedsiębiorstw w oczekiwaniu na osłabienie popytu). Tak duża skala redukcji zapasów na początku roku (obniżająca wzrost PKB o prawie 5 pkt proc.) sugeruje, że w kolejnych kwartałach ich wpływ na PKB nie będzie aż tak negatywny.

Potwierdziło się, że przy znaczącym dostosowaniu popytu krajowego, następuje wyraźnie dodatnia kontrybucja eksportu netto (prawie 2 pkt proc) - większy spadek importu niż eksportu.

Było to spójne z informacjami nt bilansu płatniczego, a nasza prognoza obrotów bieżących na kwiecień wskazuje na kolejną nadwyżkę. Spodziewamy się, że wpływ eksportu netto na PKB pozostanie wyraźnie pozytywny w dalszej części roku.

Kolejne kwartały gorsze, ale mogą pozostać na plusie

Niemniej, podtrzymujemy prognozy dalszego obniżenia dynamiki PKB w II i III kwartał, na co wpłynie zapewne spadek inwestycji i dalsze spowolnienie wzrostu konsumpcji. Naszym zdaniem, w inwestycjach należy spodziewać się obniżenia dynamiki poniżej zera w opóźnionej reakcji na załamanie koniunktury i spadek dostępności kredytu. Wzrost konsumpcji będzie natomiast hamował pod wpływem pogarszającej się sytuacji na rynku pracy.

Lepszy od oczekiwań punkt wyjściowy w I kw. zmniejsza ryzyko realizacji prognoz, zakładających głęboką recesję w polskiej gospodarce w tym roku. Prognozujemy wzrost PKB w 2009 r. na poziomie 0,5%. Na niewielkie obniżenie naszej prognozy w ostatnim miesiącu wpłynęła redukcja prognozy wzrostu gospodarczego dla strefy euro do -5% w tym roku.

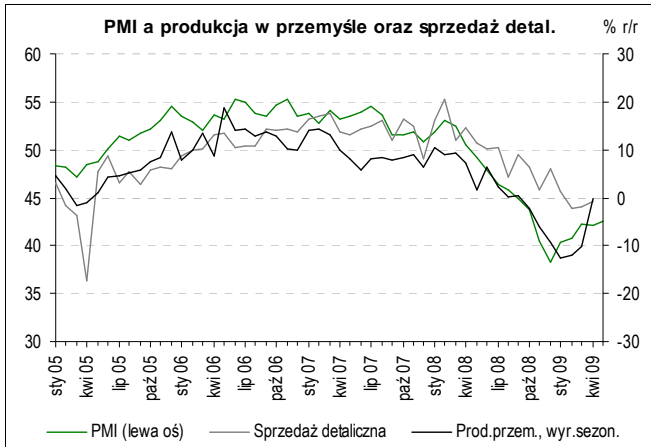
W I kw. spadek w przemyśle, duży wzrost w usługach

Po stronie podażowej rachunków narodowych, pierwszy kwartał przyniósł wyraźny spadek wartości dodanej w przemyśle (-5,9% r/r), chociaż jego skala i tak była mniejsza niż można było szacować na podstawie miesięcznych danych nt. dynamiki produkcji przemysłowej.

W budownictwie i w usługach rynkowych nastąpiło umiarkowane wyhamowanie wzrostu wartości dodanej, zgodnie z naszymi prognozami. Z kolei w usługach nierynkowych nastąpiło zaskakująco znaczące przyspieszenie tempa wzrostu wartości dodanej (wzrost o prawie 5% r/r).

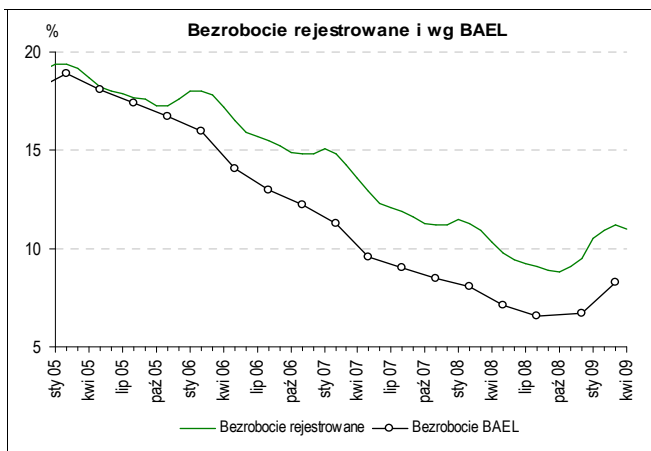
Pierwsze dane za II kwartał potwierdziły trendy obserwowane w polskiej gospodarce. Produkcja przemysłowa po raz kolejny spadła wyraźnie (12,4% r/r), a sprzedaż detaliczna choć wzrosła o 1%, to dane wykazały zmniejszającą się skłonność do zakupów.

Gospodarka Polski



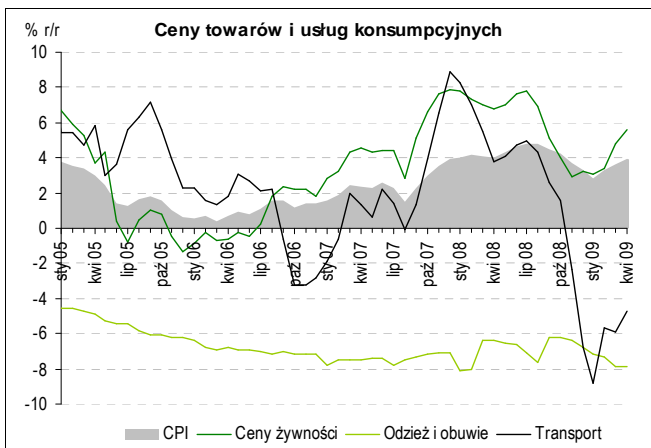
Pierwsze informacje za drugi kwartał mieszane

- Choć dane o produkcji i sprzedaży przyniosły mieszane sygnały, w sumie napływające informacje wydają się potwierdzać utrzymywanie tempa wzrostu gospodarczego w okolicy zera.
- Wskaźniki koniunktury się stabilizują. PMI dla polskiego przemysłu wzrósł nieznacznie do 42,55 z 42,1, podczas gdy rynek oczekiwał szybszego wzrostu do 42,8. To oznacza niewielkie zmniejszenie tempa spadku aktywności w sektorze (13 miesiąc poniżej 50 pkt).
- Również wyniki badania koniunktury konsumenckiej pokazały w maju kolejne lekkie odbicie nastrojów, w tym również wskaźnika dokonywania ważnych zakupów. Mimo pewnego odreagowania (bieżący wskaźnik zwiększył się o 0,6 pkt proc. do -24,3 pkt proc., wyprzedzający podniósł się o 0,7 pkt proc. do -34,8.), indeksy pozostają jednak na bardzo niskich poziomach.



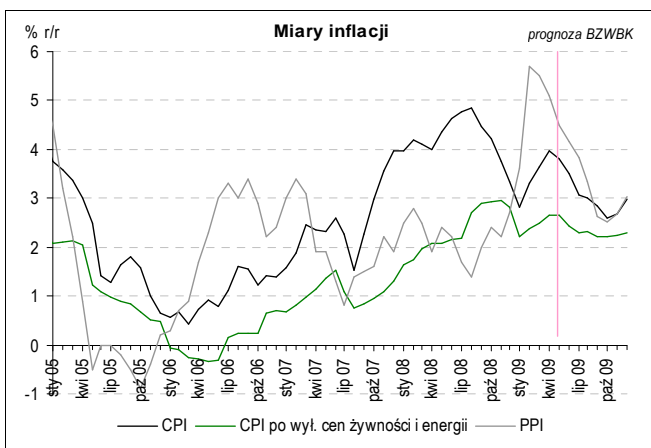
Dalsze pogorszenie sytuacji na rynku pracy

- Stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła w kwietniu 11%, Sezonowy spadek był niewielki, a liczba bezrobotnych była wyższa niż przed rokiem o 114 tys. (wzrost o ponad 7% r/r!) i należy oczekiwać, że w kolejnych miesiącach ta różnica będzie narastać.
- Sytuacja jest najtrudniejsza w przetwórstwie przemysłowym gdzie spadek zatrudnienia przyspieszył w kwietniu do -7% r/r, a dynamika płac wyhamowała mocno do 2,8% r/r z 4,8% w marcu. Na razie sytuację na rynku pracy stabilizuje nieco wolniejsze tempo zmian w sektorze usług i budownictwie, chociaż tam również widoczne już są oznaki spowolnienia.
- Dane BAEL pokazały wzrost stopy bezrobocia w I kw. do 8,3%. W ciągu kwartału wzrosła mniej więcej o tyle, o ile udało się jej spaść w ciągu czterech poprzednich. Liczba bezrobotnych wzrosła w I kwartale (o 3,9% r/r) po raz pierwszy od 2002 r.



Ceny żywności utrzymują wysoko inflację

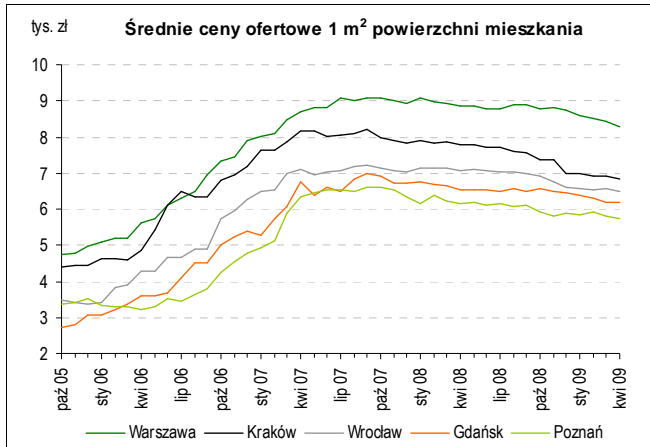
- W kwietniu ceny konsumpcyjne wzrosły o 0,7% m/m i 4,0% r/r, co było wyraźnie powyżej oczekiwań. Istotny wpływ na wzrost inflacji CPI do 4% r/r w kwietniu miały ceny żywności i napojów bezalkoholowych, które zwiększyły się o 1,6% m/m i 5,6% r/r (4,8% r/r w marcu). Ceny paliw wzrosły o 1% m/m.
- Za wzrost inflacji odpowiadały nie tylko te dwa czynniki, gdyż inflacja bazowa po ich wyłączeniu (oraz cen energii) również wzrosła, choć utrzymuje się na poziomie bliskim 2,5%.
- Wzrost inflacji wynikał również z efektów wcześniejszej deprecjacji złotego. Należy jednak pamiętać, że ten wpływ w średnim terminie zostanie zneutralizowany za sprawą osłabienia łącznego popytu w gospodarce. Ponadto, wpływ na spadek dynamiki cen będzie miało silne obniżenie (a nawet spadek) dynamiki jednostkowych kosztów pracy oraz oczekiwane umocnienie złotego.



