

W tym miesiącu:

Temat miesiąca	2
<i>Złoty w czasach kryzysu</i>	
Gospodarka Polski	7
Rynek nieruchomości	9
Pod lupą: Bank centralny	10
Pod lupą: Rząd i polityka	12
Monitor rynku	13
Przegląd międzynarodowy	15
Kalendarz makroekonomiczny	16
Dane i prognozy ekonomiczne	17

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

Złoty na rozdrożu

▪ **Nowe dane makroekonomiczne z zagranicy i z kraju ostudziły nieco optymizm dotyczący tempa i trwałości ożywienia gospodarczego.** Zdecydowana większość krajowych danych rozczarowała. Niższe od oczekiwań rynku okazały się sierpniowe dane o produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej i płacach oraz wrześniowy indeks PMI dla przemysłu. Negatywne zmiany pokazały wrześniowe wskaźniki nastrojów konsumentów. Sugeruje to, że widoczna w poprzednich miesiącach poprawa sytuacji gospodarczej uległa zahamowaniu i mamy do czynienia ze stabilizacją koniunktury. To zwiększa niepewność co do dalszego rozwoju sytuacji. Nadal jednak bazowym scenariuszem na przyszłość jest stopniowe i powolne ożywienie, a nie ponowne wyraźne pogorszenie koniunktury.

▪ **Inflacja CPI wzrosła w sierpniu do 3,7% r/r, bardziej niż oczekiwano, a na koniec roku może być nawet nieco wyższa.** Nadal powszechnie oczekiwany jest jednak spadek inflacji w przyszłym roku, choć jego tempo i skala obarczona jest niepewnością związaną głównie z terminem i rozmiarami zmian cen administrowanych.

▪ **Perspektywy polityki pieniężnej nie uległy w ciągu ostatniego miesiąca istotnym zmianom.** Utrzymywanie się bieżącej inflacji powyżej górnej granicy odchyień od celu oraz perspektywa ożywienia gospodarczego już parę miesięcy temu odebrały większości członkom RPP chęć do dalszego obniżania stóp procentowych. Co więcej, w komunikacie po październikowym posiedzeniu Rady wyraźnie zasygnalizowano, że w najbliższym czasie należy spodziewać się zmiany nieformalnego nastawienia w polityce pieniężnej z neutralnego na łagodne. Naszym zdaniem dojdzie do tego w październiku, jeśli kolene dane makro oraz nowa projekcja NBP dla inflacji i PKB potwierdzą, że gospodarka pozostaje na ścieżce stopniowego ożywienia, a inflacja po przejściowym spadku w trakcie 2010 r. być może nawet poniżej 2% powróci później do celu. Decyzje o pierwszych podwyżkach stóp będą należeć do nowej RPP, ale o jej możliwym składzie nadal nie wiemy nic ponad anonimowo zgłaszane kandydatury, co utrudnia ocenę perspektyw polityki pieniężnej. Zakładamy, że w przyszłym roku nowa Rada podwyższy stopy procentowe dwukrotnie po 25 pb.

▪ **Ostatni miesiąc nie był udany dla złotego i w krótkim terminie krajowa waluta może nadal radzić sobie nienajlepiej.** Nie można wykluczyć, że ze względu na czynniki regionalne (zamieszanie na Łotwie, nasilone oczekiwania na obniżki stop w Czechach i na Węgrzech) w najbliższym czasie EURPLN osiągnie poziom 4,30, a nawet go nieznacznie pokona, ale potencjał tej korekty złotego, o którym pisaliśmy od pewnego czasu, wydaje się wyczerpywać. Jeśli rozpoczęty właśnie sezon publikacji wyników spółek w USA za III kw. nie przyniesie poważnych rozczarowań, a nowe dane makro potwierdzą, że globalna gospodarka jest na ścieżce ożywienia, to złoty powinien ruszyć w kierunku 4,00 do euro, ale pokonanie tego poziomu to wg nas perspektywa dłuższa niż miesiąc. Zachowanie złotego w średnim terminie będzie tak jak do tej pory zależęć głównie od czynników globalnych, co pokazujemy w *Temacie miesiąca*.

Na rynku finansowym 30 września 2009 r.:					
Stopa depozytowa NBP	2,00	WIBOR 3M	4,18	USDPLN	2,8852
Stopa referencyjna NBP	3,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	5,10	EURPLN	4,2226
Stopa lombardowa NBP	5,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,70	EURUSD	1,4635

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 08.10.2009 r.

Temat miesiąca

Złoty w czasach kryzysu

Globalni gracze wykorzystują rozmaite strategie inwestycyjne do spekulacji na rynkach finansowych. Do najpopularniejszych strategii na rynkach walutowych należą strategie fundamentalnej wyceny, strategie „momentum” (bazujące grze z trendem, wyszukiwaniu zmian trendów i wykorzystujące wskaźniki analizy technicznej) oraz strategie „carry trade”. Te ostatnie polegają na utrzymywaniu długiej pozycji w walucie wysoko oprocentowanej, która jest finansowana przez krótką pozycję w walucie niskoprocentowanej. Dodatnia stopa zwrotu z tych pozycji jest sprzeczna z teorią parytetu stóp procentowych i jest szeroko opisywana w literaturze.

W przypadku transakcji carry trade rośnie rola różnic w krótkoterminowych stopach overnight między krajami, które determinują zmiany w bilansach zagranicznych inwestorów.¹ Wykorzystanie tej strategii powoduje, że znaczenie krótkoterminowych stóp procentowych w kształtowaniu polityki pieniężnej jest większe niż powszechnie się uznaje.² W ostatnich latach proces carry trade inwestorów międzynarodowych „wspomagany” był także przez polskich kredytobiorców zadłużających się w walutach obcych, przede wszystkim we franku szwajcarskim, a także przez osoby prywatne z Japonii, które zadłużały się w rodzimej walucie i inwestowały w fundusze krajów wschodzących poszukując wysokich stóp zwrotu.³

Działalność graczy spekulacyjnych zwiększa płynność na rynkach walutowych, ale może się także przyczynić do zwiększenia zmienności kursów walut powodując większe odchylenia kursów rynkowych od ich kursów równowagi. Spekulacja na rynkach finansowych przez międzynarodowych graczy na rynkach finansowych może utrudnić prowadzenie polityki pieniężnej przez banki centralne.

Złoty pod wpływem globalnych czynników

W związku ze znacznym wzrostem awersji do ryzyka na globalnych rynkach pod koniec ub.r. inwestorzy międzynarodowi ograniczali pozycje w ryzykownych aktywach i zamykali pozycje carry trade wraz ze spadającymi stopami procentowymi (szczegóły - str. 5). Proces delewarowania na światowych rynkach, czyli

zmniejszania rozmiarów bilansów – aktywów i pasywów, doprowadził do znaczącego osłabienia złotego, który mimo relatywnie lepszych „fundamentów” przez długi okres był liderem spadków w regionie.

Jedną z przyczyn była jego wcześniejsza silna aprecjacja (m.in. także w I poł. 2008 – szczegóły - Tabela 1 na str. 6), na co złożył się szereg czynników. W I poł. 2008 r. dynamika PKB wciąż utrzymywała się na wysokim poziomie, a stopy procentowe nadal rosły. Aprecjacja krajowej waluty w I poł. 2008 r. była też wynikiem poszukiwania przez międzynarodowych inwestorów alternatywnych inwestycji, które nie byłyby skorelowane z większością innych aktywów oraz dawały możliwość osiągnięcia dodatniej stopy zwrotu wobec spadków na światowych rynkach akcji (szczegóły - Tabela 2 na str. 6). Złoty oraz waluty naszego regionu były wybrane obok rynków surowców (m.in. ropa), gdyż w panującej wówczas na rynku opinii wpływ kryzysu na kraje regionu mógł być relatywnie mniejszy. Ponadto, do aprecjacji złotego przyczyniały się także wypłaty kolejnych transz kredytów walutowych denominowanych we frankach szwajcarskich.

Wraz z nasileniem kryzysu i wybuchem zmienności inwestorzy zaczęli postrzegać wszelkie dane i wskaźniki, które wcześniej nie budziły większych obaw, w negatywnym świetle. Wybuch zmienności spowodował wzrost współczynników korelacji wszystkich grup aktywów (szczegóły - Tabela 2 na stronie 6). Doszło do ograniczenia pozycji carry trade. Rozpoczął się trend deprecjacyjny walut postrzeganych jako ryzykowne i zapewne wzrosło wykorzystanie strategii „momentum”, co wzmocniło spadkowy trend walut i pozwoliło zarobić globalnym graczom.

Uwarunkowania regionalne i krajowe

Do osłabienia złotego przyczyniły się obawy o finansowanie zobowiązań zagranicznych przez kraje Europy Środkowo Wschodniej oraz kwestia wystawionych opcji walutowych przez polskie przedsiębiorstwa. Ponadto inwestorzy zagraniczni mogli bardzo tanio pożyczać złotego (oraz inne waluty regionu) w transakcjach FX swap i sprzedawać go spekulując na spadek wartości krajowej waluty. Choć sytuacja fundamentalna Polski i złotego wydawała się relatywnie najlepsza na tle krajów regionu, to złoty tracił najsilniej. Działo się tak prawdopodobnie dlatego, że krajowa waluta jest uznawana za głównego reprezentanta regionu, a polski rynek walutowy jest relatywnie „najgłębszy” stąd najłatwiej jest otworzyć tu spekulacyjną pozycję, którą później można zamknąć przy stosunkowo najniższym ryzyku płynności. Złoty dawał więc według inwestorów ekspozycję na rynku

¹ M. Hattori, H.S. Shin, *The broad yen carry trade*, Bank of Japan, 2007

² Ibidem

³ G. Galati, A. Heath, P. McGuire, *Evidence of carry trade activity*, BIS Quarterly review, September 2007

finansowym na przykład na region krajów bałtyckich, które prowadzą politykę stałego kursu walutowego wobec euro.

Analizy wykazują, że strategie carry trade przynosiły wysokie stopy zwrotu w ostatnich latach przed wzrostem globalnej awersji do ryzyka.⁴ Możliwość realizacji średniej dodatniej stopy zwrotu na przestrzeni kilku lat wynikała z uwzględnianej w zmianach kursów walut premii za ryzyko zmienności. Diabeł (potencjalny koszt) tkwił w specyfice leptokurtycznego rozkładu stóp kursów walutowych, a dokładniej w jego lewym „ogonie”.⁵ Wraz ze wzrostem zmienności (awersji do ryzyka) waluty niskooprocentowane, które są synonimem „bezpiecznej przystani”, umacniają się.⁶ To jest pokłosiem spłat przez międzynarodowych graczy zobowiązań denominowanych w walutach finansujących, w tym głównie japońskim jenie (szczegóły - str. 5). Wraz ze wzrostem globalnej zmienności inwestorzy sprzedawali waluty wysokooprocentowane będące przedmiotem carry trade lub miernikiem apetytu na ryzyko (typu australijski dolar, nowozelandzki dolar, funt brytyjski, euro). Dodatkowo skłaniało do tego zmniejszenie różnic w poziomach stóp procentowych. W zamian nabywali jeny oraz franki szwajcarskie przyczyniając się do ich wyraźnego umocnienia (szczegóły - str. 5 i 6). W ten trend wpasował się także złoty będący częścią koszyka walut gospodarek wschodzących. Choć ciężko jest dobrze zobrazować skalę carry trade w bilansach banków, to w pewnym stopniu pomocne mogą być dane Banku Rozrachunków Międzynarodowych. Delewarowanie i zamykanie pozycji carry trade było widoczne w zmniejszeniu należności banków wobec podmiotów sektora niebankowego w rajach podatkowych mieszczących siedziby, m.in. funduszy arbitrażowych (szczegóły - str. 5), a także w zmniejszeniu należności i zobowiązań zagranicznych sektora bankowego denominowanych w japońskim jenie.

Złoty zyskuje wraz ze spadkiem zmienności

Szczyt globalnej zmienności, którą dobrze obrazuje poziom indeksu VIX (indeks implikowanej zmienności indeksu S&P500 notowany na giełdzie CBOE) przypadł na koniec października 2008 r. Kolejny lokalny szczyt wystąpił w II poł. lutego tego roku (szczegóły – wykres na str. 6). Kilka dni wcześniej złoty osiągnął najsłabsze poziomy od kilku lat. Towarzyszyły temu interwencje

słowne ze strony banku centralnego oraz wymiana walut na rynku zamiast w NBP dokonana przez Ministerstwo Finansów za pomocą BGK. Co do zasady interwencje walutowe czy interwencje słowne mają ograniczoną moc by przeciwstawić się globalnym realokacjom kapitałów. Jednak dokonane w odpowiednim momencie, mogą zmniejszyć skłonność inwestorów do spekulacji przeciwko danej walucie. W sytuacji, w której doszło już do zdecydowanego osłabienia złotego, interwencje zwiększyły potencjalny koszt gry przeciw polskiej walucie. Jak się okazało zbiegło się to z lokalnym szczytem awersji do ryzyka na globalnych rynkach (lokalny szczyt VIX i Itraxx – indeksu ryzyka kredytowego zbudowanego ze swapów kredytowych dla wybranych europejskich przedsiębiorstw), co przesądziło o skuteczności wspomnianych interwencji.

Od marca rozpoczęła się spadkowa tendencja globalnej zmienności. Jednocześnie złoty rozpoczął marsz aprecjacyjny, który był silnie skorelowany z odbudowującym się apetytem na ryzyko, zmierzając w kierunku kursu równowagi.

Wraz ze spadkiem globalnej zmienności inwestorzy zaczęli przywiązywać coraz większą wagę do lokalnych uwarunkowań. Od pewnego czasu następuje większe relatywne różnicowanie walut gospodarek wschodzących (w ramach udziałów wyznaczonych w portfelach międzynarodowych funduszy dla sektora walut EM), co jest widoczne w spadku korelacji między parami walut i klasami aktywów (szczegóły - Tabela 2 na str. 6).

Jakie perspektywy dla krajowej waluty

Spadek indeksów VIX i Itraxx do poziomów sprzed nasilenia kryzysu, tj. przed upadkiem banku Lehman Brothers, oraz dobra sytuacja płynnościowa na światowych rynkach obrazowana m.in. przez obniżenie spreadu TED (różnicy między stopą rynku pieniężnego, a stopą rentowności bonów skarbowych w USA) do poziomów z początku 2007, tj. sprzed bessy na rynkach akcji, stwarza pozytywne środowisko do dalszej stopniowej odbudowy apetytu na ryzykowne aktywa i do umocnienia polskiej waluty.