- W maju resort finansów spodziewa się spadku inflacji do 3,8% z 4,0% r/r w kwietniu przy wzroście cen w ujęciu miesięcznym o 0,6%. Szacunek ten był powyżej oczekiwań rynku, co ponownie wynika głównie ze znacznego wzrostu cen żywności (ich kontrybucja do miesięcznej zmiany cen w CPI szacowana jest na ok. 0,35pp, a cen paliw ok. 0,1pp).
- Jednocześnie, według szacunków ministerstwa w sierpniu inflacja zbliży się do ok. 2,5% r/r, a w kolejnych miesiącach ustabilizuje się blisko tego poziomu. Przy założeniu, że zrealizowałby się taki scenariusz inflacyjny CPI musiałby się wyraźnie obniżyć w ujęciu miesięcznym w kolejnych trzech miesiącach, najprawdopodobniej za sprawą odwrócenia wzrostowego trendu cen żywności.
- Nasze szacunki wskazują, że zarówno inflacja CPI, jak i inflacja bazowa będą się stopniowo obniżać, aby na koniec roku osiągnąć poziomy odpowiednio ok. 3% i ok. 2%.

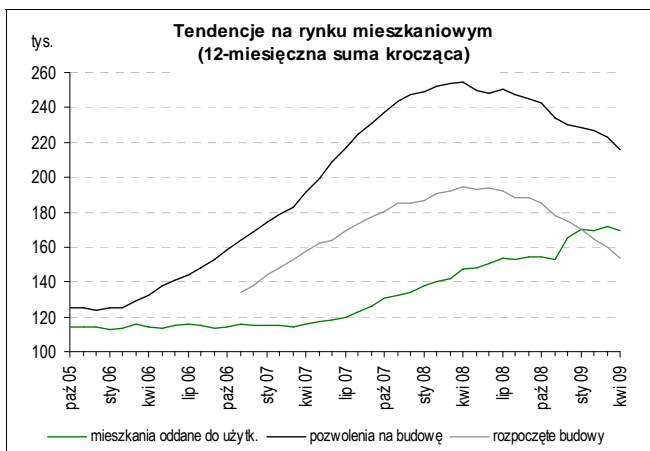
Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

Rynek nieruchomości



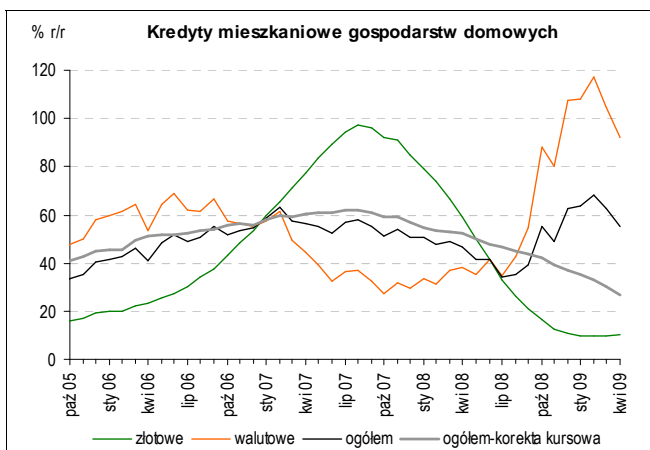
Mieszkania dalej tanieją

- Większość dostępnych analiz wskazuje na kontynuację spadkowej tendencji cen na rynku nieruchomości. Tempo spadku cen w porównaniu z analogicznym okresem ubiegłego roku nieco się powiększyło, szczególnie w większych miastach, jednak na ogół nie przekracza 10% r/r (wg Szybko.pl wyjątkiem jest Kraków i Sopot).
- Na lekki wzrost ofertowych cen mieszkań w kwietniu w niektórych miastach wskazują dane serwisu Oferty.net. Jednak równocześnie raport zwraca uwagę na wzrost rozpiętości między cenami ofertowymi, a transakcyjnymi. Te ostatnie są często o kilka-kilkanaście procent niższe od cen wywoławczych.
- Trudności ze sprzedażą mieszkań powodują mocny wzrost podaży ofert najmu, szczególnie w dużych miastach. Wg danych Oferty.net w I kw. br. było ich cztery razy więcej niż przed rokiem.



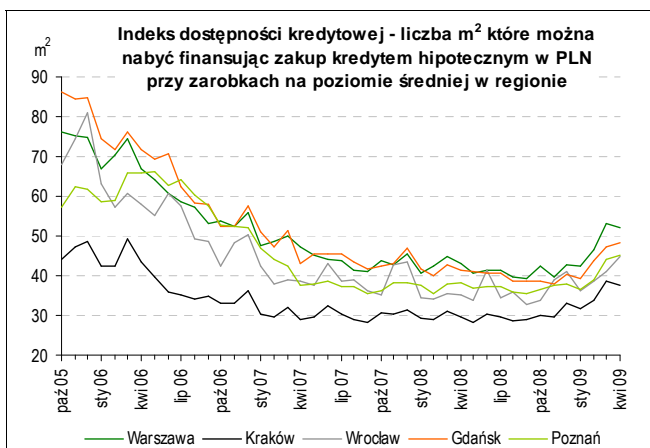
Podaż nowych mieszkań wciąż duża

- Być może sporą część mieszkań, trafiających na rynek najmu, stanowią mieszkania kupowane inwestycyjnie w okresie hossy i oddane do użytku w ostatnim okresie.
- Liczba nowo oddawanych mieszkań była wprawdzie niższa niż przed rokiem (-14,3% r/r), ale skumulowana podaż za ostatnie 12 miesięcy utrzymuje się wciąż blisko historycznie rekordowych wartości.
- Trwa spadkowa tendencja liczby nowo rozpoczynanych inwestycji i wydawanych pozwoleń na budowę (w obu przypadkach ok. -30% r/r). Deweloperzy zawieszają część rozpoczętych wcześniej inwestycji lub z nich rezygnują.



Kredyty wciąż trudno dostępne, ale trochę tańsze

- Na rynku kredytowym widoczny jest lekki wzrost zainteresowania kredytami mieszkaniowymi w złotych, podczas gdy przyrost kredytów w walutach obcych wyraźnie wygasa (na co z pewnością ma wpływ m.in. restrykcyjna polityka banków).
- W sumie, wzrost kredytów ogółem na nieruchomości stopniowo słabnie – w kwietniu wg naszych szacunków, po uwzględnieniu korekty związanej z wahaniami kursu walutowego, spowolnił do 26,7% r/r wobec 30,1% w marcu i ponad 52% r/r przed rokiem.
- Marże dla nowych umów kredytowych stabilizują się na wysokich poziomach. Jednak średnie oprocentowanie kredytów lekko spadło w kwietniu, w ślad za spadkiem WIBOR. W maju stawki na krajowym rynku międzybankowym poszły w górę, co zapewne podniesie raty kredytów hipotecznych w złotych.



Coraz więcej metrów za średnią pensję

- Szacowany przez nas indeks zdolności nabywczej przeciętnego Kowalskiego na rynku mieszkaniowym (zakładający zakup nieruchomości w całości finansowany kredytem hipotecznym w złotych), mimo małych korekt w Warszawie i Krakowie, generalnie pnie się w górę i w większości dużych miast jest najwyższy od końca 2006 roku. Liczba metrów kwadratowych mieszkania, które można kupić na kredyt przy dochodach równych średniej w regionie wzrosła w ciągu roku o ok. 20% w Warszawie i ok. 27% w Krakowie i Wrocławiu.
- Trzeba jednak pamiętać o ograniczeniach, których ten indeks nie pokazuje, w tym o zaostrzeniu kryteriów przyznawania kredytów przez banki, m.in. przez obniżenie dopuszczalnego współczynnika LTV, zwiększenie wymagań dotyczących zabezpieczeń, skrócenia maksymalnego okresu kredytowania.

Źródło: GUS, NBP, Szybko.pl, Oferty.net, obliczenia własne

Pod lupą: Bank centralny

Fragmety majowego komunikatu RPP (zmiany w porównaniu z kwietniowym zaznaczone inną czcionką)

Dane, które napłynęły w ostatnim okresie potwierdzają utrzymywanie się niskiej aktywności gospodarczej w Polsce. Spadek produkcji przemysłowej, eksportu oraz sprzedaży detalicznej w pierwszych miesiącach 2009 r. wskazuje na nieznacznie niższy niż wcześniej przewidywano wzrost PKB w I kw. br. Jednocześnie dane o sytuacji gospodarczej za granicą potwierdzają pogłębienie się recesji u głównych partnerów handlowych Polski: od ostatniego posiedzenia Rady wskazują na utrzymywanie się recesji w Stanach Zjednoczonych i jej pogłębienie się w strefie euro. Jednocześnie część informacji dotyczących Stanów Zjednoczonych może sygnalizować pewien wzrost aktywności w tej gospodarce w nadchodzącym okresie, natomiast – mimo poprawy niektórych wskaźników koniunktury – prognozy wzrostu gospodarczego w strefie euro, będącej głównym partnerem handlowym Polski, zostały ponownie obniżone. Dalsze pogorszenie koniunktury obserwowane jest także w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Najnowsze informacje dotyczące sytuacji gospodarki polskiej potwierdzają, że aktywność gospodarcza utrzymuje się na niskim poziomie. Podobnie jak za granicą, w kierunku spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce oddziałuje spadek popytu związany z pogorszeniem się nastrojów podmiotów gospodarczych oraz ich sytuacji finansowej, do czego przyczynia się utrudniony dostęp do kredytu wynikający ze zwiększonej awersji do ryzyka w sektorze finansowym i znacznego zaostrzenia warunków kredytowych przez banki – recesja za granicą, obniżanie się tempa wzrostu realnych wynagrodzeń gospodarstw domowych i gorsza sytuacja finansowa przedsiębiorstw, a także utrudniony dostęp do kredytu. W warunkach Pomimo utrzymywania się nadpłynności sektora bankowego, podwyższona premia za ryzyko sprawia, że koszt kredytu, pomimo pewnego obniżenia, pozostaje na stosunkowo wysokim poziomie. Jednocześnie informacje o sytuacji na rynku pracy potwierdzają dalszy spadek zatrudnienia i wzrost bezrobocia, co oddziałuje w kierunku zmniejszenia presji inflacyjnej. Czynnikiem dodatkowo ograniczającym popyt jest pogarszanie się nastrojów podmiotów gospodarczych. Jednocześnie informacje o sytuacji na rynku pracy potwierdzają dalszy spadek zatrudnienia i wzrost bezrobocia oraz stopniowe obniżanie się dynamiki wynagrodzeń, co przyczynia się do zmniejszenia presji inflacyjnej.

W kierunku ograniczenia popytu, a przez to presji inflacyjnej będzie również oddziaływać stopniowe dalsze pogarszanie się sytuacji na rynku pracy i związany z tym spadek dynamiki realnych wynagrodzeń oraz sytuacji mniej korzystna niż w minionym okresie sytuacja finansowa przedsiębiorstw.

Ponadto Rada uznała, że pełniejsza ocena perspektyw inflacji będzie możliwa po zapoznaniu się z wynikami czerwcowej projekcji z modelu NECMOD.

Łagodnie, bez zmian

▪ Zgodnie z oczekiwaniami RPP nie obniżyła na majowym posiedzeniu stóp procentowych – referencyjna 3,75%.

▪ Treść oficjalnego komunikatu Rady również nie była zaskakująca i miała ponownie „gołębi” ton, co w świetle sytuacji makroekonomicznej jest jak najbardziej uzasadnione. Przede wszystkim, RPP podtrzymała nieformalne łagodne nastawienie w polityce pieniężnej, pisząc, że prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego jest wyższe od prawdopodobieństwa, że inflacja będzie wyższa od celu. Dodatkowo, prezes NBP powiedział na konferencji prasowej, że braku obniżki stóp przez dwa miesiące z rzędu nie należy interpretować jako sygnał rychłej zmiany nastawienia na neutralne.

▪ Rada napisała, że nowe dane wskazują na utrzymywanie się recesji w USA i jej pogłębienie się w strefie euro (mimo poprawy niektórych wskaźników koniunktury) oraz dalsze pogorszenie koniunktury w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Podtrzymano ocenę, że recesja w gospodarce światowej, poprzez wpływ na spowolnienie krajowego wzrostu gospodarczego, będzie ograniczać presję inflacyjną w Polsce. Wśród czynników działających w kierunku ograniczenia popytu, a zatem również presji inflacyjnej, RPP ponownie wymieniła dalsze pogarszanie się sytuacji na rynku pracy (nowością jest podkreślenie związanego z tym spadku dynamiki realnych wynagrodzeń), pogorszenie sytuacji finansowej firm oraz nastrojów podmiotów gospodarczych, a także zaostrzenie warunków kredytowania przez banki.

▪ W najbliższych miesiącach Rada spodziewa się spadku inflacji, choć oczekuje, że nadal będzie ona na podwyższonym poziomie ze względu na relatywnie wysoki wskaźnik cen żywności oraz cen regulowanych (przede wszystkim energii).

Jak się zmieni projekcja?

▪ Kluczowe dla kolejnych decyzji Rady nie jest jednak to jak bardzo inflacja spadnie w najbliższych miesiącach, ale jak się zachowa w kolejnych kwartałach (i latach). Oczekiwania banku centralnego w tej kwestii zostaną zaprezentowane w nowej projekcji, niestety już po czerwcowym posiedzeniu.

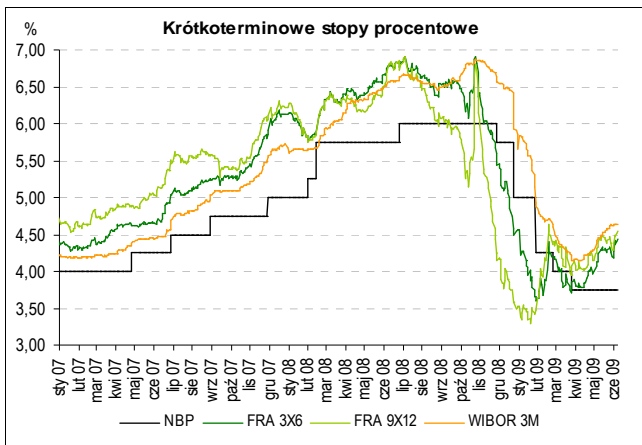
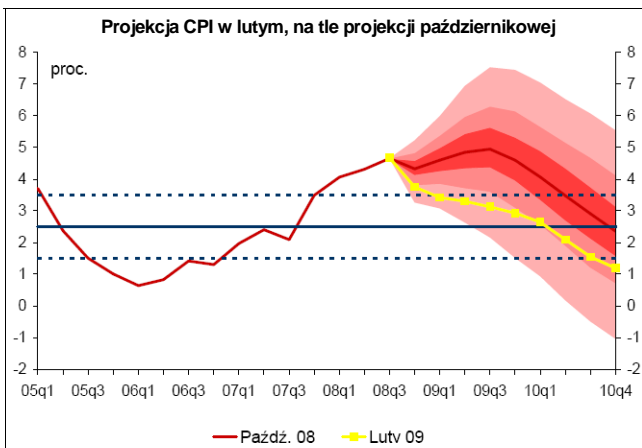
▪ Warto przypomnieć, że poprzednia projekcja mówiła o tempie wzrostu gospodarczego średnio na poziomie nieco powyżej 1% w 2009, nieco powyżej 2% w 2010 i prawie 4% w 2011. Jednocześnie inflacja miałaby spaść poniżej 2% w przyszłym roku i poniżej 1% w 2011.

▪ Dariusz Filar z RPP powiedział, że „może się okazać, że w roku 2010 inflacja nie będzie poniżej celu, ale będzie na celu”. Jesteśmy ciekawi jakie czynniki do tego doprowadzą skoro tempo wzrostu gospodarczego będzie zapewne niższe.

Rezerwa obowiązkowa w dół o 0,5 pkt proc.

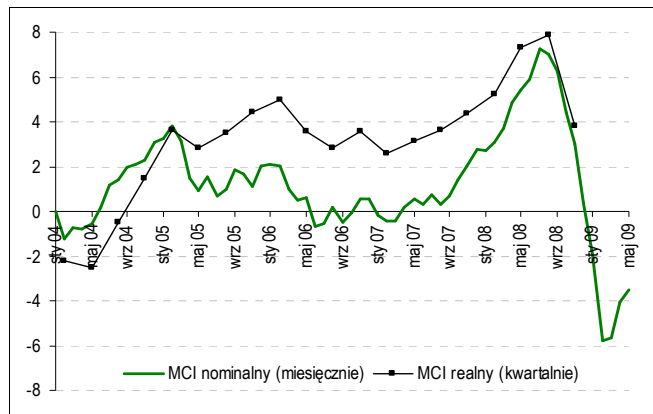
▪ W maju Rada podjęła decyzję o obniżeniu stopy rezerw obowiązkowych o 50 pb do 3%. Ma to zdaniem Rady stworzyć bankom dodatkowe możliwości zwiększenia akcji kredytowej, choć wydaje nam się, że ograniczona skala obniżki może być do tego niewystarczająca wobec ograniczeń kapitałowych banków i rosnącego ryzyka kredytowego. Nie sądzimy, aby obniżenie stopy rezerwy obowiązkowej było substytutem dla obniżek podstawowych stóp procentowych NBP.

▪ Najwyraźniej wydarzenia na rynku międzybankowym (np. wzrost stawek WIBOR) przekonały Radę o zasadności zwiększenia płynności rynku (w skali 3,0-3,5 mld zł). Z wypowiedzi członków RPP (oraz wiceprezesa NBP – szczegóły na następnej stronie) wynika, że dalsze obniżki stopy rezerwy obowiązkowej zależeć będą od efektów majowej decyzji.



Źródło: NBP

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



Kolejny wzrost MCI w ostatnich miesiącach

- Zgodnie z tendencją widoczną na początku maja, opisaną przez nas w poprzednim MAKROskopie, miniony miesiąc przyniósł wzrost nominalnego MCI. Na efektywny wzrost restrykcyjności polityki w maju złożył się zarówno wzrost stawek WIBOR (zmniejszenie odchylenia WIBOR w dół od trendu), jak i aprecjacja złotego wobec euro (zmniejszenie odchylenia w górę od trendu).
- Realny MCI za IV kw. 2008 potwierdził widoczne za ten okres zmiany pokazywane przez nominalny MCI. Było to efektem silnej deprecjacji realnego efektywnego kursu złotego (w ciągu zaledwie jednego kwartału zmiana znacznego odchylenia REER w stronę aprecjacji na odchylenie w stronę deprecjacji), mimo że poziom realnych rynkowych stóp procentowych wówczas się podniósł i zwiększyło się ich odchylenie w górę od trendu.

4,00%



Filar 1,63 (1,61)

Wasilewska-Trenkner 1,59 (1,48)

Noga 1,52 (1,52)

Wojtyła 1,48 (0,91)

Sławiński 1,19 (0,91)

3,00%

Czekaj 1,00 (0,86)

Skrzypk 0,85 (N/A)

Owsiak 0,89 (0,91)

Nieckarz 0,89 (0,83)

2,50%



Pietrewicz 0,81 (0,74)

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

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

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

W marcu zdecydował głos przewodniczącego, w kwietniu bez wniosku

Według opublikowanych wyników głosowania z marcowego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej wynika, że o decyzji o obniżce stóp procentowych o 25 pkt bazowych przesądził głos prezesa NBP Sławomira Skrzypka. Przeciwko takiemu wnioskowi głosowali Dariusz Filar, Marian Noga, Andrzej Sławiński, Halina Wasilewska-Trenkner oraz Andrzej Wojtyła. Tych pięcioro członków Rady ponownie przesunęło się na naszej osi restrykcyjności w górę wobec innych.