Można oczekiwać, że wraz ze spadkiem globalnej awersji do ryzyka i większym różnicowaniem ocen poszczególnych gospodarek, ich walut i ich oprocentowania dojdzie do stopniowej odbudowy pozycji carry trade tym bardziej, że cykl poluzowania polityki pieniężnej zakończył się w większości krajów, a rynki skupiają uwagę na momencie pierwszych podwyżek stóp w kolejnym cyklu. Pierwszy krok w tym

⁴ L. Menkhoff, L. Sarno, M. Schmeling, A. Schrimpf, *Carry trades and global FX volatility*, MPRA, April 2009

⁵ Skrajne wartości stóp zwrotu aktywów finansowych występują częściej niż jest to założone w modelach używanych na rynkach finansowych, stąd większe jest prawdopodobieństwo dużej straty.

⁶ L. Menkhoff, L. Sarno, M. Schmeling, A. Schrimpf, Op. cit.

kierunku uczynił australijski bank centralny.⁷ Wzrost pozycji carry trade może jednak przebiegać stopniowo. Ich rozmiar może osiągnąć poziom sprzed kryzysu nawet dopiero za dłuższy czas wraz z rozwojem fazy ożywienia gospodarczego w kolejnym cyklu. Naszym zdaniem może to być wynikiem ograniczeń narzuconych na globalnych inwestorów w tym m.in. fundusze arbitrażowe w związku z toczącą się dyskusją o zwiększeniu regulacji w sektorze finansowym w celu poprawy przejrzystości i wzmocnienia nadzoru, które nasiliły się w czasie i z powodu globalnego kryzysu.

Zmniejszona skala transakcji spekulacyjnych, a w tym ograniczenie transakcji carry trade, może zaowocować powolniejszą aprecjacją krajowej waluty i mniejszymi odchyleniami rynkowego kursu złotego od kursu równowagi. Zmienność kursu złotego powinna spadać wraz ze zmiennością globalną i m.in. od tej ostatniej będzie uzależniony wybór dogodnego momentu przystąpienia do systemu ERM2 (szczegóły - wykres *ERV i kurs EURPLN* na stronie 6).

Pozytywne dla złotego jest też to, że problem opcyjny zszedł na dalszy plan, gdyż większość opcji wystawionych przez polskie firmy zapadła lub została zrestrukturyzowana. Cena złotego w transakcjach FX swap wyraźnie wzrosła. Ponadto, w dłuższym terminie fundamentalnie będzie się utrzymywał wciąż wyższy niż w strefie euro wzrost wydajności pracy.

Obecnie na pierwszy plan wysunęły się za to problemy fiskalne. W najbliższych kwartałach i latach inwestorzy będą zwracać uwagę na skalę zwiększenia potrzeb pożyczkowych, realizację programu prywatyzacji oraz relację długu publicznego do PKB. Przekroczenie przez tę ostatnią progów ostrożnościowych zapisanych w *Ustawie o finansach publicznych* skutkowałoby poważnym dostosowaniem fiskalnym. Ponadto, w krótkim terminie negatywnie na złotego mogą wpłynąć czynniki regionalne. W ostatnich dniach wzrosły obawy rynków o dewaluację łotewskiego łata oraz problemy budżetowe Łotwy, które mogą utrudnić otrzymanie kolejnych transz kredytu z MFW. W Czechach przedstawiciele banku centralnego nie są zadowoleni z szybkiej aprecjacji czeskiej korony i nie wykluczają interwencji na rynku oraz kolejnej obniżki stóp procentowych.

Biorąc pod uwagę nasze oczekiwania dotyczące wzrostu gospodarczego na świecie i w kraju, spodziewany przez nas dalszy spadek globalnej

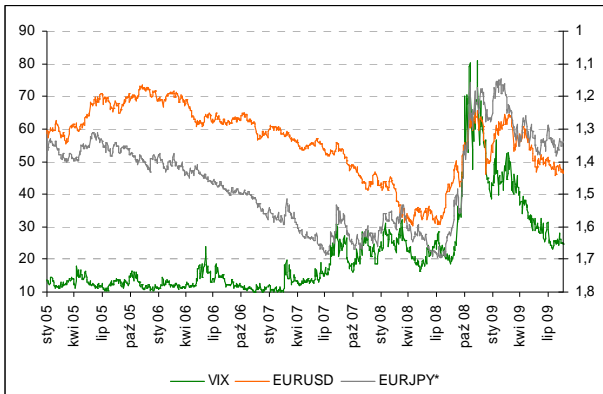
zmienności i brak szoków krajowych powinien wspierać nasze prognozy kursowe dla krajowej waluty. Obecna korekta na rynku walutowym może doprowadzić do osłabienia złotego nawet powyżej poziomu 4,30. Jednak po jej zakończeniu w najbliższych tygodniach widzimy szansę na umocnienie złotego do końca roku do poziomu ok. 4,00 oraz do ok. 3,80 na koniec przyszłego roku. Jednak aprecjacja złotego do poziomu sprzed wybuchu kryzysu w najbliższych kwartałach nie jest bardzo prawdopodobna i może zająć kilka lat postępując wraz ze zbliżaniem się terminu przyjęcia euro oraz z podwyżkami stóp procentowych.

A co jeśli złoty umocni się za bardzo

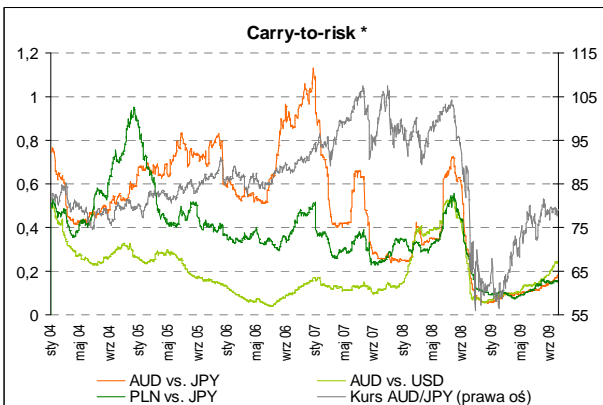
Jeszcze kilka miesięcy temu, w przypadku większości analiz scenariuszem alternatywnym dla stopniowej aprecjacji złotego było jego dalsze osłabienie (pojawiały się nawet prognozy kursu EURPLN 5,0). Obecnie, o ile istnieje ryzyko krótkoterminowej deprecjacji (piszemy o tym w raporcie), to średnioterminowe perspektywy wskazują na umocnienie, a główne pytanie dotyczy jego skali. Wydaje nam się, że ważnym scenariuszem ryzyka wobec naszych bazowych prognoz jest nadmierne umocnienie złotego w najbliższych latach (nie miesiącach). Mogłoby się tak wydarzyć w przypadku szybszego niż się dziś oczekuje powrotu do globalnej spekulacji na rynkach finansowych na dużą skalę, co z kolei mogłoby nastąpić na przykład w przypadku nieskutecznych regulacji sektora finansowego w skali globalnej. Szczególnie w obliczu nadpłynności na rynkach finansowych związanej z stosowaniem nadzwyczajnego ilościowego poluzowania polityki pieniężnej przez zagraniczne banki centralne i przyjętych przez nie „strategii wyjścia”. Gdyby nałożyły się na to perspektywy dosyć szybkiego ożywienia w gospodarce światowej, które prowadziłyby do silnego wzrostu apetytu na ryzyko, waluty krajów rozwijających się (w tym, a może w szczególności, złoty) mogłyby zyskać dużo silniej i dużo szybciej powrócić do poziomów obserwowanych przed nasileniem kryzysu, w połowie ubiegłego roku. W przypadku nadmiernej aprecjacji złotego doszłoby wówczas ponownie do spadku konkurencyjności polskiej gospodarki względem strefy euro, co uderzyłoby w tempo wzrostu gospodarczego. Rodzi to może pytanie o prowadzenie optymalnej polityki kursowej przy stosowaniu strategii bezpośredniego celu inflacyjnego na drodze wejścia do strefy euro. W sytuacji tuż po kryzysie problem ten może wydawać się odległy, ale nie można wykluczyć, że będzie jednym z ciekawych tematów dyskusji podczas posiedzeń nowej Rady Polityki Pieniężnej.

⁷ Trzeba zauważyć, że Australia jest producentem surowców i przy odrobinie na rynkach surowców działania w polityce pieniężnej mogą nastąpić wcześniej niż w innych krajach. Nie zmienia to faktu, że RBA zamierza podwyższać stopy procentowe, co może przyspieszyć spekulacje na australijskim dolarze.

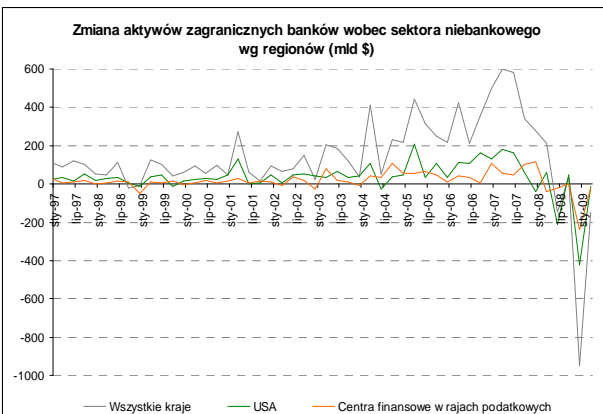
Temat miesiąca: Złoty w czasach kryzysu



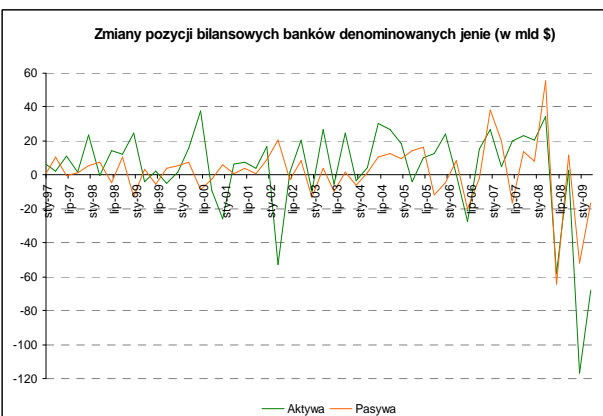
* EURJPY/100



* relacja różnicy 3M stóp rynku pieniężnego oraz 3-miesięcznego odchylenia standardowego stóp zwrotu kursu walutowego



Dane dostosowane o efekt kursowy.



Dane dostosowane o efekt kursowy.

VIX wpływa na zachowanie walut wysokooprocentowanych

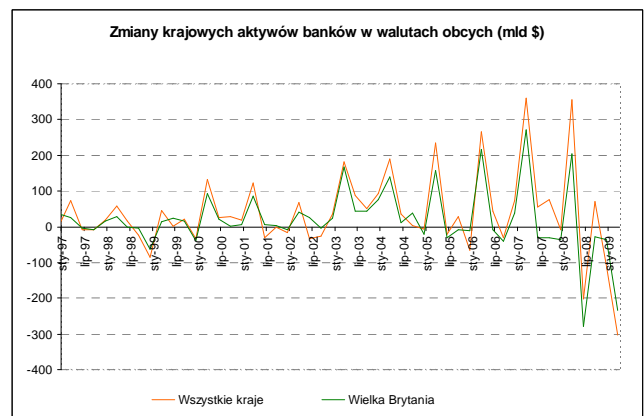
- W latach zmniejszonej zmienności (niskie poziomy VIX) obserwowany był wzrost zainteresowania inwestorów strategią carry trade, która premiowała waluty wysoko oprocentowane (m.in. AUD, NZD, GBP, EUR) względem niskooprocentowanych (JPY, CHF, a od kiedy stopy w USA spadły niemal do zera także USD). Skala pozycji carry trade rosła w środowisku zacieśniania polityki pieniężnej i rosnących stóp procentowych na świecie.
- Euro utrzymywało się na mocnych poziomach wobec jena mimo spadków na rynkach akcji także w 2008 r. do momentu informacji o upadku Lehman Brothers, która zwiększyła globalną zmienność i przyczyniła się do zamykania pozycji carry trade.
- W transakcjach typu carry trade skalę potencjalnych korzyści względem kosztów obrazuje wskaźnik carry-to-risk.

Spadek wskaźnika carry-to-risk

- Wskaźnik carry-to-risk dla złotego względem jena utrzymywał się na stabilnym poziomie przez ostatnie lata i był na nieznacznie niższym poziomie niż dla australijskiego dolara, który jest traktowany jako jeden z głównych celów spekulacji carry trade.
- W okresach podwyższonej zmienności wskaźnik carry-to-risk obniża się, co przyczynia się do zamykania ryzykownych pozycji i osłabiania walut wykorzystywanych w tej strategii.
- W ub.r. na wzrost zmienności rynkowej nałożył się spadek stóp procentowych, który znacząco zmniejszył wynagrodzenie dla inwestorów za ponoszone ryzyko.
- Od marca tego roku wskaźnik carry-to-risk zaczyna wzrastać wraz ze spadkiem globalnej zmienności. Rola dysparytetu stóp procentowych w kształtowaniu się kursów walutowych powinna powoli rosnąć w obliczu zakończenia cyklu obniżek stóp procentowych na świecie i spadającej zmienności.

Zmniejszanie bilansów i ograniczanie pozycji

- Z danych lokalizacyjnych BIS wynika, że w II kw. i IV kw. 2008 oraz I kw. 2009 doszło do znaczącego ograniczenia krajowych aktywów w walutach obcych banków na świecie, a zwłaszcza banków z siedzibą Wlk. Brytanii (wykres poniżej).
- Doszło też do spadku aktywów banków wobec sektora niebankowego, do którego zaliczają się, m.in. fundusze arbitrażowe. Dotyczyło to głównie sektora niebankowego w USA i rajach podatkowych (Kajmany itp. - wykres obok).
- Jednocześnie nastąpił spadek denominowanych w jenie aktywów i pasywów sektora bankowego wobec sektora niebankowego, które narastały w ostatnich kilku latach.
- Część pozycji była zajmowana za pomocą kontraktów pochodnych, które nie są widoczne w bilansach.



Dane dostosowane o efekt kursowy.