Kolejne głosowanie w czerwcu

Na podstawie sprawozdania z kwietniowego posiedzenia Rady Polityki Pieniężnej można stwierdzić, że Rada była wówczas jednomyślna w sprawie utrzymania stóp bez zmian. W najbliższym *Raporcie o inflacji* nie poznamy wyników majowego głosowania za obniżką stopy rezerwy obowiązkowej. Jedyną nową informacją odnośnie głosowań tam zwartą będzie wniosek o obniżkę stóp procentowych o 50 pb zgłoszony w marcu. Wówczas trzech członków (Filar, Noga, Wojtyła) było nawet przeciwko obniżce o 25 pb. Oczywiście, najciekawsze będą wyniki kolejnego głosowania - w czerwcu. Naszym zdaniem, wniosek zostanie zgłoszony i ma duże szanse na poparcie większości. Nie sądzimy, aby Rada powinna się koncentrować na podwyższonym bieżącym wskaźniku inflacji, podczas gdy jego średnioterminowe perspektywy się poprawiają. Zapewne potwierdzi to nowa projekcja CPI i PKB autorstwa NBP.

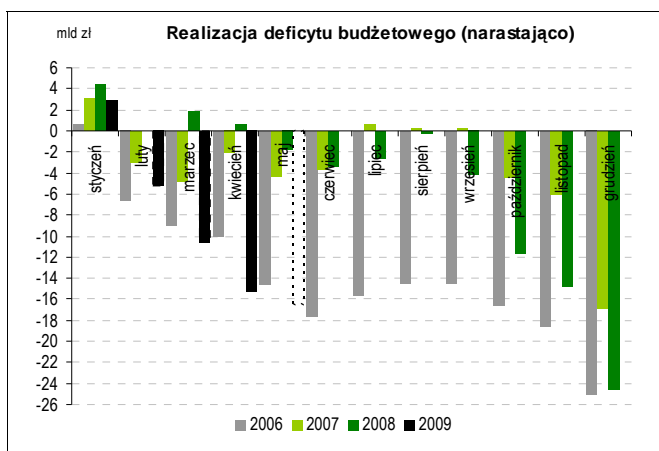
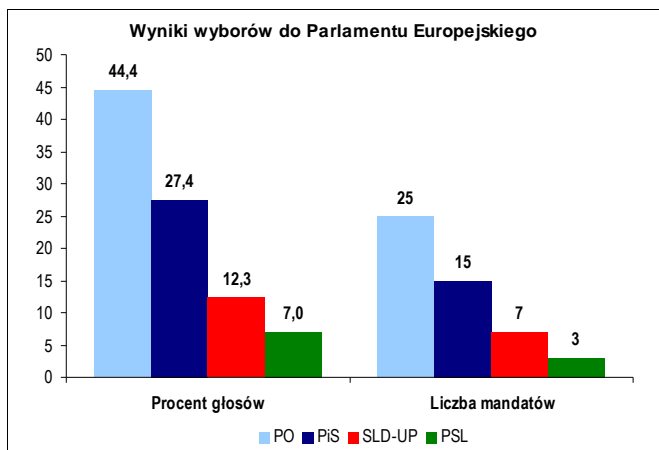
Większość czeka na projekcję, nieśmiało głosy o neutralnym nastawieniu

Większość wypowiedzi członków RPP zwracała w ostatnim czasie uwagę na istotność nowej średnioterminowej projekcji inflacji i wzrostu gospodarczego, która jest obecnie przygotowywana przez analityków Narodowego Banku Polskiego. Niektórzy członkowie znajdą w niej potwierdzenie konieczności dalszych obniżek (choć nawet Mirosław Pietrewicz stwierdził ostatnio, że zmienił pogląd co do ich skali – teraz widzi przestrzeń na 75 pb). Inni z kolei, być może będą chcieli dopatrywać się oznak ożywienia gospodarki w średnim okresie i zmiany perspektyw inflacji, aby uzasadnić zmianę nastawienia w polityce pieniężnej na neutralne. Nie było aż tak dziwne gdy wspominali o tym Dariusz Filar i Andrzej Wojtyła. Jednak ostatnio dołączył do tego grona Jan Czekaj, który nie wykluczył takiej decyzji na czerwcowym posiedzeniu. Z drugiej strony mówi on, że Rada ma jeszcze „pewien zapas amunicji” i kolejne obniżki będą zależeć od stanu gospodarki. Wydaje nam się, że nowa projekcja nie będzie uzasadniała rychłego przejścia na nastawienie neutralne, choć biorąc pod uwagę ostatnie wypowiedzi członków Rady nie można tego wykluczyć. W takim scenariuszu wciąż możliwe byłyby dalsze obniżki, choć pojawiłoby się znaczne ryzyko dla naszego scenariusza spadku stopy referencyjnej w tym cyklu do poziomu 3%.

Dalsza obniżka rezerwy obowiązkowej po obniżeniu WIBORu

Spadkowi stopy rezerwy obowiązkowej towarzyszyły komentarze przedstawicieli NBP odnośnie podwyższonych stawek WIBOR na 3 i 6 miesięcy. Wiceprezes NBP Witold Koziński wysunął hipotezę, w której najprawdopodobniej jest część prawdy, mówiącą że „zapewne jest grupa banków, która jest zainteresowana podnoszeniem WIBOR-ów”, gdyż służą one do wyceny kredytów. Dariusz Filar z RPP powiedział wprost, że Rada będzie chciała zobaczyć jaki będzie skutek większej płynności i „jeżeli banki zaczną kwotować WIBOR trzymiesięczny w taki sposób, który będzie pokazywał na lepszą efektywność transmisji (...), to nas przekona to, że możemy rozważyć kolejny ruch”.

Pod lupą: Rząd i polityka



Fragmety harmonogramu prac nad nowelizacją ustawy budżetowej na 2009 r.

Wydarzenie	Termin / Odpowiedzialny	Komentarz / Uwaga
Wstępne informacje z akcji składania zeznań PIT za 2008	do 22.06. / MF	Informacja pozwalająca na bardziej precyzyjne oszacowanie skali wpływu rozliczenia rocznego PIT na dochody budżetu w 2009
„Informacja o sytuacji makroekonomicznej i stanie budżetu państwa w 2009 r.”	do 22.06. / MF	W informacji na podstawie najbardziej aktualnych danych makroekonomicznych i budżetowych dokonana zostanie diagnoza stanu gospodarki i budżetu państwa wraz z projekcją do końca 2009 r. Dokument umożliwi opracowanie działań kierunkowych oraz warunki i ograniczenia niezbędne do przygotowania nowelizacji budżetu na 2009 r.
Rozpatrzenie „Informacji...” przez RM i przekazanie partnerom społecznym	do 23.06. / RM	Przesłanie informacji dla partnerów społecznych (Trójstronna Komisja), organów administracji, RPP i NBP
Prace nad nowelizacją ustawy budżetowej	23.06 - 06.07. / MF	
Przyjęcie przez Radę Ministrów projektu nowelizacji ustawy budżetowej na 2009 r. i przesłanie do Sejmu	do 07.07. / RM	

Lista krajów, wobec których trwa procedura nadmiernego deficytu (EDP)

Kraj	Data raportu Komisji Europejskiej	Decyzja Rady nt. procedury nadmiernego deficytu	Wyznaczony termin korekty deficytu
Polska	13.05.2009		
Rumunia	13.05.2009		
Litwa	13.05.2009		
Malta	13.05.2009		
Francja	18.02.2009	27.04.2009	2012
Łotwa	18.02.2009		
Irlandia	18.02.2009	27.04.2009	2013
Grecja	18.02.2009	27.04.2009	2010
Hiszpania	18.02.2009	27.04.2009	2012
Wlk. Brytania	11.06.2008	8.07.2008	2013/14
Węgry	12.05.2004	5.07.2004	2009

Eurowyборы – niewielkie zmiany wobec parlamentarnych

- Wybory do Parlamentu Europejskiego w Polsce wygrała Platforma Obywatelska, zdobywając 44,43% głosów (co daje 25 z 50 mandatów przysługujących Polsce) i potwierdzając dominację na krajowej scenie politycznej. Prawo i Sprawiedliwość zdobyło 27,40% głosów (15 mandatów), SLD-UP 12,34% (7 mandatów), PSL 7,01% (3 miejsca). Frekwencja wyniosła 24,53%.
- W większości państw europejskich partie prawicowe i centroprawicowe wygrały z ugrupowaniami socjal-demokratycznymi.
- Mimo dobrego wyniku PO w eurowyborach, spada poparcie społeczne dla rządu (w czerwcu wg CBOS rząd miał 38% zwolenników i 27% przeciwników) i jego polityki gospodarczej (34% ocen pozytywnych i 52% negatywnych).

Coraz bliżej nowelizacji budżetu

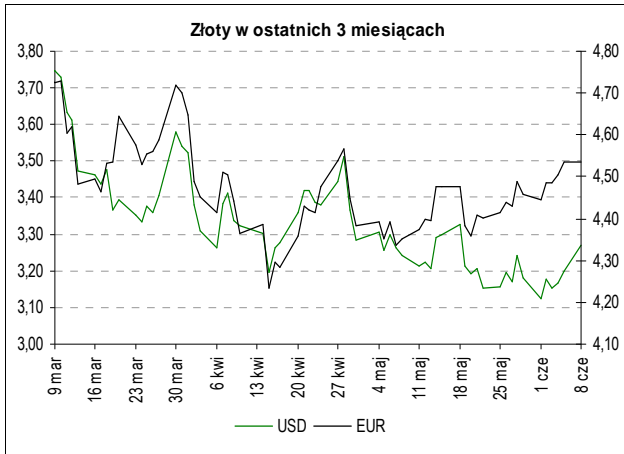
- Według danych Ministerstwa Finansów, deficyt budżetowy po czterech miesiącach roku wzrósł do 15,3 mld zł (84,3% całorocznego planu) wobec 11,3 mld po marcu. Wydatki państwa wyniosły 32,6% planu, a dochody 29,5% planu.
- W kwietniu nastąpiło wyraźne osłabienie dynamiki wpływów z podatków bezpośrednich, zarówno od firm (-29,6% r/r) jak i osób fizycznych (-11,7% r/r). Dynamika dochodów budżetu ogółem wyniosła w kwietniu -11,4% r/r, a po czterech miesiącach roku -1,4% r/r, wobec budżetowego planu 12,5%.
- Coraz wyraźniej widać, że tegorocznego budżetu nie da się wykonać zgodnie z planem. Resort finansów przedstawił harmonogram, zgodnie z którym prace nad nowelizacją budżetu mają być zakończone do 7 lipca.
- Wg premiera rząd chce za wszelką cenę uniknąć znacznego podwyższenia deficytu, a przedstawiciele Ministerstwa Finansów mówią, że trzeba będzie szukać rozwiązań po stronie wydatkowej i dochodowej.
- Szacujemy, że niedobór dochodów w budżecie centralnym wobec pierwotnego planu może wynieść ok. 40 mld zł, a w pozostałych elementach sektora finansów publicznych dodatkowo zabraknie kilkanaście miliardów złotych. Prawdopodobnie więc, mimo wstrzymania części wydatków, przesunąć poza budżet centralny i być może wzrostu części obciążeń podatkowych, deficyt centralny będzie musiał zostać zwiększony. Zakładamy umiarkowane podwyższenie deficytu do 25 mld zł.
- Prawdziwą skalę problemów fiskalnych pokaże deficyt sektora *general government*, który wg naszego szacunku wzrośnie w tym roku do ok. 5,5% PKB (ponad 70 mld zł), wobec 3,9% w 2008 roku.

Procedura nadmiernego deficytu zainicjowana

- Komisja Europejska opublikowała w maju raporty dotyczące Polski, Litwy, Malty i Rumunii, inicjujące procedurę nadmiernego deficytu, z powodu wzrostu deficytu fiskalnego w tych państwach powyżej 3% PKB w 2008 r.
- Komisja stwierdziła, że wzrostu deficytu w Polsce powyżej 3% PKB nie można tłumaczyć kryzysem gospodarczym, ponieważ w 2008 r. Polska rozwijała się w szybkim tempie, powyżej potencjału. O ekspansywności polityki fiskalnej świadczy wzrost deficytu strukturalnego z 3,2% w 2007 r. do 5,3% PKB w 2008 r.
- Chociaż oficjalne objęcie Polski procedurą wydaje się formalnością, to w sytuacji, gdy poziom kryterium fiskalnego ma być przekroczony przez większość krajów UE, trudno spodziewać się sankcji z tego tytułu ze strony KE.

Źródło: Ministerstwo Finansów, Komisja Europejska, obliczenia własne

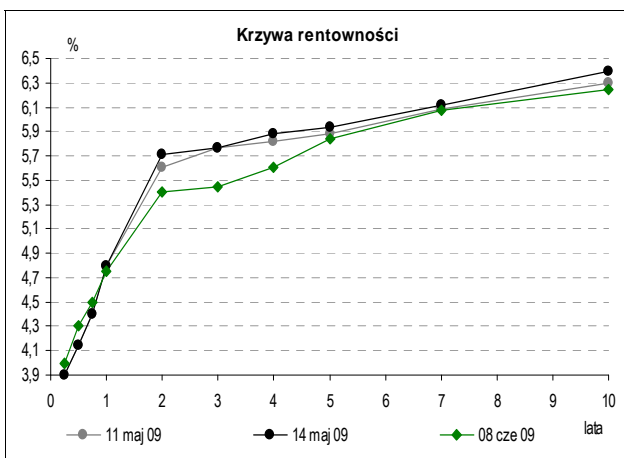
Monitor rynku



Złoty chwilowo słabszy

▪ Krajowa waluta osłabiła się kilka dni po publikacji poprzedniego raportu do wskazywanego przez nas poziomu wsparcia ok. 4,50. Później równie szybko doszło do odreagowania do istotnego poziomu oporu 4,33. Koniec maja i początek czerwca stał pod znakiem ponownej deprecjacji polskiej waluty, a negatywny wpływ na złotego miały obawy związane z nowelizacją budżetu i przede wszystkim obawy o dewaluację łotewskiego łata. Te czynniki spowodowały, że złoty wzrósł chwilowo do ok. 4,58.

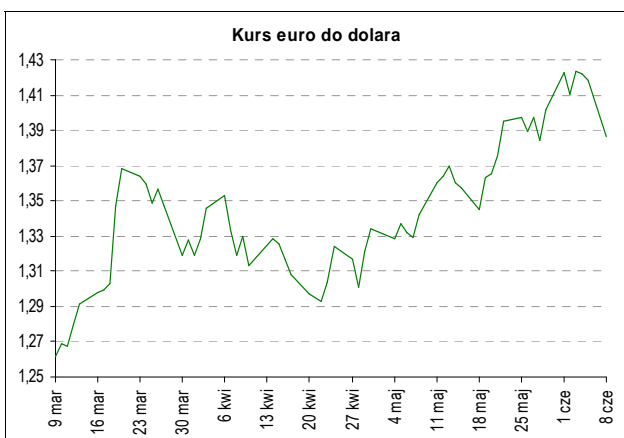
▪ Podtrzymujemy zdanie, że złoty powinien się umacniać w średnim terminie w kierunku 4,20. Jednak krótkoterminowo negatywne nastroje w regionie związane z niepokojem o łata oraz zaplanowane na początek lipca zmiany w budżecie mogą ciążyć na krajowej walucie. Nie widzimy jednak fundamentalnych powodów, dla których złoty miałby być powyżej 4,60 do euro i takie poziomy byłyby okazją do sprzedaży euro.



Rentowności obligacji w dół, FRA i IRS w górę

▪ Po stabilizacji i lekkim spadku stóp FRA pod koniec maja w czerwcu doszło do ich sporego odbicia, co mogło być związane ze zmniejszeniem oczekiwań, co do łącznej skali oczekiwanych obniżek stóp procentowych po mniej gołych niż wcześniej wypowiedziach członków RPP. W ostatnich tygodniach doszło też do sporego wzrostu krzywej IRS. Z kolei na rynku długu po stabilizacji rentowności w maju, na początku czerwca doszło do umocnienia długu, czemu towarzyszył udany przetarg obligacji krótkoterminowych i odwołany przetarg długoterminowych papierów.

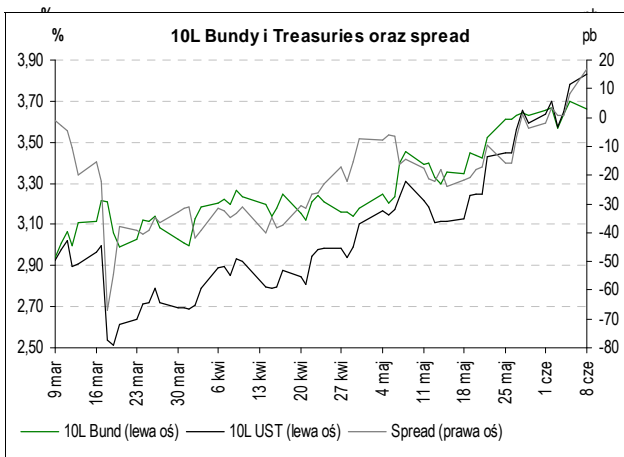
▪ Wraz ze zbliżającym się terminem nowelizacji budżetu rynek obligacji może znaleźć się pod presją w związku z obawą o wzrost podaży długu. W krótkim terminie negatywnie na rynek obligacji może wpływać też ewentualne osłabienie złotego oraz dane o inflacji za maj. Ceny długu powinny jednak wzrosnąć przed posiedzeniem RPP w związku z oczekiwaną redukcją stóp.



Dolar zyskuje z najbliższych poziomów od 6 miesięcy

▪ Trend osłabienia dolara wobec euro był kontynuowany. Pozytywnie na euro wpływał wzrost apetytu na ryzyko oraz lepszych od prognoz danych makro. Czynnikiem niesprzyjającym dolarowi były obawy o rating USA po obniżce perspektywy ratingu dla Wlk. Brytanii. Testy atomowe w Korei Płn. jedynie chwilowo powstrzymały osłabienie dolara. Do jego silnego odreagowania w ostatnich dniach doszło w związku z lepszymi od oczekiwań danymi z rynku pracy w USA i z obniżką ratingu dla Irlandii przez S&P.

▪ Oczekujemy kursu EURUSD w okolicach 1,40 pod koniec II kw. i powolnego odreagowania dolara w kolejnych miesiącach. Gospodarka USA prawdopodobnie doświadczy ożywienia przed innym krajami rozwiniętymi, co wraz ze zmniejszającym się deficytem handlowym będzie wspierało dolara. Podobnie działałoby pojawienie się spekulacji na podwyżki stóp w USA.