Temat miesiąca: Złoty w czasach kryzysu

Tabela 1. Zmiana kursów walut (%)

	2002 - 2003*	2004 - 2007*	I 08 - VII 08**	VIII 08 - II 09**	II 09 - VIII 09**
EUR/PLN	9,6	-3,6	-10,7	52,4	-16,4
EUR/HUF	-0,4	-0,1	-7,5	32,0	-11,9
EUR/CZK	-3,1	-3,3	-9,7	23,5	-14,1
EUR/RON	20,2	-2,6	0,8	20,5	-1,4
EUR/TRY	28,6	1,4	6,0	18,7	0,2
EUR/SEK	-0,7	0,3	0,1	18,0	-8,4
EUR/USD	12,7	5,0	6,9	-19,3	13,8
USD/BRL	14,6	-10,6	-12,0	49,5	-19,9
USD/MXN	7,6	0,3	-7,9	46,5	-9,4
EUR/JPY	9,8	5,4	3,5	-30,9	14,7
AUD/JPY	9,6	7,0	4,1	-42,2	33,2
GBP/JPY	4,1	5,7	-3,3	-38,5	15,2
JPY/PLN	-0,2	-8,4	-12,7	119,2	-26,7

* średnioroczne zmiany kursów, ** zmiana koniec okresu do końca okresu poprzedniego

Tabela 2. Współczynniki korelacji EUR/PLN

	2004-2007	XI 07 - VII 08	VIII 08 - II 09	II 09 - VIII 09
EUR/HUF	-0,03	0,83	0,94	0,83
EUR/CZK	0,94	0,93	0,97	0,85
EUR/TRY	-0,05	-0,65	0,87	0,61
EUR/SEK	-0,33	-0,22	0,89	0,81
EUR/USD	-0,49	-0,83	-0,62	-0,7
USD/BRL	0,9	0,93	0,75	0,78
USD/MXN	0,56	0,96	0,89	0,76
AUD/JPY	-0,72	-0,50	-0,81	-0,76
EUR/JPY	-0,71	-0,62	-0,83	-0,64
USD/JPY	-0,58	0,36	-0,90	0,34
S&P500	-0,79	0,64	-0,82	-0,84
VIX	0,02	0,37	0,36	0,79
5L Itraxx	0,07	-0,34	0,70	0,78
Ropa (Brent)	-0,85	-0,9	-0,84	-0,69

Waluty CEE3 chwilowo wyróżnione

▪ Złoty był jedną z walut gospodarek wschodzących, które najsilniej ucierpiały w fazie ograniczania pozycji w ryzykownych aktywach zapoczątkowanej pod koniec lipca ub.r. (wówczas zaczął się też wyraźny spadek cen ropy na światowych rynkach i spadek kursów EURJPY, GBPJPY, EURUSD, EURCHF).

▪ Warto zwrócić jednak uwagę, że w latach 2004-2007 średnioroczne tempo aprecjacji złotego było najwyższe w regionie CEE3 (głównie w 2004 r., co częściowo wynikało z silnej deprecjacji w poprzednich dwóch latach). Podobnie działo się w 2007 i w I poł. 2008, gdy dominował pogląd o oddzieleniu się gospodarek wschodzących od rozwiniętych, a waluty CEE3 wyraźnie zyskały uznanie w oczach inwestorów.

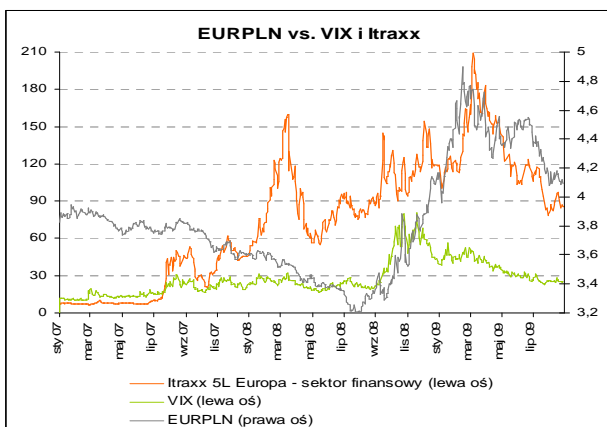
▪ Wraz ze stabilizacją rynkowych nastrojów oraz spadkiem globalnej awersji do ryzyka złoty należał do walut, które najszybciej odrabiały straty.

Wzrost korelacji w czasie nasilenia kryzysu

▪ W latach 2004-2007 kurs EURPLN wykazywał najsilniejszą pozytywną korelację z walutami regionu CEE4 (głównie czeską i słowacką koroną) oraz brazylijskim realem, a negatywną korelację z cenami ropy oraz indeksami giełdowymi (S&P500 oraz WIG 20).

▪ Od momentu bessy na rynkach akcji pod koniec 2007 r. korelacja indeksów giełdowych oraz części walut emerging markets (poza m.in. BRL, MXN) z kursem złotego została zaburzona. Utrzymywała się ujemna korelacja bliska -1 z cenami ropy i wzmocniła się korelacja z kursem EURUSD.

▪ Od nasilenia kryzysu w II poł. ub.r. kurs EURPLN wykazywał silną dodatnią korelację z walutami regionu CEE3, innymi walutami gospodarek wschodzących, a także EURSEK, EURAUD, indeksem ryzyka kredytowego Itraxx. Jednocześnie wykazywał silnie negatywne korelacje z indeksami giełdowymi oraz ropą, USD/JPY, GBP/JPY i EUR/JPY.



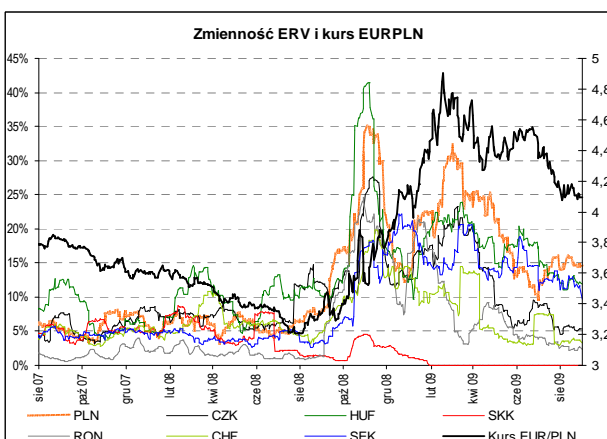
„Wybuch” zmienności uruchomił osłabienie złotego

▪ Mimo wzrostu ryzyka kredytowego w Europie od połowy 2007 r., które było napędzane obawami o kondycję sektora finansowego złoty zyskiwał na wartości przy utrzymującej się na niskim poziomie zmienności rynków akcji.

▪ Wybuch globalnej zmienności wpłynął w ub.r. także na zmienność złotego i na zmienność kursów większości walut i aktywów „uruchamiając” osłabienie złotego.

▪ Po wroście awersji do ryzyka inwestorzy zaczęli postrzegać negatywnie wszelkie fundamentalne relacje. Wraz ze spadkiem stóp procentowych spadło znaczenie strategii carry na rzecz momentum.

▪ Wraz ze spadkiem globalnej zmienności znaczenie lokalnych czynników ekonomicznych rośnie. Stopniowo będzie też rość znaczenie różnic stóp procentowych.



Zmienność złotego wciąż wysoka

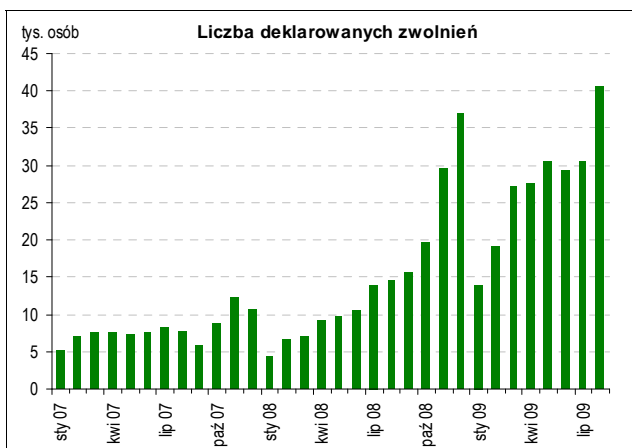
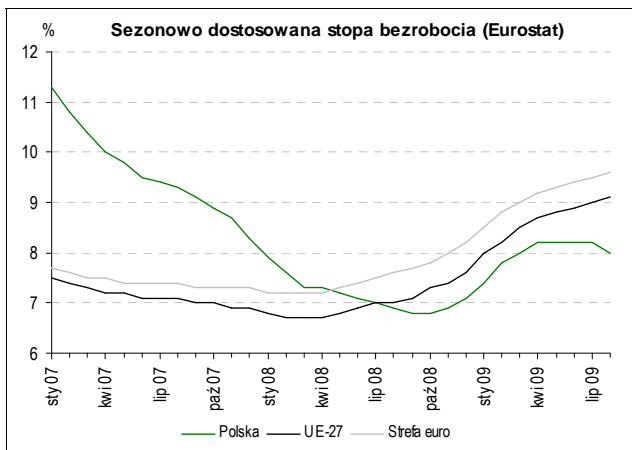
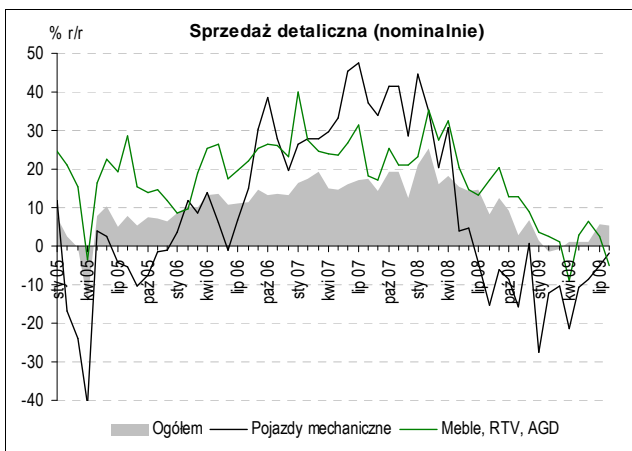
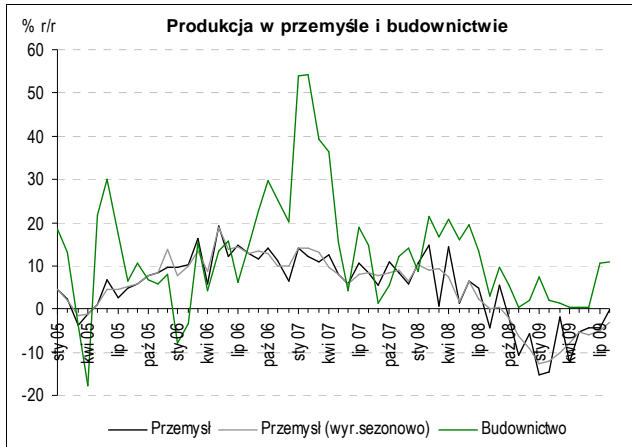
▪ Od końca 2006 r. do momentu nasilenia się globalnego kryzysu obserwowany był wyraźny spadek zmienności złotego wobec euro. Okresowo zbliżała się ona do poziomu zmienności takich walut jak CHF czy SEK oraz była niższa od zmienności CZK.

▪ Od sierpnia ub.r. zmienność kursu EURPLN rosła, a po nasileniu się zawirowań na globalnych rynkach wyraźnie wzrosła w porównaniu do innych walut krajów UE poza strefą euro. W ostatnich miesiącach zmienność EURPLN spadła do poziomu z przełomu roku, gdy złoty poruszał się w przedziale 3,95-4,20.

▪ Wskaźnik zmienności ERV analizowany przez EBC wskazuje, że obecnie warunki do przyjęcia euro nie są sprzyjające.

▪ Wysoka zmienność złotego utrudnia obecnie wyznaczenie centralnego parytetu złotego do euro oraz zmniejsza efektywność modeli wyznaczające kurs równowagi.

Gospodarka Polski



Mieszane wskaźniki aktywności gospodarczej

▪ Produkcja przemysłowa w sierpniu spadła o 0,2% r/r (oczekiwano lekkiego wzrostu). Spowolnienie spadku z -4,4% r/r w lipcu wynika w pewnym stopniu z większej liczby dni roboczych. Sezonowo dostosowana dynamika produkcji przemysłowej poprawiła się w mniejszym stopniu, z -5,3% r/r w lipcu do -3,1% r/r. Niemniej, dane potwierdzają, że negatywne tendencje w przemyśle stopniowo słabną. Patrząc na dane o produkcji w podziale na sekcje, warto odnotować, że po raz pierwszy od września 2008 na plusie znalazła się dynamika produkcji w przetwórstwie przemysłowym (0,6% r/r), ale to w dużej mierze efekt większej liczby dni roboczych.

▪ Po raz kolejny pozytywnie zaskoczyły dane o produkcji budowlanej, której roczny wzrost w sierpniu przyspieszył do 11,0% z 10,7%. Co ważne, może się to okazać trwałą tendencją, biorąc pod uwagę rosnącą skalę realizacji projektów infrastrukturalnych. Na znaczenie tego czynnika dla sierpniowej dynamiki produkcji budowlanej ogółem wskazuje silny wzrost produkcji w jednostkach zajmujących się robotami związanymi z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (o 41,4% r/r).

▪ Wzrost sprzedaży detalicznej w sierpniu lekko spowolnił z 5,7% w lipcu, pozostając jednak na całkiem niezłym poziomie 5,2% r/r. Roczna dynamika w większości działów wyhamowała, ale niezbyt gwałtownie. Wyjątkiem była sprzedaż mebli, RTV i AGD, gdzie zanotowano spadek o prawie 5% r/r wobec wzrostu o 2,4% w lipcu.

▪ Nadal trudno stwierdzić na ile trwałe było ożywienie sprzedaży detalicznej latem, a na ile był to przejściowy efekt tego, że więcej Polaków zostało w tym roku na wakacjach w kraju. Dalsze pogorszenie sytuacji na rynku pracy (patrz niżej) wskazuje na spadek dynamiki sprzedaży detalicznej w kolejnych miesiącach.

▪ Wskaźniki koniunktury GUS za wrzesień pokazały poprawę sytuacji w przemyśle (głównie w zakresie oczekiwań), stabilizację w budownictwie i lekki spadek w handlu detalicznym.

Kontynuacja negatywnych trendów na rynku pracy

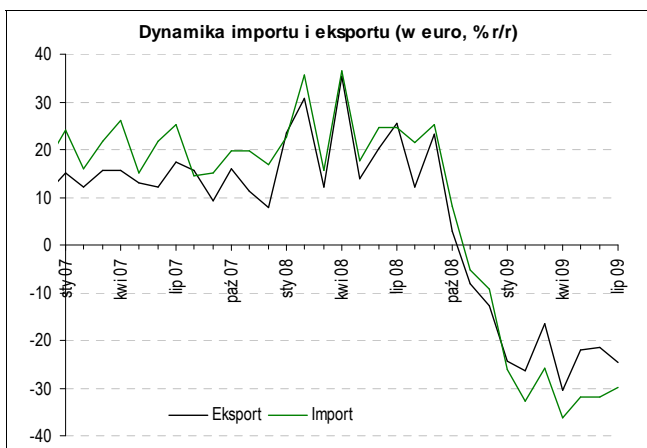
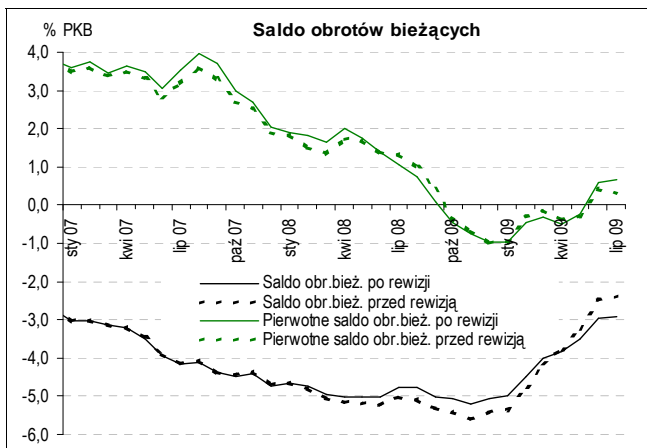
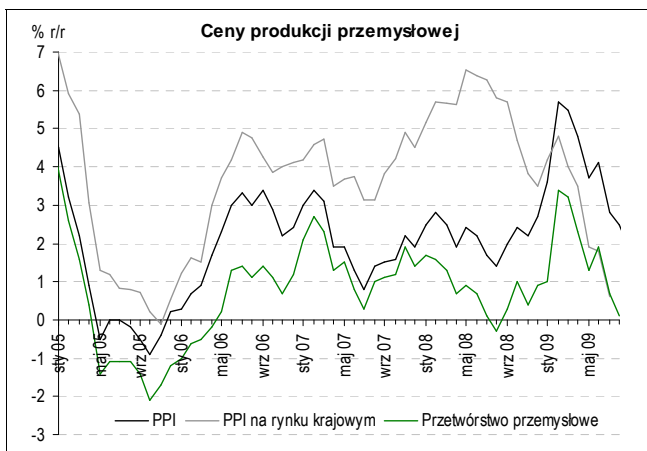
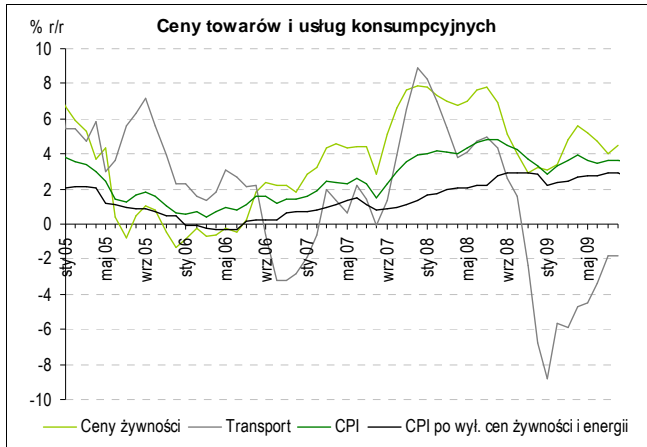
▪ Przeciętne wynagrodzenie obniżyło się w sierpniu o 2,8% m/m, a jego roczne tempo wzrostu spowolniło do 3% z 3,9% w lipcu. Spowolnienie było oczekiwane w związku z tym, że wyraźny wzrost płac w lipcu wynikał przede wszystkim z wypłaty bonusów w sektorze paliwowym. Pomijając ten jednorazowy wyskok, presja płacowa ulega stopniowemu osłabieniu, co jest naturalnym zjawiskiem w sytuacji rosnącego bezrobocia.

▪ Przeciętne zatrudnienie w sektorze firm spadło w sierpniu o 0,1% m/m i o 2,2% r/r (tak jak w lipcu). Tempo zwolnień na razie przestało przyspieszać, co jednak nie zmienia faktu, że sytuacja na rynku pracy wciąż nie sprzyja szybkiemu wzrostowi popytu konsumpcyjnego. Fundusz płac brutto w sektorze przedsiębiorstw był w sierpniu zaledwie o 0,7% wyższy niż przed rokiem, a po uwzględnieniu zmian cen był niższy o prawie 3%.

▪ Stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła na koniec sierpnia 10,8%, tyle co miesiąc wcześniej. Mogłoby się wydawać, że duża w tym zasługa pozytywnego efektu sezonowego, bo w ujęciu rocznym przyrost stopy bezrobocia rejestrowanego i liczby bezrobotnych przyspieszył. Niemniej, podawane przez Eurostat sezonowo dostosowane dane wg metodologii LFS (badania ankietowe pokazujące rzeczywiste tendencje na rynku pracy lepiej niż dane rejestrowe) pokazały, że po widocznej od kwietnia do lipca stabilizacji stopy bezrobocia w Polsce na poziomie 8,2%, w sierpniu nastąpił jej spadek do 8,0%, mimo jej dalszego wzrostu w strefie euro i UE-27. Taki wynik mógłby sugerować, że najgorsze na rynku pracy w Polsce już minęło. Poprawa w sierpniu może się jednak okazać przejściowa, biorąc pod uwagę dane GUS o bardzo silnym wzroście liczby deklaryowanych zwolnień na koniec sierpnia, powyżej szczytu z grudnia 2008. Wróży to wzrost bezrobocia w kolejnych miesiącach, co wpływałoby niekorzystnie na sytuację gospodarstw domowych i popyt konsumpcyjny.

Źródło: Eurostat, GUS, obliczenia własne

Gospodarka Polski



Inflacja nadal podwyższona

▪ Inflacja CPI w sierpniu okazała się wyższa od konsensusu wskazującego na stabilizację na lipcowym poziomie 3,6% r/r i wzrosła do 3,7% r/r przy sezonowym spadku cen o 0,4% m/m.

▪ Zmiany cen żywności i paliw wyniosły odpowiednio -1,3% m/m i -1,9% m/m. Patrząc na pozostałe komponenty CPI, zmiany cen w sierpniu nie były znaczące. Warto odnotować, że nastąpiło zahamowanie utrzymującego się od początku br. wzrostu cen wyrobów tytoniowych, które w sierpniu pozostały na poziomie zanotowanym przed miesiącem, gdy silnie wzrosły na skutek wprowadzenia nowych znaków banderoli. W większości innych składników CPI po raz kolejny mieliśmy wzrosty, np. w rekreacji i kulturze o 0,1% m/m, a w restauracjach i hotelach 0,2% m/m. Wskazuje to, że osłabienie popytu konsumpcyjnego nie jest na razie na tyle silne, aby spowodować spadek cen usług.

▪ Choć inflacja CPI w sierpniu była nieco wyższa od prognoz, to nie zmieniło to oceny średnioterminowych perspektyw inflacji.

▪ W sierpniu ustabilizowały się miary inflacji bazowej – CPI po wyłączeniu cen żywności i energii utrzymał się na poziomie 2,9% r/r z lipca oraz nastąpiły niewielkie zmiany pozostałych miar (jedna w dół, dwie w górę). Nadal przewidujemy, że był to szczytowy punkt inflacji bazowej i w kolejnych miesiącach powinna ona systematycznie spadać, schodząc poniżej 2% w trakcie 2010 r.

▪ Inflacja PPI spadła w sierpniu do 2,5% r/r ze zrewidowanych w dół 2,8% r/r w lipcu. Drugi miesiąc z rzędu nastąpił miesięczny spadek cen w przetwórstwie przemysłowym (-0,5%) i spadek rocznej dynamiki do zaledwie 0,1%, co należy wiązać z aprecjacją złotego oraz słabym popytem. Spadek cen w przetwórstwie przemysłowym mógłby być większy, gdyby nie wzrost cen ropy naftowej odzwierciedlony w znacznym przyroście cen w produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej (3,5% m/m).

A jednak deficyt w obrotach bieżących

▪ NBP zrewidował znacząco dane nt. bilansu płatniczego za II kw. Zamiast szacowanej wcześniej nadwyżki na poziomie 890 mln €, obecnie dane za II kw. pokazują deficyt wynoszący 875 mln €.

▪ Znaczna rewizja danych wynikała głównie z aktualizacji szacunku reinwestowanych zysków w firmach - pogorszenie salda dochodów za sprawą wyższych niż wcześniej szacowano wypłat dywidend i jednocześnie rewizja w górę BIZ. W niewielkim stopniu pogorszyło się saldo obrotów handlowych, a saldo usług znacząco się poprawiło. Taki charakter rewizji spowodował, że tzw. saldo pierwotne rachunku bieżącego (saldo rachunku bieżącego powiększone o napływ BIZ i środków z UE) nie uległo istotnej zmianie (nieco się poprawiło), a więc dobra ocena zewnętrznej stabilności polskiej gospodarki nie zmieniła się.

▪ Najnowsze dane za lipiec pokazały deficyt obrotów bieżących na poziomie ponad pół mld €. Deficyt w obrotach towarowych wyniósł 551 mln €, co wynikało z mniejszej niż w poprzednich miesiącach skali spadku importu (niecałe 30% r/r wobec spadku o 33,5% w II kw. i 31,2% w I poł. br.). Nie uważamy jednak, że świadczy to o jakimś zdecydowanym ożywieniu popytu konsumpcyjnego bądź inwestycyjnego. Był to zapewne import zaopatrzeniowy, konieczny do odbudowy zredukowanych znacząco zapasów. Eksport spadł w lipcu o 34% r/r, podobnie jak średnio w I poł. br.

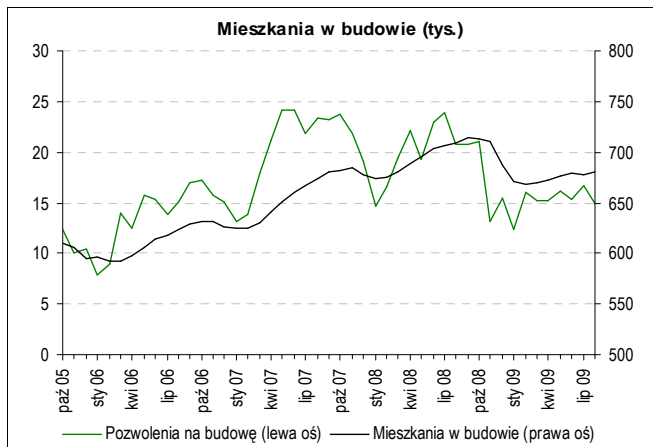
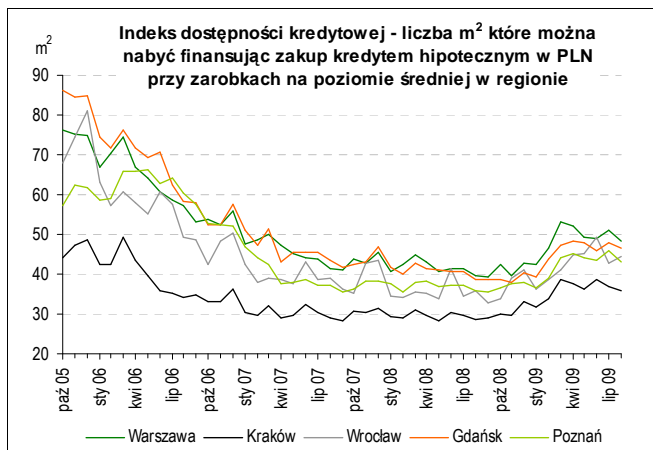
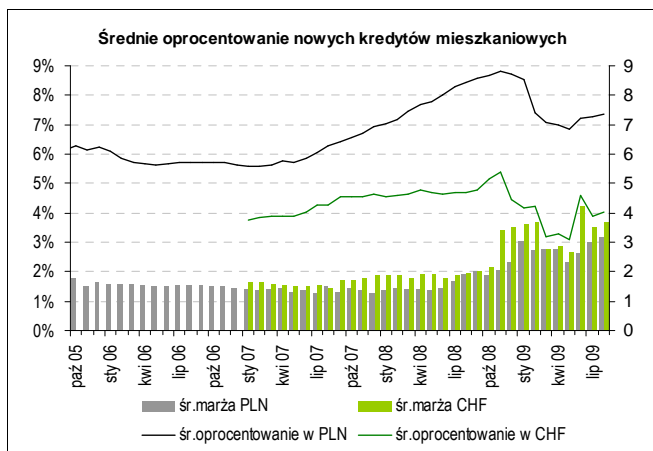
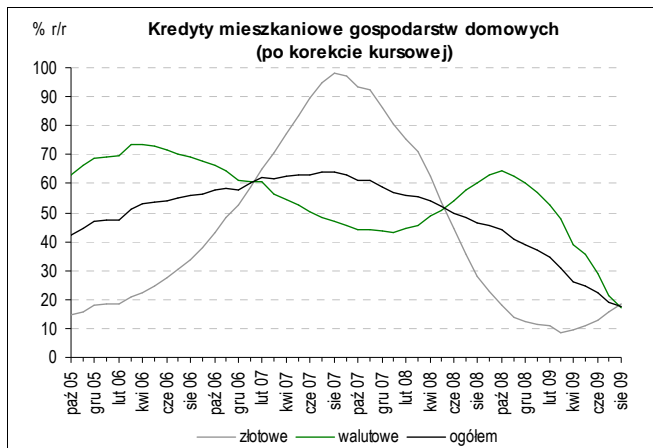
▪ Deficyt w dochodach wyniósł aż 661 mln €. Było to związane głównie z wypłaconymi dywidendami (897 mln €).

▪ Nadwyżka w transferach bieżących wyniosła 275 mln €, z czego napływ środków z UE wyniósł zaledwie 163 mln € (a 312 mln € w transferach kapitałowych).

▪ Po stronie kapitałowej zwraca uwagę napływ kapitału w papiery dłużne (3,6 mld €), ale wynikało to głównie z emisji na rynkach zagranicznych obligacji denominowanych w USD, a nie z napływu na krajowy rynek obligacji (176 mln €).

Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

Rynek nieruchomości



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

Wzrost popytu na kredyty mieszkaniowe

- Tempo wzrostu kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych słabło w ostatnich miesiącach, jednak w sierpniu można było zaobserwować oznaki lekkiego ożywienia.
- Wartość kredytów mieszkaniowych zwiększyła się wobec lipca o 1,6 mld zł, jednak po uwzględnieniu korekty związanej z aprecjacją złotego wzrost wyniósł 3,1 mld zł, podczas gdy rok temu analogiczny przyrost wyniósł 3,8 mld zł, a średni miesięczny wzrost w okresie od stycznia do lipca br. wyniósł 1,6 mld zł.
- Wzrost zainteresowania klientów kredytami mieszkaniowymi w III kw. dostrzegają również banki, co pokazały wyniki najnowszego badania NBP nt. sytuacji na rynku kredytowym.
- Systematycznie spada udział nowo udzielanych kredytów mieszkaniowych w walutach obcych, co wynika z ograniczenia oferty banków w tym segmencie.

... ale banki ograniczają podaż i zaostrzają kryteria

- Podczas gdy pojawiają się sygnały ożywienia popytu ze strony klientów, banki kontynuują zacieśnianie polityki kredytowej ze względu na wysokie ryzyko makroekonomiczne.
- Po okresie względnej stabilizacji w I połowie roku, ponownie zaczęły rosnąć średnie marże w sektorze bankowym dla nowych umów kredytowych. W efekcie, mimo tego, że krajowe stopy rynku pieniężnego obniżyły się w ciągu wakacji, to średnie oprocentowanie złotych kredytów mieszkaniowych wzrosło w ostatnich miesiącach (choć jest wciąż wyraźnie poniżej poziomu sprzed wybuchu kryzysu na jesieni ub.r.). Analogiczne zjawisko ma miejsce w przypadku kredytów walutowych.