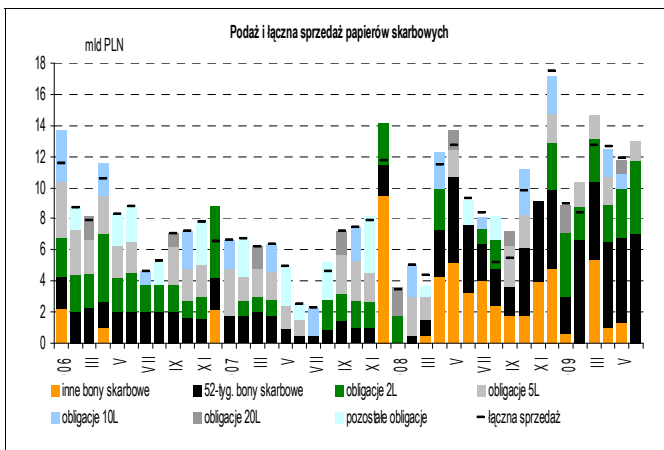
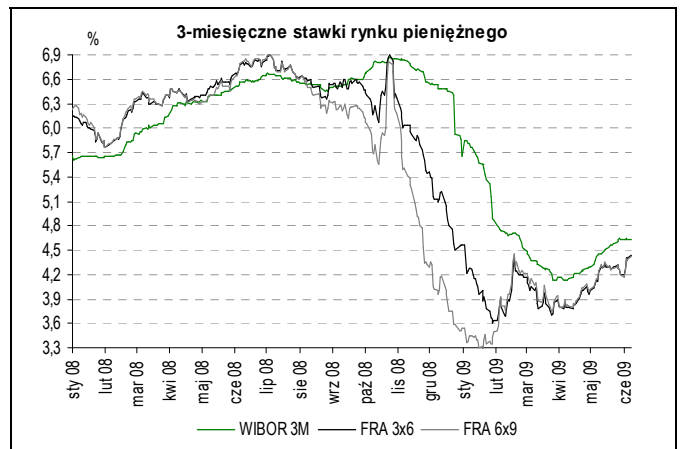
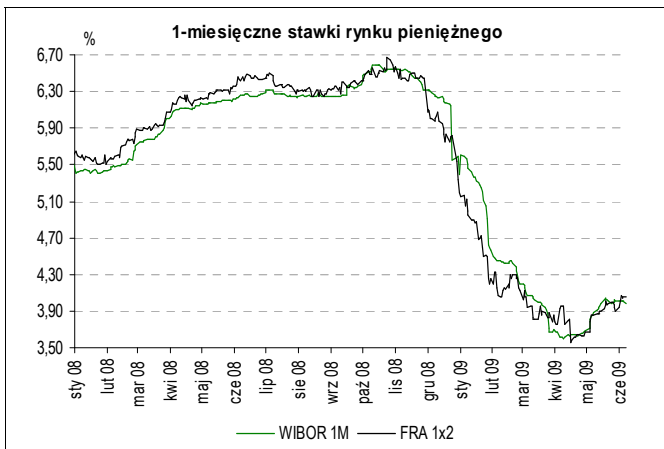
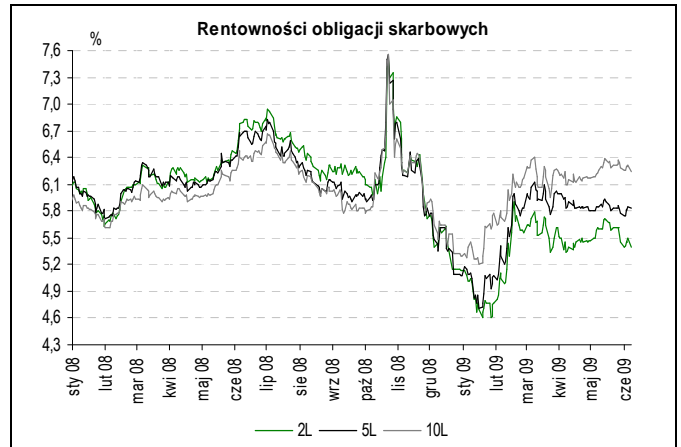
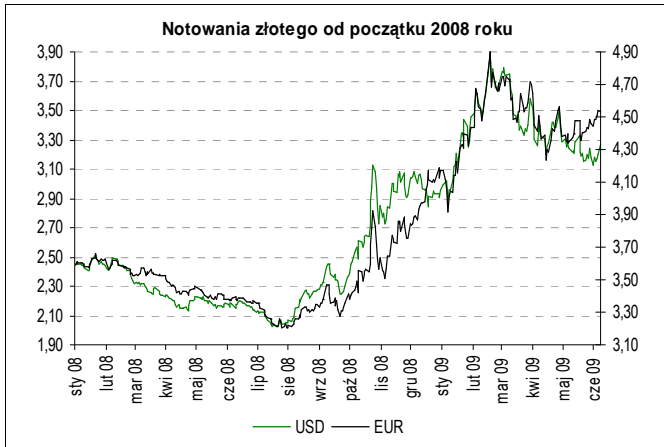


Znaczący wzrost długoterminowych stóp na bazowych rynkach

▪ W ostatnich tygodniach doszło do ponownego silnego wzrostu długoterminowych stóp procentowych na bazowych rynkach długu. Obok zmniejszenia apetytu na bezpieczne aktywa czynnikami osłabiającymi długoterminowy dług były wciąż utrzymujące się obawy o podaż długu oraz rosnące oczekiwania na szybsze wyjście z recesji. Dodatkowo amerykański rynek długu był pod negatywnym wpływem spekulacji i obaw o możliwe pogorszenie perspektyw lub samego ratingu USA. W ciągu ostatniego miesiąca rentowności 10-letnich Treasuries wzrosły aż o 61 pb (do 3,82%) a 10-letnich Bundów wzrosły o 27 pb do 3,66%.

▪ Stopy w USA pozostaną na niskich poziomach w ciągu najbliższych kwartałów a działania Fed skupiają się na operacjach zasilających rynek w pieniądzu. Jeśli strefa euro pozostanie w głębokiej recesji nie wykluczona jest kolejna redukcja stóp, choć ostatni komunikat EBC rozczarował rynek w tym zakresie.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	(OFERTA)*/SPRZEDAŻ		
	52-tyg.	28-tyg.	26-tyg.
4.05.2009	<2700/1328	-	<2700/1294
11.05.2009	600-800/758	-	-
18.05.2009	600-800/633	-	-
25.05.2009	2000-2500/2515	-	-
1.06.2009	1500-2000/2125	-	-
8.06.2009	1200-1600/1600	-	-
15.06.2009	1100-1400	-	-
22.06.2009	800-1000	-	-
29.06.2009	800-1000	-	-
6.07.2009	-	-	-
13.07.2009	-	-	-
20.07.2009	-	-	-
27.07.2009	-	-	-

* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

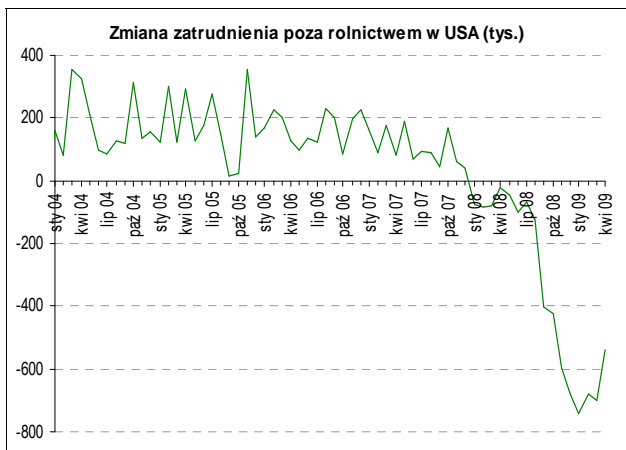
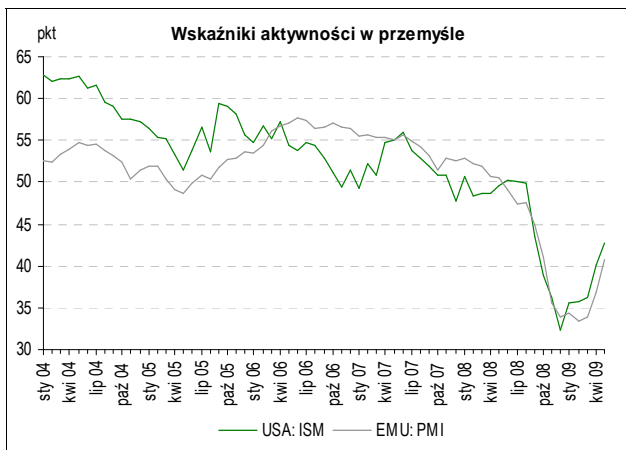
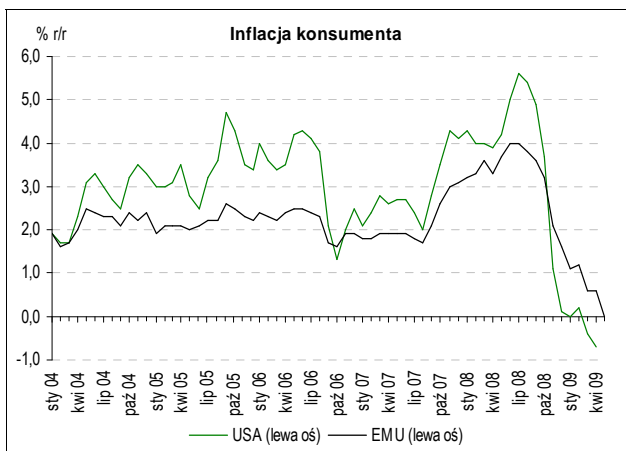
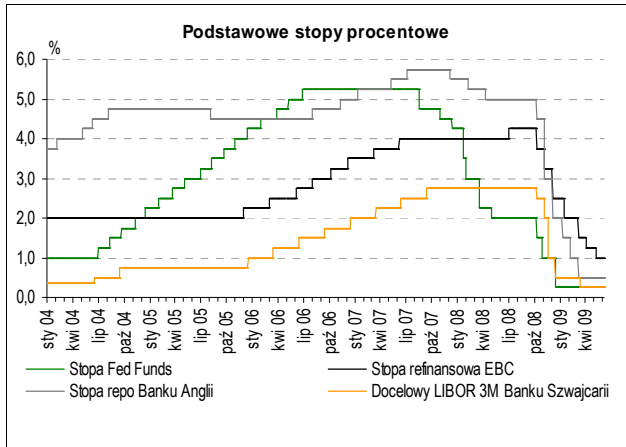
Przetargi obligacji skarbowych w 2008/2009 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg				Przetarg zamiany		
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	sprzedaż
styczeń	7.01*	OK0711	4200	4296	14.01	WS0429	1500	1500	21.01	PS0414/DS1019	2800/1300
lut	4.02	OK0711/PS0414	2200/1600	722/1186	-	-	-	-	18.02	-	-
marzec	4.03	OK0711/PS0414	2760/1500	2550/640	-	-	-	-	11.03	OK0711/PS0414	2759/1809
kwiecień	1.04	OK0711/PS0414	2400/1800	2544/1814	8.04	DS1019	1000-1800	2120	15.04	PS0414/DS1019/WS0922	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/PS0414	4000-6000	4359/1122	10.06	DS i/lub WS	0-2000	-	-	-	-
lipiec	1.07	OK0711	4200	4296	8.07	DS1019/WS0429	0-2000	odwołany	-	-	-
sierpień	5.08	OK/PS	-	-	12.08	DS/WS	-	-	-	-	-
wrzesień	2.09	OK/PS	-	-	9.09	DS/WS	-	-	-	-	-
październik	7.10	OK/PS	-	-	14.10	DS/WS	-	-	-	-	-
listopad	4.11	OK/PS	-	-	18.11	DS/WS	-	-	-	-	-
grudzień	2.12	OK/PS	-	-	-	-	-	-	-	-	-