Zdolność nabywczą przestała rosnąć

- Po lekkim odbiciu od dna na początku br., zdolności nabywcze gospodarstw domowych na rynku nieruchomości przestały rosnąć, przynajmniej w największych miastach, dla których dysponujemy danymi statystycznymi.
- Wpływ na to miały równocześnie: stabilizacja cen mieszkań, wyhamowanie wzrostu płac, oraz wspomniany wyżej wzrost kosztów związanych z kredytem mieszkaniowym.
- W efekcie, obliczany przez nas indeks dostępności mieszkań przy zakupie finansowanym w 100% kredytem spadł w sierpniu. Jeżeli nie nastąpi pogłębienie spadków cen na rynku nieruchomości, to w kolejnych miesiącach indeks ten może się obniżyć (dalsze wyhamowanie płac, koniec cyklu obniżek stóp procentowych). Indeks nie uwzględnia pozakosztowych kryteriów dostępności kredytów, które również się zaostrzają.

Podaż stabilna na obniżonym poziomie

- W sierpniu oddano do użytku 11 tys. mieszkań, o 1% mniej niż przed rokiem, a liczba wydanych pozwoleń na budowę była o ok. jedną trzecią niższa niż w sierpniu 2009 r. Szczególnie mocno spada liczba pozwoleń w przypadku mieszkań na sprzedaż lub wynajem (o ok. 50%). Liczba rozpoczętych budów w okresie styczeń-sierpień była o 25% niższa niż w analogicznym okresie ub.r.
- Dane te potwierdzają hamowanie po stronie podaży mieszkań, które będzie odczuwalne w horyzoncie kilku kwartałów, szczególnie kiedy w gospodarce rozpocznie się wyraźniejsze ożywienie. Na razie jednak duża pula dostępnych na rynku mieszkań wybudowanych w ostatnich dwóch latach jest, przy ograniczonym popycie, czynnikiem wywierającym presję w dół na ceny nieruchomości.

Pod lupą: Bank centralny

Fragmenty wrześniowego komunikatu RPP

Ostatnie dane – w tym dane o PKB w II kw. 2009 r. – wskazują na wyhamowanie tendencji recesyjnych w Stanach Zjednoczonych i większości krajów Unii Europejskiej. **Ostatnie dane wskazują na dalszą poprawę aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych oraz w strefie euro, choć aktywność ta utrzymuje się na niskim poziomie.** W obu gospodarkach nastąpiła dalsza poprawa większości wskaźników koniunktury oraz ponownie nieznacznie podwyższono prognozy wzrostu PKB na 2010 r. Aktywność gospodarcza na świecie nadal kształtuje się jednak na niskim poziomie i Obecnie trudno ocenić skalę i trwałość oczekiwanego ożywienia, szczególnie w warunkach utrzymujących się problemów sektora finansowego i stopniowego ograniczania pakietów stymulacyjnych.

W największych gospodarkach pogłębił się **utrzymał się** – związany z globalną recesją oraz wcześniejszym obniżeniem cen żywności i surowców – spadek ogólnego poziomu cen, **choć jego skala była mniejsza niż w poprzednim miesiącu.** Jednocześnie nadal obniżały się wskaźniki inflacji bazowej. Z kolei ceny surowców energetycznych na rynkach światowych ponownie zaczęły rosnąć.

W ocenie Rady, w najbliższym okresie inflacja może nadal kształtować się na podwyższonym poziomie głównie ze względu na relatywnie wysoki roczny wskaźnik cen żywności oraz cen regulowanych, w tym przede wszystkim cen nośników energii. W kierunku utrzymania podwyższonej inflacji może także oddziaływać obserwowany w ostatnim okresie wzrost cen ropy naftowej, częściowo łagodzony przez dotychczasową aprecjacje złota. Jednak w średnim okresie niska presja popytowa i ograniczenie tempa wzrostu kosztów pracy powinny prowadzić do spadku inflacji.

Rada ocenia prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego za wyższe od prawdopodobieństwa, że inflacja będzie wyższa od celu. **Jednocześnie Rada ocenia, że w ostatnich miesiącach prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego uległo zmniejszeniu.** W ocenie Rady, oczekiwana poprawa globalnej koniunktury, dokonane obniżki stóp procentowych NBP wraz ze zmniejszeniem stopy rezerwy obowiązkowej powinny sprzyjać powrotowi gospodarki na ścieżkę potencjalnego tempa wzrostu. Decyzje Rady w nadchodzących miesiącach będą uwzględniać napływające informacje dotyczące perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji, sytuację na rynkach finansowych w Polsce i na świecie, informacje dotyczące sektora finansów publicznych oraz kształtowanie się kursu złotego.

Fragmenty Założeń polityki pieniężnej na 2010 rok

W 2010 r. podstawowym celem polityki pieniężnej będzie dążenie do utrzymania inflacji w średnim okresie na poziomie 2,5%. Jednocześnie polityka pieniężna będzie nadal prowadzona w taki sposób, aby sprzyjać utrzymaniu zrównoważonego wzrostu gospodarczego. (...) W swoich decyzjach Rada będzie uwzględniała również sytuację sektora finansowego, którego stabilność jest warunkiem koniecznym utrzymania stabilności cen w dłuższym okresie.

W przypadku podjęcia wiążącej decyzji dotyczącej daty planowanego przystąpienia Polski do strefy euro, Rada dostosuje strategię polityki pieniężnej do konieczności spełnienia kryteriów z Maastricht, a następnie będzie prowadziła politykę pieniężną umożliwiającą spełnienie tych kryteriów, a tym samym umożliwiającą przyjęcie przez Polskę euro w wyznaczonym terminie.

Kredyt wekslowy przeznaczony jest na finansowanie nowych kredytów udzielanych przez banki podmiotom gospodarczym. W ramach tego instrumentu NBP przyjmuje do dyskonta weksle własne wystawione przez podmioty gospodarcze na banki.

Wypowiedzi RPP i NBP nt. nowych instrumentów polityki pieniężnej

Sławomir Skrzypek, prezes NBP, konferencja prasowa RPP, 30 września

Będziemy proponować nowej Radzie publikowanie ścieżki przyszłych stóp. Ale jeśli nie byłoby zgody na tak radykalną zmianę komunikacji, to wtedy może przedyskutujemy powrót do formalnego nastawienia. Niebawem przedstawimy konkretne propozycje w tej sprawie [wprowadzenia kredytu wekslowego].

Marian Noga, członek RPP, PAP, 30 września

W *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2010* został wpisany przedstawiony wcześniej przez prezesa Skrzypka kredyt dyskontowy, nazwany w założeniach jako kredyt wekslowy. Ale nic poza tym w tej sprawie nie zostało zrobione. Jego uruchomienie będzie wymagało przedstawienia szczegółów przez zarząd, dyskusji i akceptacji Rady.

Zdzisław Sokal, członek zarządu NBP, PAP, 5 października

Zarząd pracuje nad przygotowaniem pełnych dokumentów [nt. kredytu wekslowego] i zostanie to Radzie przedstawione. Natomiast na dzień dzisiejszy nie ma jakiejś sytuacji, która by wymagała tego, żeby ten instrument był stosowany, a być może w ogóle nie trzeba będzie go zastosować.

Coraz bliżej zmiany nastawienia

▪ Zgodnie z oczekiwaniami, we wrześniu RPP nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna nadal 3,5%).

▪ Ponadto, Rada uznała, że wciąż uzasadnione jest utrzymanie nieformalnego łagodnego nastawienia w polityce pieniężnej, chociaż równocześnie zasygnalizowała, że moment zmiany nastawienia na neutralne się zbliża, pisząc w komunikacie, że „w ostatnich miesiącach prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego uległo zmniejszeniu”.

▪ Najprawdopodobniej do zmiany nastawienia na neutralne dojdzie w październiku, o ile ocena perspektyw inflacji i wzrostu gospodarczego nie ulegnie istotnej zmianie pod wpływem nowych danych i wyników nowej projekcji NBP.

▪ Pozostała część komunikatu Rady nie uległa istotnym zmianom. Podkreślono, że aktywność gospodarcza w USA i strefie euro uległa dalszej poprawie, ale stwierdzono, że trudno ocenić jej skalę oraz trwałość. Dostrzeżono, że większość krajowych wskaźników aktywności gospodarczej i koniunktury sygnalizuje dalszą poprawę sytuacji gospodarczej Polski, ale podkreślono utrzymywanie się niekorzystnej sytuacji na rynku pracy i ograniczenie aktywności kredytowej, w szczególności w sektorze przedsiębiorstw.

▪ Nie zmieniły się istotnie oceny Rady odnośnie procesów cenowych – podwyższony poziom inflacji może utrzymać się jeszcze w najbliższym czasie, ale w średnim okresie niska presja popytowa oraz ograniczenie dynamiki kosztów pracy powinny prowadzić do spadku inflacji.

▪ Wydaje się oczywiste, że po zmianie nastawienia na neutralne w październiku, do końca kadencji obecnej Rady stopy procentowe pozostaną bez zmian.

Narzędzia polityki pieniężnej bez większych zmian

▪ W przyjętych przez RPP *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2010* wprowadzono dodatkowy instrument polityki pieniężnej, tj. kredyt wekslowy. Ma on być przeznaczony na finansowanie nowych kredytów udzielanych przez banki podmiotom gospodarczym. Uruchomienie instrumentu może nastąpić po opracowaniu zasad przez Zarząd NBP i akceptacji przez RPP.

▪ RPP przewiduje wzrost krótkoterminowej płynności sektora bankowego w 2010 r. do 33,4 mld zł, o 15,2 mld zł wobec br., za sprawą napływu środków z UE i ich przewalutowania w NBP.

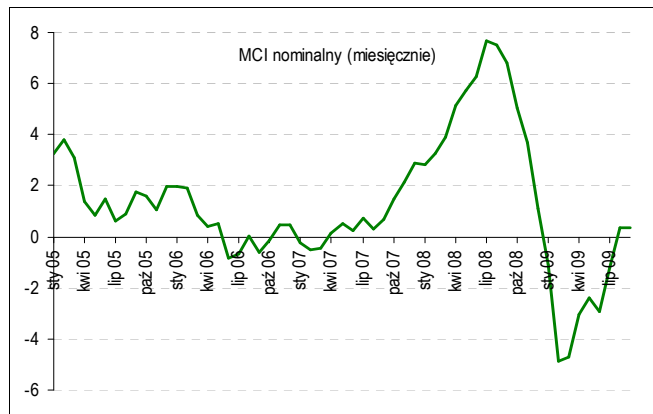
▪ RPP zapisała, podobnie jak przed rokiem, że strategia polityki monetarnej oraz system kursowy zostaną dostosowane do konieczności spełnienia kryteriów z Maastricht w momencie podjęcia wiążącej decyzji dotyczącej planowanej daty wejścia do strefy euro.

... ale Zarząd NBP proponuje nowe rozwiązania

▪ Kierownictwo NBP zgłasza propozycje dotyczące zmian w polityce pieniężnej. Kilka tygodni temu prezes NBP zapowiedział wydłużenie terminu transakcji repo do 12M oraz ogłosił plan wprowadzenia nowych instrumentów polityki pieniężnej, tj. kredytu wekslowego i zakupu obligacji banków przez NBP. Z treści *Założeń polityki pieniężnej na rok 2010* wynika, że z proponowanych nowych instrumentów akceptację RPP (i to warunkową) zyskał tylko kredyt wekslowy.

▪ Teraz szef NBP proponuje zmiany w sposobie komunikacji – publikowanie ścieżki przyszłych stóp lub przynajmniej powrót do wyznaczania formalnego nastawienia w polityce pieniężnej. Z obu tych rozwiązań, które wg nas wpłynęły korzystnie na przejrzystość polityki pieniężnej, bardziej prawdopodobne wydaje się przywrócenie formalnego nastawienia.

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



Stabilizacja MCI

- Po kilku miesiącach wzrostu, we wrześniu nominalny MCI ustabilizował się, a złożyły się na to dwie przeciwstawne siły.
- Z jednej strony, obserwowane we wrześniu umiarkowane osłabienie złotego do euro zwiększyło nieco odchylenie nominalnego kurs złotego EURPLN od jego długoterminowego trendu w stronę deprecjacji. To działało w stronę spadku MCI.
- Z drugiej strony, we wrześniu nastąpił lekki wzrost WIBOR 3M i zmniejszyło się jej odchylenie od długoterminowego trendu w dół, co działało w kierunku wzrostu MCI.
- Przy oczekiwanym przez nas do końca tego roku pewnym umocnieniu kursu złotego i stabilizacji WIBOR, nominalny MCI powinien delikatnie rosnąć w kolejnych miesiącach, wskazując na efektywne zaostrzenie polityki pieniężnej bez zmian stóp NBP.

3,50%



Filar 1,62 (1,61)
Wasilewska -Trenkner 1,59 (1,48)
Noga 1,52 (1,52)
Wojtyna 1,48 (0,91)
Sławiński 1,21 (0,91)
Czekaj 1,00 (0,86)
Owsiak 0,90 (0,91)
Nieckarz 0,86 (0,83)
Skrzypek 0,83 (N/A)
Pietrewicz 0,79 (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 poszczególnych członków, 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 miesięcy – do końca kadencji RPP. Wartość w procentach na osi odzwierciedla **nasze subiektywne** przekonanie o tym, jaki jest preferowany przez poszczególnych członków obecnej Rady poziom stopy referencyjnej za 12 miesięcy.

Kiedy zmiana nastawienia?

Skrajnie „jastrzębi” członek RPP, Dariusz Filar, powiedział 6 października, że zmiana nieformalnego nastawienia polityki pieniężnej z łagodnego na neutralne może nastąpić pod wpływem październikowej projekcji NBP i listopadowych danych. Sugerowałoby to, że prof. Filar liczy się z odłożeniem tej zmiany na kolejny miesiąc, co jest dość zaskakujące, biorąc pod uwagę, że należał on do grupy członków Rady opowiadającej się za potrzebą przejścia na nastawienie neutralne już od kilku miesięcy. Być może ostatnie, w przeważającej części słabsze od oczekiwań, dane makroekonomiczne, nieco zmieniły punkt widzenia bankierów centralnych i ich ocenę perspektyw gospodarki, osłabiając chęć zmiany nastawienia. Prof. Filar zwraca uwagę na dane publikowane w listopadzie, ale wg nas dla terminu zmiany nastawienia istotne będą już dane publikowane w październiku. Jeśli ponownie tchną wśród członków Rady więcej optymizmu co do perspektyw ożywienia gospodarki, to zmiana nastawienia na neutralne raczej się nie odwlecze poza październikowe posiedzenie RPP.