* razem z przetargiem uzupełniającym

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Przegląd międzynarodowy

**Obniżka prognoz PKB przez EBC, szczegóły zakupu obligacji**

▪ W minutes z posiedzenia Fed w kwietniu napisano, że recesja w USA w 2009 r. będzie głębsza, niż wcześniej prognozowano (obecnie Fed prognozuje spadek o 1,3-2%, a wcześniej o 0,5-1,3%), a tempo ożywienia w 2010 będzie wolniejsze (obecna prognoza Fed to wzrost PKB o 2-3%, a wcześniej 2,5-3,3%). Jednocześnie Fed podkreślił, że być może będzie musiał zwiększyć swoje zakupy aktywów w celu zapewnienia większego ożywienia. Członkowie Fed stwierdzili jednak, iż poczekają i zobaczą jak gospodarka i rynek finansowy zareagują na działania Fed zanim podejmą jakiegokolwiek nowe decyzje.

▪ W czerwcu EBC zgodnie z oczekiwaniami pozostawił stopy procentowe bez zmian (główna stopa na poziomie 1%). Mimo dostrzeganych przez prezesa EBC oznak końca recesji, bank obniżył swoje prognozy dynamiki PKB dla strefy euro – obecnie przewiduje spadek PKB w tym roku o 4,1-5,1%, wobec poprzednich prognoz spadku o 2,2-3,2%. W 2010 r. zmiana PKB ma wynieść od -1% do +0,4%. Trichet powiedział również, że bank rozpocznie skup zabezpieczonych obligacji o wartości 60 mld € na rynku pierwotnym oraz wtórnym od lipca. Zasugerował też, że prawdopodobnie bank skupi się na papierach o zapadalności od 3 do 10 lat.

▪ Inflacja w strefie euro wyniosła w kwietniu 0,6% r/r a wg wstępnych szacunków Eurostatu w maju spadła do 0% r/r wobec oczekiwanych 0,2%. Ceny produkcji sprzedanej przemysłu (PPI) w strefie euro spadły w kwietniu o 4,6% r/r, najmocniej w historii, wobec oczekiwanego spadku o 4,5%.

▪ Ceny konsumpcyjne w USA w kwietniu pozostały zgodnie z oczekiwaniami bez zmian w ujęciu miesięcznym (-0,7% r/r), a bazowy indeks CPI wzrósł o 0,3% m/m (1,9% r/r) wobec prognozowanych 0,1% m/m. PPI wzrósł w kwietniu o 0,3% m/m (-3,7% r/r).

Kolejne dane coraz mniej pesymistyczne

▪ W Chinach zanotowano lekki spadek indeksu PMI do 53,1 pkt, ale indeks utrzymał się powyżej 50 pkt trzeci miesiąc z rzędu. Odnotowano także pierwszy od wielu miesięcy wzrost indeksu zamówień eksportowych.

▪ Indeks PMI dla przemysłu strefy euro, który odnotował znaczny wzrost do 40,7 z 36,8 wobec wstępnych szacunków oraz rynkowych oczekiwań na poziomie 40,5. Wskaźnik PMI w sektorze usług strefy euro wzrósł w maju do 44,8 pkt z 43,8 w kwietniu.

▪ PKB strefy euro spadł w I kwartale 2009, po uwzględnieniu czynników sezonowych, o 2,5% kw/kw (-4,8 r/r), głównie za sprawą silnego spadku inwestycji (-0,9 pkt proc.) oraz zapasów (-1 pkt proc.). Dużo większy od oczekiwań spadek PKB zanotowała też gospodarka niemiecka (-6,9% r/r). Nasze obecne szacunki wskazują na spadek PKB w strefie euro w tym roku o 5% r/r.

▪ Indeks ISM dla USA wzrósł do 42,8 z 40,1 wobec oczekiwanych 42. ISM dla usług wzrósł do 44 pkt z 43,7 pkt nieco poniżej prognozowanych 45 pkt. Z kolei indeks nastrojów konsumentów Michigan wzrósł w maju do 68,7 pkt (najwyższy poziom od 8 miesięcy) z 65,1 pkt w kwietniu wobec oczekiwanych 67,9 pkt.

▪ Dynamika PKB za I kw. w USA została zrewidowana do -5,7% z -6,3% oczekiwano -5,5%. Rewizja w górę wynikała z mniejszego spadku zapasów oraz mniejszego deficytu w eksporcie netto. Z drugiej strony mniejsza niż oczekiwano poprawa wynikała z rewizji w dół konsumpcji prywatnej. Szacujemy, że PKB spadnie w tym roku o 3,6% r/r.

▪ Liczba miejsc pracy w sektorach pozarolniczych w USA spadła w maju o 345 tys., najmniej od ośmiu miesięcy, wobec przewidywanego spadku o 520 tys. Dodatkowo dane za kwiecień skorygowano w górę z -539 do -504 tys. Stopa bezrobocia była jednak nieco wyższa niż oczekiwano i wzrosła do 9,4% z 8,9% w kwietniu, wobec prognoz na poziomie 9,2%.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
8 czerwca PL: Przetarg bonów skarbowych	9 US: Zapasy hurtowe (IV)	10 US: Bilans handlowy (IV)	11 PL: Boże ciało US: Sprzedaż detaliczna (V)	12 PL: Podaż pieniądza (V) EZ: Produkcja przemysłowa (IV) US: Ceny importowe (V) US: Wstępny Michigan (VI)
15 PL: Przetarg bonów skarbowych PL: CPI (V) US: Indeks Empire State (VI) US: Raport o przepływach kapitału (IV) JP: Spotkanie Banku Japonii – decyzja	16 DE: Indeks ZEW (VI) EZ: Finalny HICP (V) US: Liczba nowych budynków (V) US: Liczba pozwoleń na budowę (V) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (V) US: Produkcja przemysłu (V) US: PPI (IV)	17 PL: Przetarg zamiany PL: Bilans płatniczy (IV) EZ: Bilans handlowy (IV) US: CPI (III)	18 PL: Place i zatrudnienie (V) PL: Minutes RPP (V) CH: Decyzja SNB (II kw.) US: Indeks Philadelphia Fed (VI) US: Wskaźniki wyprzedzające (V)	19 PL: Produkcja przemysłowa (V) PL: PPI (V)
22 PL: Przetarg bonów skarbowych PL: Inflacja bazowa (V) PL: Wskaźniki koniunktury (VI) DE: Indeks Ifo (VI) DE: Indeks GfK (VII)	23 PL: Spotkanie RPP US: Sprzedaż domów (V) US: Ceny domów (IV) EZ: Wstępny PMI - sektor przetwórczy (VI) EZ: Wstępny PMI - sektor usług (VI)	24 PL: Spotkanie RPP – decyzja US: Zamówienia na dobra trwałe (V) US: Sprzedaż nowych domów (V) US: Decyzja Fed	25 PL: Sprzedaż detaliczna (V) PL: Bezrobocie (V) US: Bazowy PCE (I kw.) US: Finalny PKB (I kw.) US: Deflator PKB (I kw.)	26 US: Bazowy PCE (V) US: Finalny Michigan (VI)
29 PL: Przetarg bonów skarbowych EZ: Indeks nastrojów gospodarczych (VI) EZ: Podaż pieniądza M3 (V) EZ: Wstępny HICP (VI)	30 PL: Bilans płatniczy (I kw.) US: Case/Shiller (IV) US: Chicago PMI (VI) US: Zaufanie konsumentów (VI)	1 lipca PL: Przetarg obligacji PL: PMI (VI) EZ: PMI - sektor przetwórczy (VI) US: Raport ADP (VI) US: Niezakończone transakcje sprzedaży domów (V) US: ISM - sektor przetwórczy (VI)	2 EZ: PPI (V) EZ: Spotkanie EBC – decyzja US: Zatrudnienie poza rolnictwem (VI) US: Stopa bezrobocia (VI) US: Zamówienia w przemyśle (VI)	3 US: Dzień wolny EZ: PMI - sektor usług (VI) EZ: Sprzedaż detaliczna (V)
6 PL: Przetarg bonów skarbowych US: ISM - sektor usług (VI)	7	8 PL: Przetarg obligacji EZ: Zrewidowany PKB (I kw.)	9 US: Zapasy hurtowe (V)	10 US: Ceny importowe (VI)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2009 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie RPP	27	24-25	24-25	28-29	26-27	23-24	28-29	25-26	29-30	27-28	24-25	22-23
Minutes RPP	22	19	19	23	21	18	23	20	24	22	19	17
PKB*	-	-	2	-	29	-	-	28	-	-	30	-
Inflacja	14	13 ^a	13 ^b	15	14	15	14	13	15	14	13	15
Inflacja bazowa	21	-	20	22	21	22	22	20				
Ceny producenta	20	19	18	20	20	19	17	19	17	19	19	17
Produkcja przemysłowa	20	19	18	20	20	19	17	19	17	19	19	17
Sprzedaż detaliczna	29	24	24	27	26	25	-	-	-	-	-	-
Place brutto, zatrudnienie	19	17	17	17	19	18	16	18	16	16	18	16
Bezrobocie	29	24	24	27	26	25	-	-	-	-	-	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31	-	-	30	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	15 ^c	12	13	14	15	17	14	11	-	-	-	-
Podaż pieniądza	14	13	13	14	14	12	14	13	-	-	-	-
Bilans NBP	7	6	6	7	7	5	7	7	-	-	-	-
Wskaźniki koniunktury	22	20	20	22	22	22	22	21	22	22	20	22