Nadal mało wiadomo o nowych członkach RPP

Anonimowe źródło z PO poinformowało PAP, że kandydatami tej partii do nowej RPP będą prawdopodobnie prof. Elżbieta Adamowicz, prof. Jan Winiecki i prof. Janusz Beksiak. Wszystkie te osoby mają duże doświadczenie akademickie i naukowe. Należy się spodziewać, że kwestia wyłonienia nowej RPP będzie w najbliższych miesiącach jednym z głównych tematów, na których koncentrować się będzie uwaga rynku (kadencja obecnej RPP upływa w styczniu). Dwa miesiące temu cytowane przez PAP źródło jako możliwego kandydata PO wymieniało Andrzeja Bratkowskiego. Jako kandydaci Prezydenta wskazywani byli z kolei Adam Glapiński, prof. Wojciech Roszkowski i (być może) prof. Zyta Gilowska. Z kolei kandydatami PSL mają być podobno prof. Józef Kozioł, prof. Władysław Szymański i Elżbieta Chojna-Duch (ta ostatnia potwierdziła gotowość kandydowania), chociaż nie wiadomo jeszcze dokładnie ile osób będzie mógł wskazać mniejszy koalicjant.

Obecni członkowie RPP sceptyczni wobec propozycji NBP

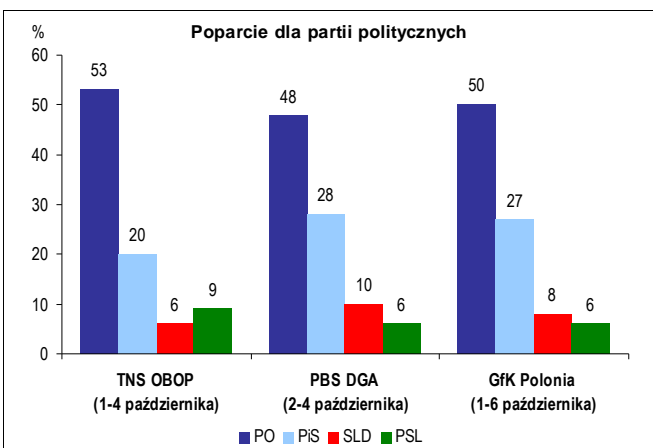
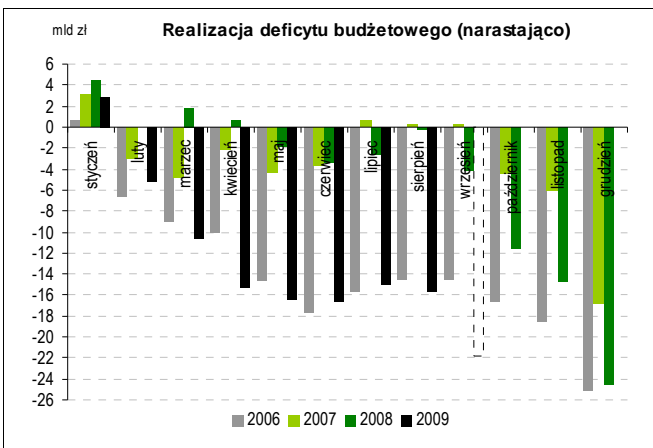
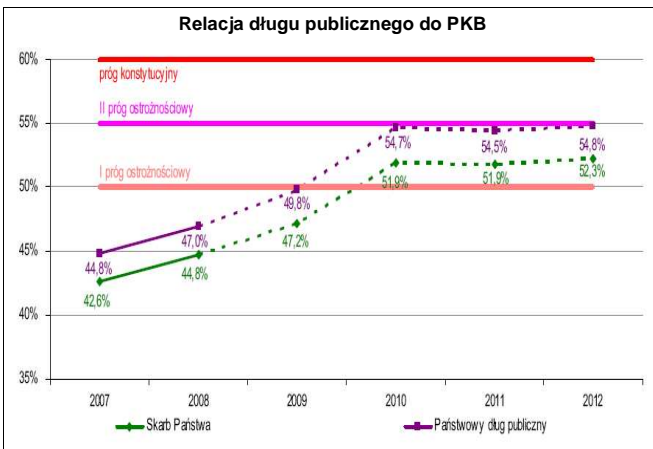
Po zgłoszeniu przez kierownictwo NBP pomysłu wprowadzenia nowych instrumentów polityki pieniężnej (szczegóły na poprzedniej stronie), niektórzy członkowie Rady publicznie wyrazili w tej kwestii poważne zastrzeżenia. Prof. Andrzej Sławiński stwierdził, że kredyt dyskontowy może okazać się przydatny, ale w ograniczonej skali – w okresie, gdy nasze banki będą jeszcze jakiś czas w dość trudnej sytuacji (ten instrument został ostatecznie uwzględniony przez RPP w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2010*). W przypadku zakupu obligacji banków przez NBP Sławiński miał natomiast poważne wątpliwości. Jego zdaniem źródłem finansowania inwestycji i jednocześnie zwiększania kapitałów banków powinny być oszczędności, a nie emisja pieniądza. Bank centralny nie powinien też pośrednio decydować o kierunkach inwestycji, co miało miejsce do pewnego stopnia w Azji przed wybuchem kryzysów walutowych w 1997 r. i stało się to jedną z przyczyn niskiej efektywności inwestycji. Poza tym bank centralny nie powinien wg niego podejmować ryzyka na konto podatnika. Fed i EBC postępowały w ten sposób, ale tylko dlatego, że w amerykańskim i europejskim systemie bankowym działały się rzeczy naprawdę dramatyczne. Z kolei w prof. Andrzeja Wojtyny, kredyt wekslowy i zakup obligacji banków przez NBP są bardzo dyskusyjne. Zwrócił on uwagę, że obecnie wszyscy dyskutują, jaką zbudować strategię odejścia od niestandardowych narzędzi, a w Polsce nie było problemów płynnościowych, które uzasadniałyby na szerszą metę stosowanie niestandardowych narzędzi.

Pod Pod lupą: Rząd i polityka

Główne parametry polityki fiskalnej w 2010 r.

(mld zł)	2008	2009	2010
Dochody budżetu państwa	254,1	272,9	249,0
Wydatki budżetu państwa	278,7	300,1	301,2
Wynik budżetu krajowego	-24,6	-27,2	-52,2
Wynik budżetu środków UE	-	-	-14,4
Państwowy dług publiczny	597,8	658,8	739,1
-sektor rządowy	566,9	616,2	690,5
-sektor samorządowy	28,1	36,7	43,7
-sektor ubezpieczeń społecznych	2,8	5,9	4,9
(% PKB)	2008	2009	2010
Wynik general government	-3,9	-6,0*	-6,9*
Dług publiczny	47,0	49,8	54,7

* szacunki BZ WBK



Źródło: Ministerstwo Finansów, Reuters, obliczenia własne

Rząd przyjął projekt budżetu na 2010 r.

- Ostateczny kształt projektu budżetu przyjęty przez rząd nie różni się znacząco od wcześniej ogłoszonej wersji.
- Deficyt budżetu krajowego wzrośnie zgodnie z zapowiedzią do 52,2 mld zł, a deficyt w budżecie środków europejskich wyniesie 14,4 mld zł, nieco mniej niż podano wcześniej.
- Dochody i wydatki budżetu są wyższe niż wcześniej podano o ok. 3,3 mld zł, co wynika wg MF z zakwalifikowania w budżecie krajowym części środków wpisanych początkowo do budżetu UE, które muszą zostać rozliczone wg starych zasad.
- Rząd przyjął również *Strategię zarządzania długiem publicznym na lata 2010-2012*. Dokument zakłada m.in. okresowe zwiększenie emisji zagranicznych obligacji skarbowych, szczególnie w euro oraz dalsze zwiększanie zapadalności długu Skarbu Państwa.

Czy dług publiczny przekroczy 55% PKB?

- Strategia zarządzania długiem przewiduje wzrost relacji długu publicznego do 49,8% PKB w tym roku oraz do 54,75% PKB w 2010 r., po czym stabilizację w kolejnych dwóch latach nieznacznie poniżej 55% PKB.
- Strategia opiera się na założeniu stopniowej aprecjacji złotego w najbliższych latach (EURPLN średnio 4,0776 w 2010 r., 3,8526 w 2011 r. oraz 3,6143 w 2012 r.), czemu ma sprzyjać przyspieszenie wzrostu gospodarczego.
- Realizacja scenariusza słabszego złotego i/lub wolniejszego wzrostu gospodarczego niż założone w rządowych planach oznaczałyby, w przypadku braku działań w kierunku naprawy finansów publicznych, wysokie ryzyko przekroczenia progu 55% PKB. Wg analiz NBP istnieje spore ryzyko, że dług w 2010 może przekroczyć 60% PKB.

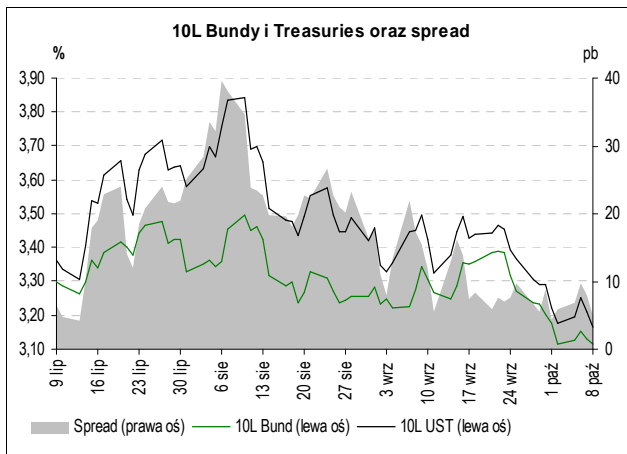
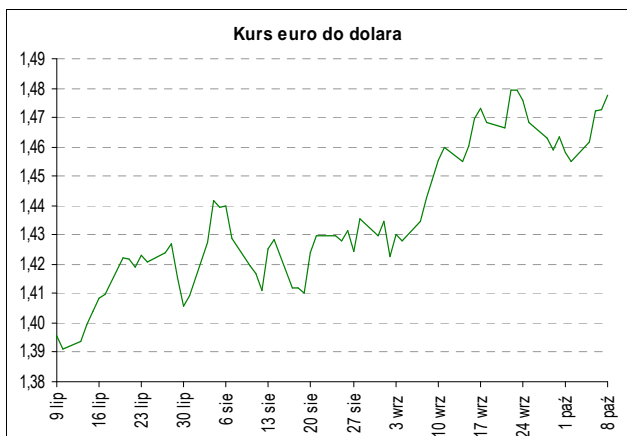
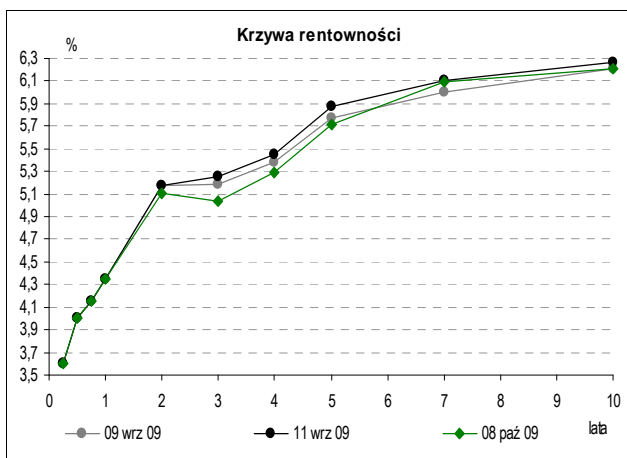
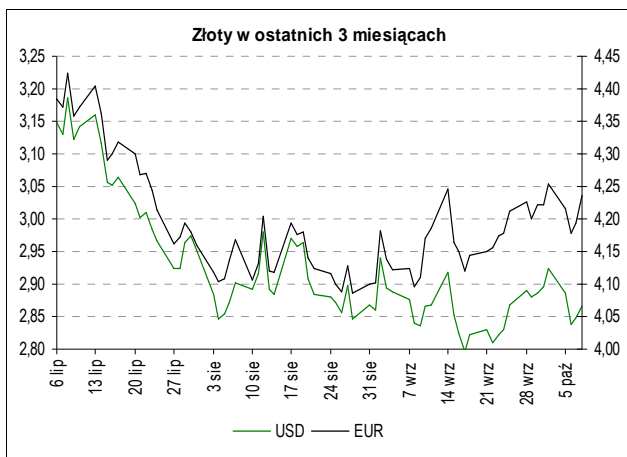
Realizacja budżetu 2009

- Po ośmiu miesiącach roku deficyt budżetu państwa wyniósł 15,6 mld zł, czyli 57,5% planu na cały rok po nowelizacji.
- Wpływy podatkowe ponownie były na niezłym poziomie, głównie dzięki podatkom dochodowym, podczas gdy podatki pośrednie (które mogą być wskazówką nt. aktywności gospodarczej) były nieznacznie gorsze niż w lipcu.
- Nowy harmonogram wykonania budżetu opublikowany po jego nowelizacji przewiduje wzrost deficytu we wrześniu do 21,8 mld zł (80% planu), czyli o ponad 6 mld zł w porównaniu z sierpniem. Wg MF, wynika to m.in. ze znacznie niższych przewidywanych wpływów z UE w tym miesiącu.
- O ile wcześniej w projekcie budżetu 2010 MF przewidywało, że w deficyt w 2009 wyniesie 22,5 mld zł, w ostatecznej wersji projektu przewidywane jest wykonanie na poziomie 27,2 mld zł.

Zmiany w rządzie,... zmiany w sondażach?

- Premier przyjął dymisje siedmiu ministrów w związku z podejrzeniami w tzw. „aferze hazardowej”, dotyczącej nadużyć przy pracach nad ustawą o grach losowych. Stanowisko stracił m.in. wicepremier i szef MSWiA, minister sprawiedliwości, minister sportu oraz wiceminister gospodarki. Nazwiska zastępców nie zostały na razie podane.
- Polityczne zamieszanie może mieć negatywny wpływ na notowania rządu i PO, chociaż ostatnie sondaże, wykonane tuż po ujawnieniu afery, jeszcze nie pokazują dużych zmian poparcia dla partii rządzącej.
- Pytanie, czy nie zmniejszy to motywacji dla rządu do podjęcia działań w kierunku reform gospodarczych. Min. J. Rostowski zapowiedział, że do końca roku przedstawi 2-letni plan naprawy finansów publicznych.

Monitor rynku



Korekta na rynku walutowym

▪ Zgodnie z naszymi oczekiwaniami w ostatnich tygodniach doszło do osłabienia złotego. Kurs EURPLN wahał się długo w przedziale 4,08-4,22. Na przełomie miesiąca złoty osłabił się do ok. 4,30 do euro, co było związane m.in. z oczekiwaniami na wypłatę dywidendy dla Eureko z PZU. Ostateczne rozwiązanie konfliktu z Eureko, podniesienie perspektywy Węgier oraz wzrost apetytu na ryzyko doprowadził do odreagowania złotego do ok. 4,20.

▪ Nie można wykluczyć, że ze względu na czynniki regionalne EURPLN osiągnie poziom 4,30, a nawet go nieznacznie pokona, ale potencjał korekty złotego wydaje się wyczerpywać. Jeśli rozpoczęty sezon publikacji wyników spółek w USA za III kw. nie przyniesie rozczarowań, a nowe dane makro potwierdzą, że globalna gospodarka jest na ścieżce ożywienia, to złoty powinien ruszyć w stronę 4,00 do euro, ale pokonanie tego poziomu to wg nas perspektywa dłuższa niż miesiąc.

Rynek odreagowuje mimo wysokiego deficytu w 2010

▪ Opublikowany w I poł. września projekt budżetu na 2010 r. doprowadził do osłabienia na rynku obligacji. Spadki cen okazały się przejściowe i doszło do odreagowania. Obligacje wsparły wypowiedzi z MinFin o planowanym ograniczeniu emisji obligacji długoterminowych i umocnienie obligacji na Węgrzech w oczekiwaniu na redukcję stóp. Obawy o sprzedaż obligacji przez PZU do wypłaty dywidendy dla Eureko doprowadziła do przejściowej korekty na rynku długu, który odreagował po ostatecznym wyjaśnieniu tej kwestii. W ostatnim miesiącu doszło też do sporego wyplaszczenia krzywej IRS (spadek stóp na długim końcu krzywej).

▪ Spadek inflacji do 3,5% we wrześniu może lekko umocnić rynek stopy procentowej, podobnie jak oczekiwane przez nas umocnienie złotego i poprawa globalnych nastrojów. Wsparciem dla rynku będzie też niska podaż obligacji na aukcjach i aukcje odkupu bonów przeprowadzane przez MinFin.

Zwyżka euro do dolara kontynuowana

▪ We wrześniu doszło do sporego umocnienia euro do dolara w wyniku wzrostu apetytu na ryzyko przy zwiększeniu oczekiwań na ożywienie gospodarcze w świecie. Kurs EURUSD wzrósł do najwyższego poziomu w tym roku, tj. ponad 1,48. Realizacja zysków nastąpiła pod koniec ub. miesiąca, a pretekstem była seria słabych danych z USA. Sprzyjało temu zwiększone zainteresowanie amerykańskimi obligacjami. Do silnego odreagowania euro w październiku przyczyniły się spekulacje prasowe o rezygnacji z dolara jako waluty rozliczeniowej w transakcjach ropą oraz podwyżka stóp w Australii.

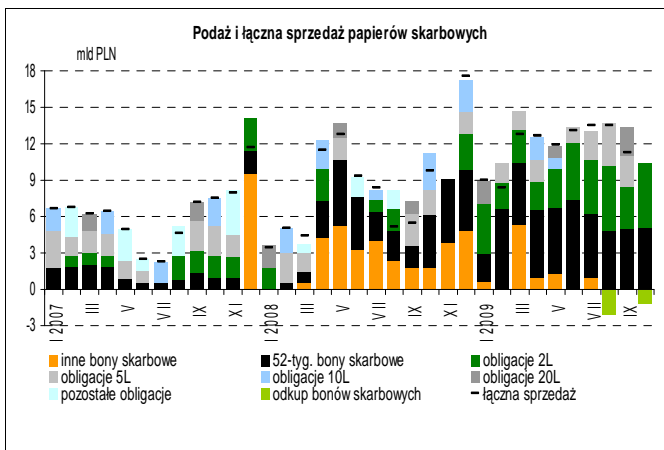
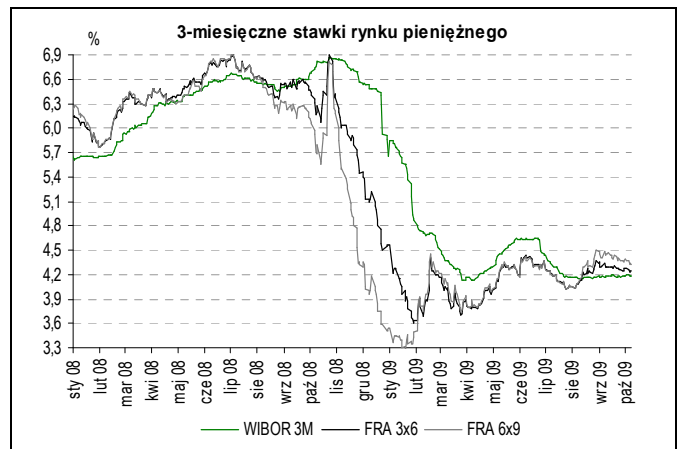
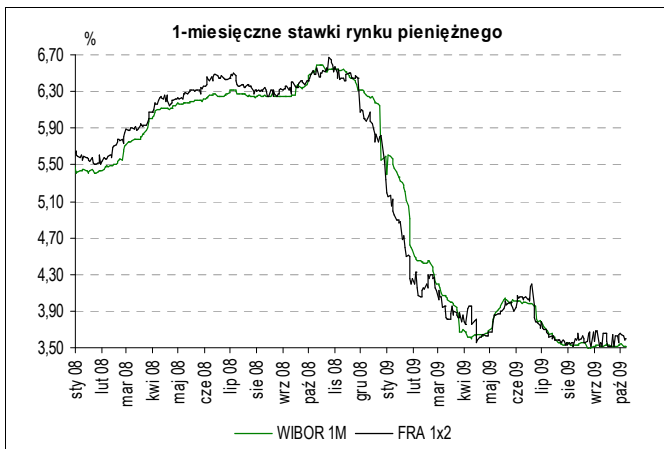
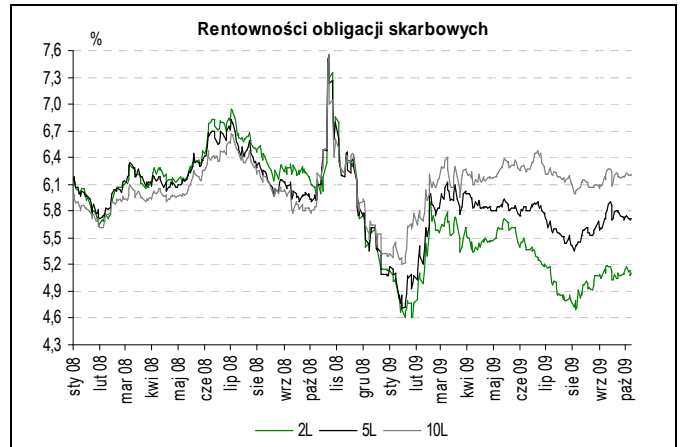
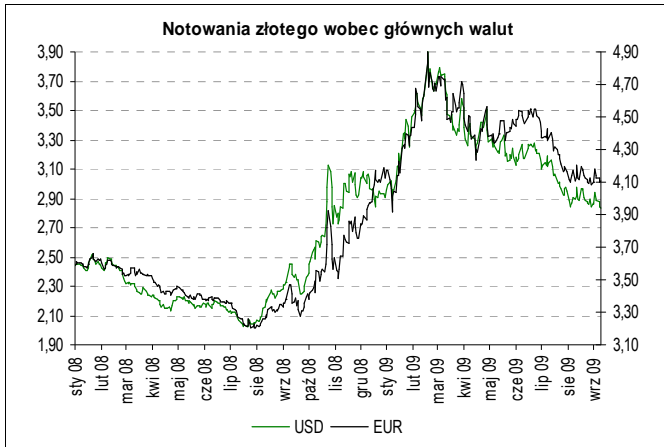
▪ Pozytywne wyniki spółek w najbliższych tygodniach mogą wspierać apetyt na ryzyko i przyczynić się do dalszego wzrostu EURUSD. Silniejsze odreagowanie dolara może przyjść dopiero w przyszłym roku wraz z narastaniem oczekiwań na podwyżki stóp.

Wciąż spory popyt na obligacje

▪ Na bazowych rynkach w I połowie września dominowały wzrosty rentowności, co było wynikiem ograniczania pozycji inwestorów w bezpiecznych aktywach. Towarzyszyły temu wzrosty indeksów akcyjnych. Korekta na rynkach giełdowych doprowadziła też do odreagowania cen obligacji skarbowych w USA i w Niemczech. W ciągu miesiąca doszło do spadku rentowności 10-letnich Bundów i Treasuries do 3,13 i 3,21% z 3,34% i 3,50% oraz wzrostu różnicy między rentownościami tych obligacji do ok. 8 pb.

▪ Ożywienie gospodarcze w USA będzie powolne, a inflacja pozostanie niska, co sugeruje, że stopy procentowe w USA zostaną utrzymane na bardzo niskim poziomie przynajmniej do II poł. 2010 r., jeśli nie dłużej. Podobnie sytuacja przedstawia się, jeśli chodzi o perspektywę dla stóp w strefie euro. Według nas dalsza poprawa rynkowych nastrojów będzie sprzyjać spadkowi rentowności obligacji. Ryzykiem mogą być obawy rynku o wzrost inflacji.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)		
Data przetargu	OFERTA*/SPRZEDAŻ (ODKUP)	
	52-tyg.	ODKUP
19.08.2009	-	-2104
24.08.2009	800-1000/860	-
1.09.2009	800-1000/812	-
7.09.2009	800-1000/807	-
14.09.2009	800-1000/803	-
16.09.2009	-	-44
21.09.2009	800-1000/1000	-
28.09.2009	800-1000/848	-
5.10.2009	-	-1210
12.10.2009	400-600	-
19.10.2009	400-600	-
26.10.2009	400-600	-
2.11.2009	-	-

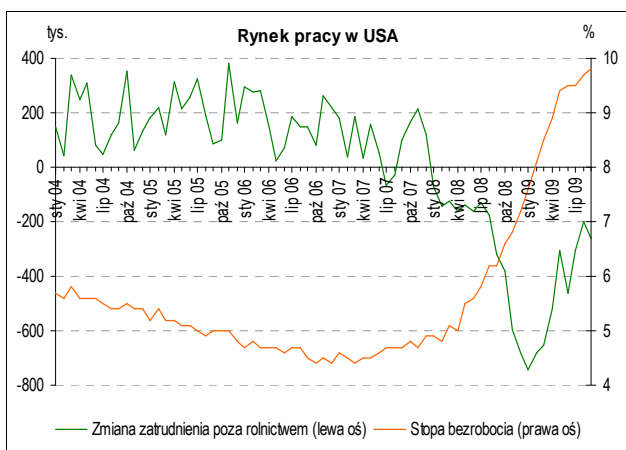
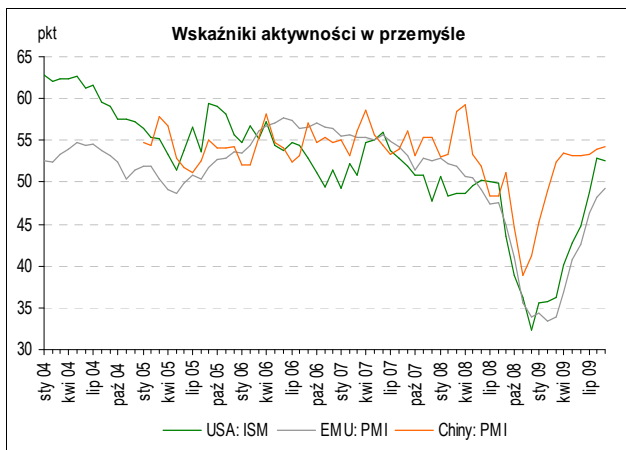
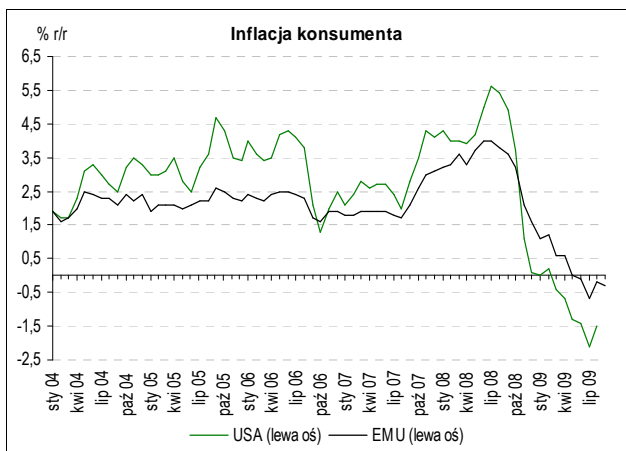
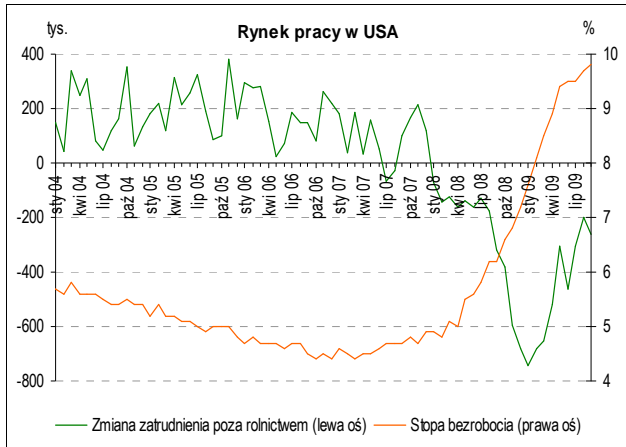
* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

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	DS1019/WS0429	0-2000	odwołany	17.06	OK0112/PS0414	1739/2108	
lipiec	1.07	OK0112	3000-4500	4006	15.07*	PS0414	1000-2000	-	8.07	PS0414/ DS1019	0/1982	
sierpień	5.08*	OK0112	3900-5400	5402	12.08	PS0414	2000-3500	3500	-	-	-	
wrzesień	2.09	OK0112	2500-3500	3500	9.09	PS0414	1000-2500	1109	23.09**	WS0922	1000-2400/2400	
październik	7.10*	OK0112	3000-5400	5400	-	-	-	-	29.10	-	-	
listopad	10.11	OK0712	-	-	-	-	-	-	26.11	-	-	
grudzień	2.12	OK0712/PS0415	-	-	-	-	-	-	16.12	-	-	

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** aukcja zwykła - oferta

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Przegląd międzynarodowy



Pierwsza podwyżka stóp w G20

▪ We wrześniu zgodnie z oczekiwaniami Fed pozostawił główne stopy procentowe bez zmian, stwierdzając jednocześnie, że pozostaną one na niskim poziomie jeszcze przez "dość znaczny" okres. Ożywienie gospodarcze jest na razie zdaniem amerykańskiego banku centralnego zbyt słabe, aby wycofać się z różnych form łagodnej polityki pieniężnej. Zakończenie programu zakupu papierów dłużnych, w tym zabezpieczonych na nieruchomościach, został przesunięty na marzec 2010.