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

Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		maj 08	cze 08	lip 08	sie 08	wrz 08	paź 08	lis 08	gru 08	sty 09	lut 09	mar 09	kwi 09	maj 09	cze 09
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,4	6,5	4,8	-4,4	5,5	-2,0	-10,6	-5,6	-15,3	-14,6	-1,9	-12,4	-8,3	-8,8
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	15,2	14,3	14,7	8,3	12,4	9,2	3,0	6,9	1,3	-1,6	-0,8	1,0	1,4	-1,8
Stopa bezrobocia	%	9,8	9,4	9,2	9,1	8,9	8,8	9,1	9,5	10,5	10,9	11,2	11,0	10,8	10,8
Place brutto ^{b c}	% r/r	10,8	12,3	11,8	9,9	11,2	10,1	7,6	5,6	8,1	5,1	5,7	4,8	4,8	3,0
Zatrudnienie ^b	% r/r	5,3	4,7	4,6	4,1	4,0	3,5	3,0	2,2	0,7	-0,2	-0,9	-1,4	-1,6	-1,8
Eksport (w euro) ^d	% r/r	13,5	20,2	24,3	10,8	23,0	3,0	-9,8	-15,1	-25,8	-26,6	-16,3	-28,6	-27,3	-27,6
Import (w euro) ^d	% r/r	16,4	23,2	23,5	20,1	23,7	6,7	-6,9	-12,2	-27,4	-33,0	-26,2	-34,4	-32,9	-33,6
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-1413	-1678	-1606	-1420	-1334	-1473	-1526	-1710	-454	29	-77	-159	-389	-485
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-1781	-2173	-972	-1278	-2088	-1733	-1689	-1703	-1069	915	75	141	-319	-235
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-5,2	-5,2	-5,0	-5,1	-5,3	-5,4	-5,6	-5,5	-5,5	-4,8	-4,3	-3,9	-3,5	-3,0
Saldo budżetu (narastająco)	mlrd PLN	-1,9	-3,5	-2,7	-0,3	-4,2	-11,6	-14,8	-24,6	2,9	-5,3	-10,6	-15,3	-16,4	-16,9
Saldo budżetu (narastająco)	% planu ^e	7,5	14,1	10,9	1,3	17,0	47,1	60,3	100,0	-16,0	29,0	58,3	84,3	90,3	92,9
Inflacja (CPI)	% r/r	4,4	4,6	4,8	4,8	4,5	4,2	3,7	3,3	2,8	3,3	3,6	4,0	3,8	3,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,4	2,2	1,7	1,4	2,0	2,4	2,2	2,7	3,6	5,7	5,5	5,1	4,5	4,2
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	15,1	16,3	16,8	16,8	17,3	17,3	18,1	18,6	17,6	17,8	17,5	14,4	13,3	12,7
Depozyty	% r/r	17,4	18,5	19,4	18,9	20,0	18,7	19,4	20,6	19,5	19,2	19,4	16,1	14,7	13,8
Kredyty	% r/r	27,6	27,7	25,3	26,7	28,0	32,8	31,7	36,0	35,8	37,2	34,5	30,3	28,8	25,4
USD/PLN	PLN	2,19	2,17	2,07	2,19	2,34	2,69	2,93	2,98	3,18	3,63	3,55	3,36	3,23	3,19
EUR/PLN	PLN	3,40	3,37	3,26	3,29	3,37	3,57	3,73	4,01	4,22	4,65	4,62	4,43	4,41	4,40
Stopa referencyjna ^a	%	5,75	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	5,75	5,00	4,25	4,00	3,75	3,75	3,75	3,50
Stopa lombardowa ^a	%	7,25	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,25	6,50	5,75	5,50	5,25	5,25	5,25	5,00
WIBOR 3M	%	6,41	6,58	6,62	6,52	6,56	6,80	6,74	6,40	5,51	4,69	4,30	4,20	4,52	4,31
Rentowność bonów 52-tyg.	%	6,10	6,63	6,70	6,60	6,46	6,45	6,52	6,10	4,85	4,62	4,78	4,80	4,91	4,70
Rentowność obligacji 2L	%	6,27	6,73	6,66	6,32	6,25	6,46	6,26	5,43	4,81	5,37	5,60	5,44	5,60	5,40
Rentowność obligacji 5L	%	6,25	6,62	6,53	6,15	6,01	6,48	6,21	5,42	4,96	5,57	5,97	5,88	5,85	5,80
Rentowność obligacji 10L	%	6,10	6,41	6,43	6,10	5,89	6,39	6,25	5,57	5,43	5,94	6,21	6,17	6,30	6,20

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

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

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2006	2007	2008	2009	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09
PKB	mld PLN	1 060,0	1 175,3	1 271,7	1 331,3	298,0	310,5	314,2	349,0	314,5	327,7	326,4	362,7
PKB	% r/r	6,2	6,7	4,9	0,5	6,1	5,9	5,0	2,9	0,8	0,1	-0,1	1,0
Popyt krajowy	% r/r	7,3	8,6	5,5	-1,4	7,3	6,4	4,9	3,7	-1,0	-1,6	-1,7	-1,3
Spożycie indywidualne	% r/r	5,0	5,0	5,4	2,0	5,6	5,6	5,1	5,3	3,3	2,0	1,6	1,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	14,9	17,6	8,1	-5,5	15,7	14,6	3,5	4,6	1,2	-5,0	-5,0	-9,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	12,5	9,7	3,5	-7,0	8,2	7,0	2,2	-6,3	-10,0	-9,9	-6,1	-1,9
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	11,9	14,0	9,6	-1,9	16,1	11,8	8,4	4,8	-1,4	-1,2	-2,5	-2,7
Stopa bezrobocia ^a	%	14,8	11,2	9,5	13,5	10,9	9,4	8,9	9,5	11,2	10,8	11,9	13,5
Place realne brutto ^c	% r/r	4,2	6,7	5,9	1,1	7,5	7,9	5,6	3,6	3,2	0,4	0,6	0,4
Zatrudnienie ^c	% r/r	3,2	4,6	4,8	-1,9	5,9	4,9	4,5	3,9	0,1	-1,6	-2,6	-3,3
Eksport (w euro) ^b	% r/r	20,4	13,4	12,7	-23,8	21,2	19,8	19,5	-7,5	-22,9	-26,1	-29,0	-16,0
Import (w euro) ^b	% r/r	24,0	19,5	14,9	-29,2	22,5	21,7	22,6	-4,4	-28,9	-32,1	-33,0	-22,0
Bilans handlowy ^b	mln EUR	-5 539	-12 369	-16 538	-5 278	-3 241	-4 218	-4 356	-4 723	-502	-1 032	-1 651	-2 094
Rachunek bieżący ^b	mln EUR	-7 445	-14 586	-19 613	-4 155	-4 727	-5 401	-4 361	-5 124	-79	-412	-1 271	-2 394
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-2,7	-4,7	-5,4	-1,3	-5,0	-5,2	-5,3	-5,4	-4,3	-3,0	-2,2	-1,3
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-3,8	-2,0	-3,9	-5,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	1,0	2,5	4,2	3,2	4,1	4,3	4,7	3,8	3,3	3,8	3,0	2,7
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	1,4	4,0	3,3	3,0	4,1	4,6	4,5	3,3	3,6	3,5	2,8	3,0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,4	2,0	2,2	3,9	2,6	2,2	1,7	2,4	4,9	4,6	3,3	2,7
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	16,0	13,4	18,6	5,2	13,6	16,3	17,3	18,6	17,5	12,7	8,7	5,2
Zobowiązania ^a	% r/r	15,2	14,5	20,6	5,1	15,3	18,5	20,0	20,6	19,4	13,8	9,1	5,1
Należności ^a	% r/r	23,4	29,9	36,0	3,9	29,7	27,7	28,0	36,0	34,5	25,4	15,5	3,9
USD/PLN	PLN	3,10	2,77	2,41	3,21	2,39	2,18	2,20	2,87	3,45	3,26	3,11	3,04
EUR/PLN	PLN	3,90	3,78	3,52	4,33	3,58	3,41	3,31	3,77	4,50	4,41	4,30	4,10
Stopa referencyjna ^a	%	4,00	5,00	5,00	3,00	5,75	6,00	6,00	5,00	3,75	3,50	3,00	3,00
Stopa lombardowa ^a	%	5,50	6,50	6,50	4,50	7,25	7,50	7,50	6,50	5,25	5,00	4,50	4,50
WIBOR 3M	%	4,21	4,73	6,36	4,12	5,80	6,43	6,57	6,65	4,83	4,34	3,79	3,52
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,18	4,69	6,26	4,51	5,84	6,28	6,59	6,36	4,75	4,80	4,50	4,00
Rentowność obligacji 2L	%	4,57	5,23	6,22	5,16	5,99	6,40	6,41	6,05	5,26	5,48	5,10	4,80
Rentowność obligacji 5L	%	5,03	5,52	6,15	5,55	6,02	6,33	6,23	6,04	5,50	5,84	5,55	5,30
Rentowność obligacji 10L	%	5,22	5,56	6,06	5,95	5,87	6,16	6,14	6,07	5,86	6,22	5,90	5,80

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 08.06.2009 r. zostało przygotowane przez:

ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY

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

Email: ekonomia@bzwbk.pl

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

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

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

Piotr Bielski 022 586 83 33

Piotr Bujak 022 586 83 41

Cezary Chrapek 022 586 83 42

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Gdańsk

Długie Ogrody 10

80-765 Gdańsk

tel. 058 326 26 40

fax 058 326 26 42

Kraków

Rynek Główny 30/8

31-010 Kraków

tel. 012 424 95 01

fax 012 424 21 41

Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5

61-894 Poznań

tel. 061 856 58 14

fax 061 856 55 65

Warszawa

ul. Marszałkowska 142

00-061 Warszawa

tel. 022 586 83 20

fax 022 586 83 40

Wrocław

ul. Rynek 9/11

50-950 Wrocław

tel. 071 370 25 87

fax 071 370 26 22

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