▪ W październiku EBC pozostawił stopy procentowe bez zmian piąty miesiąc z rzędu, a główna stopa w strefie euro pozostała na rekordowo niskim poziomie 1,0%. Prezes EBC J.C. Trichet powiedział na konferencji prasowej, że gospodarka wykazuje oznaki poprawy, ale ożywienie będzie „nierówne” i podkreślił po raz kolejny, że stopy procentowe EBC są obecnie na odpowiednim poziomie, co sugeruje, że nie należy się spodziewać ich szybkiej zmiany. Nie pojawiły się też żadne sygnały o możliwym rozważaniu przez bank strategii wyjścia z ilościowego łagodzenia polityki. Naszym zdaniem pierwsze podwyżki stóp mogą nastąpić w II poł. 2010 r., choć gdyby miały się sprawdzić bardziej pesymistyczne od naszych prognozy EBC dot. PKB, to istnieje ryzyko, że stopy procentowe w strefie euro mogłyby pozostać bez zmian do końca przyszłego roku.

▪ Na początku października Bank Australii jako pierwszy z głównych banków centralnych niespodziewanie podwyższył stopy procentowe z najniższego poziomu od 49 lat, o 25 pb, do 3,25%, sygnalizując możliwość kolejnych ruchów, w reakcji na oznaki ożywienia w gospodarce.

▪ Choć w głównych gospodarkach utrzymuje się ujemna dynamika cen (CPI w USA: 0,4% m/m i -1,5% r/r w sierpniu, spadek dynamiki HICP z -0,2% do -0,3% w strefie euro wg szacunków Eurostatu) to rosną obawy rynków o jej wzrost wraz z ożywieniem gospodarczym, m.in. za sprawą znacznego poluzowania polityki pieniężnej.

Wzrost indeksów aktywności wyhamował

▪ Globalni inwestorzy wciąż z nadzieją spoglądają w kierunku Azji szukając źródła globalnego ożywienia gospodarczego. We wrześniu aktywność w przemyśle chińskim wzrosła szybciej niż przed miesiącem, a indeks PMI wzrósł do 54,3 pkt z 54,0.

▪ W strefie euro indeks PMI dla przemysłu także wzrósł, jednak utrzymuje się nieznacznie poniżej 50 pkt (49,3). W sektorze usług zanotowano po raz kolejny wzrost aktywności (indeks PMI wzrósł do 50,9). Dane z sektora przemysłowego w USA rozczarowały a ISM spaść do 52,6 pkt z 52,9 (poniżej oczekiwanych 54), jednak tu wciąż notowany jest wzrost aktywności. Dużo lepszy od oczekiwań okazał się za to dla sektora usług, który wzrósł do 50,9, po raz pierwszy od roku przekraczając granicę 50. Ponadto finalny indeks optymizmu konsumentów Michigan wzrósł we wrześniu do 73,5 pkt z 65,7.

▪ Dość optymistyczny obraz, który wyróżnił się z opublikowanych danych o aktywności został zaburzony przez pogorszenie zaufania konsumentów w USA (Conference Board spaść do 53,1 pkt) oraz dane z rynku nieruchomości (pierwszy od 4 mies. spadek sprzedaży domów na rynku wtórnym w sierpniu do 5,10 mln oraz mniejszy od oczekiwań wzrost sprzedaży nowych domów w sierpniu do 429 tys.).

▪ Nieco gorsze od prognoz były też dane z rynku pracy. Według raportu Departamentu Pracy USA, spadek liczby miejsc pracy w sektorach pozarolniczych wyniósł we wrześniu -263 ty. wobec oczekiwanych -175 tys. Z kolei stopa bezrobocia w USA wzrosła do 9,8%, najwyższego poziomu od 26 lat z 9,7% w sierpniu.

▪ Finalne dane o PKB za II kw. w USA zostały zrewidowane do -0,7% z -1% za sprawą lepszego wyniku inwestycji w nieruchomości poza mieszkaniowymi. Dane o PKB w strefie euro zostały zrewidowane w dół do -4,8% r/r z -4,7% r/r.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
12 października PL: Przetarg bonów skarbowych US: Dzień wolny	13 PL: Bilans płatniczy (VIII) DE: Indeks ZEW (X)	14 PL: Podaż pieniądza (IX) PL: CPI (IX) EZ: Produkcja przemysłowa (VIII) US: Ceny importowe (IX) US: Sprzedaż detaliczna (IX) JP: Decyzja BoJ	15 EZ: Finalny HICP (IX) US: CPI (IX) US: Indeks Philadelphia Fed (X) US: Indeks NY Fed (X)	16 PL: Place i zatrudnienie (IX) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (IX) US: Produkcja przemysłu (IX) US: Raport o przepływach kapitałowych (VIII) US: Wstępny Michigan (X)
19 PL: Przetarg bonów skarbowych PL: Produkcja przemysłowa (IX) PL: PPI (IX) JP: Minutes BOJ	20 US: Liczba nowych budów domów (IX) US: Liczba pozwoleń na budowę (IX) US: PPI (IX)	21 PL: Inflacja bazowa (IX)	22 PL: Wskaźniki koniunktury (XI) PL: Minutes RPP (IX) US: Ceny domów (VIII) US: Wskaźniki wyprzedzające (IX)	23 PL: Sprzedaż detaliczna (IX) PL: Stopa bezrobocia (IX) EZ: Wstępny PMI – przemysł (X) EZ: Wstępny PMI - usługi (X) DE: Indeks Ifo (X) GB: PKB (III kw.) US: Sprzedaż domów (IX)
26 PL: Przetarg bonów skarbowych DE: Indeks Gfk (XI)	27 PL: Spotkanie RPP EZ: Podaż pieniądza M3 (IX) US: Case/Shiller (VIII) US: Zaufanie konsumentów (X)	28 PL: Spotkanie RPP – decyzja US: Zamówienia na dobra trwałe (IX) US: Sprzedaż nowych domów (IX)	29 PL: Przetarg zamiany EZ: Indeks nastrojów gospodarczych (X) US: Przedwstępny PKB (II kw.)	30 EZ: Wstępny HICP (X) US: Bazowy PCE (IX) US: Chicago PMI (X) US: Finalny Michigan (X) JP: Decyzja BoJ
2 listopada PL: Przetarg bonów skarbowych EZ: PMI - sektor przetwórczy (X) US: ISM - sektor przetwórczy (X) US: Niezakończone transakcje sprzedaży domów (IX)	3 US: Zamówienia w przemyśle (IX)	4 EZ: PMI - sektor usług (X) EZ: PPI (IX) US: ISM - sektor usług (X) US: Raport ADP (X) US: Decyzja Fed JP: Minutes BOJ	5 PL: PMI (IX) GB: Produkcja przemysłowa (IX) EZ: Sprzedaż detaliczna (IX) GB: Decyzja Banku Anglii EZ: Decyzja EBC US: Wydajność pracy & jednostkowe koszty pracy (III kw.)	6 US: Zatrudnienie poza rolnictwem (X) US: Stopa bezrobocia (X) US: Zapasy hurtowe (IX)
9 DE: Eksport (IX)	10 PL: Bilans płatniczy (IX) PL: Przetarg obligacji DE: Indeks ZEW (XI)	11 PL: Dzień Niepodległości	12 EZ: Produkcja przemysłowa (IX)	13 PL: CPI (X) PL: Podaż pieniądza (X) DE: Wstępny PKB (III kw.) EZ: Wstępny PKB (III kw.) US: Bilans handlowy (IX) US: Wstępny Michigan (XI)

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	22	21	20	22
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	23	25	23	23	-	-
Place brutto, zatrudnienie	19	17	17	17	19	18	16	18	16	16	18	16
Bezrobocie	29	24	24	27	26	25	23	25	23	23	-	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31	-	-	30	-	-	30	-	-	30
Bilans płatniczy	15 ^c	12	13	14	15	17	14	11	11	13	10	11
Podaż pieniądza	14	13	13	14	14	12	14	13	14	14	13	14
Bilans NBP	7	6	6	7	7	5	7	7	7	7	6	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.

Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		wrz 08	paź 08	lis 08	gru 08	sty 09	lut 09	mar 09	kwi 09	maj 09	cze 09	lip 09	sie 09	wrz 09	paź 09
Produkcja przemysłowa	% r/r	5,5	-2,0	-10,6	-5,6	-15,3	-14,6	-1,9	-12,2	-5,2	-4,5	-4,4	-0,2	-1,1	-7,8
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	12,4	9,2	3,0	6,9	1,3	-1,6	-0,8	1,0	1,1	0,9	5,7	5,2	3,5	-0,4
Stopa bezrobocia	%	8,9	8,8	9,1	9,5	10,5	10,9	11,2	11,0	10,8	10,7	10,8	10,8	11,0	11,2
Place brutto ^{b c}	% r/r	11,2	10,1	7,6	5,6	8,1	5,1	5,7	4,8	3,8	2,0	3,9	3,0	3,2	1,0
Zatrudnienie ^b	% r/r	4,0	3,5	3,0	2,2	0,7	-0,2	-0,9	-1,4	-1,7	-1,9	-2,2	-2,2	-2,4	-2,6
Eksport (w euro) ^d	% r/r	23,3	3,0	-8,1	-12,6	-24,3	-26,3	-16,6	-30,3	-22,1	-21,4	-24,5	-15,3	-14,6	-12,6
Import (w euro) ^d	% r/r	25,3	8,0	-5,2	-9,2	-26,2	-32,7	-25,9	-36,3	-31,9	-32,0	-30,0	-21,6	-20,3	-18,3
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-1450	-1611	-1553	-1819	-483	-67	-214	-207	-44	-109	-551	-498	-498	-692
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-2045	-1640	-1432	-1740	-754	790	-131	-428	-420	-11	-565	-248	-468	-442
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-5,0	-5,1	-5,2	-5,1	-5,0	-4,5	-4,0	-3,8	-3,5	-3,0	-2,9	-2,7	-2,2	-1,9
Saldo budżetu (narastająco)	mlrd PLN	-4,2	-11,6	-14,8	-24,6	2,9	-5,3	-10,6	-15,3	-16,4	-16,7	-15,0	-15,6	-21,8	-24,2
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	17,0	47,1	60,3	100,0	-10,7	19,4	39,0	56,4	60,3	61,3	55,3	57,5	80,2	89,1
Inflacja (CPI)	% r/r	4,5	4,2	3,7	3,3	2,8	3,3	3,6	4,0	3,6	3,5	3,6	3,7	3,5	3,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,0	2,4	2,2	2,7	3,6	5,7	5,5	4,8	3,7	4,1	2,8	2,5	2,1	2,2
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	17,3	17,3	18,1	18,6	17,6	17,8	17,5	14,4	14,2	14,4	11,9	9,2	9,0	8,9
Depozyty	% r/r	20,0	18,7	19,4	20,6	19,5	19,2	19,4	16,1	15,7	15,9	13,0	10,8	9,9	10,6
Kredyty	% r/r	28,0	32,8	31,7	36,0	35,8	37,2	34,5	30,3	29,3	26,8	23,3	19,8	16,9	10,6
USD/PLN	PLN	2,34	2,69	2,93	2,98	3,18	3,63	3,55	3,36	3,23	3,22	3,05	2,90	2,86	2,86
EUR/PLN	PLN	3,37	3,57	3,73	4,01	4,22	4,65	4,62	4,43	4,41	4,51	4,30	4,13	4,16	4,18
Stopa referencyjna ^a	%	6,00	6,00	5,75	5,00	4,25	4,00	3,75	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Stopa lombardowa ^a	%	7,50	7,50	7,25	6,50	5,75	5,50	5,25	5,25	5,25	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
WIBOR 3M	%	6,56	6,80	6,74	6,40	5,51	4,69	4,30	4,20	4,52	4,60	4,26	4,16	4,18	4,15
Rentowność bonów 52-tyg.	%	6,46	6,45	6,52	6,10	4,85	4,62	4,78	4,80	4,91	4,73	4,43	4,23	4,33	4,25
Rentowność obligacji 2L	%	6,25	6,46	6,26	5,43	4,81	5,37	5,60	5,44	5,60	5,34	4,93	4,92	5,10	5,05
Rentowność obligacji 5L	%	6,01	6,48	6,21	5,42	4,96	5,57	5,97	5,88	5,85	5,83	5,55	5,53	5,74	5,65
Rentowność obligacji 10L	%	5,89	6,39	6,25	5,57	5,43	5,94	6,21	6,17	6,30	6,34	6,19	6,08	6,18	6,15

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

		2007	2008	2009	2010	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
PKB	mld PLN	1 175,3	1 271,7	1 338,5	1 381,1	314,5	326,6	329,2	368,2	325,4	335,0	337,0	383,7
PKB	% r/r	6,7	4,9	1,2	1,6	0,8	1,1	1,3	1,3	1,3	1,4	1,5	2,2
Popyt krajowy	% r/r	8,6	5,5	-1,4	2,2	-1,0	-2,0	-1,7	-1,1	2,4	2,8	1,6	2,1
Spożycie indywidualne	% r/r	5,0	5,4	1,9	1,2	3,3	1,9	1,5	1,0	1,0	1,1	1,3	1,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	17,6	8,1	-4,4	1,5	1,2	-2,9	-4,0	-8,0	-3,0	2,0	2,0	3,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	9,7	3,5	-5,1	-2,6	-10,0	-6,7	-1,9	-1,8	-4,7	-3,3	-5,3	2,9
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	14,0	9,6	0,3	0,2	-1,4	-0,1	2,7	-0,2	-0,7	0,0	-0,6	1,9
Stopa bezrobocia ^a	%	11,2	9,5	12,5	13,7	11,2	10,7	11,0	12,5	13,5	12,7	12,8	13,7
Place realne brutto ^c	% r/r	6,7	5,9	0,2	-0,4	3,2	0,2	-0,2	-2,1	-3,0	-0,5	0,0	2,1
Zatrudnienie ^c	% r/r	4,6	4,8	-1,5	-2,3	0,1	-1,0	-2,3	-2,6	-3,0	-2,4	-2,1	-1,7
Eksport (w euro) ^b	% r/r	13,4	14,2	-20,0	3,1	-22,2	-24,8	-18,3	-14,0	-2,0	1,0	2,5	11,0
Import (w euro) ^b	% r/r	19,5	17,2	-26,8	6,5	-28,2	-33,4	-24,1	-21,0	3,0	7,0	6,0	10,0
Bilans handlowy ^b	mln EUR	-12 369	-17 724	-4 715	-8 358	-744	-360	-1 547	-2 064	-1 944	-1 821	-2 553	-2 039
Rachunek bieżący ^b	mln EUR	-14 696	-18 302	-3 520	-5 658	-30	-845	-1 281	-1 364	-1 344	-1 121	-1 653	-1 539
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-4,7	-5,1	-1,1	-1,6	-4,0	-2,9	-2,2	-1,1	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-2,0	-3,9	-6,0	-6,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2,5	4,2	3,5	2,4	3,3	3,7	3,6	3,6	3,1	2,2	2,0	2,4
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	4,0	3,3	3,8	2,4	3,6	3,5	3,5	3,8	2,6	2,1	2,2	2,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,0	2,2	3,4	-1,3	4,9	4,2	2,5	2,0	-1,6	-1,8	-1,0	-0,8
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	13,4	18,6	5,2	4,0	17,5	14,4	9,0	5,2	4,0	3,7	5,3	4,0
Zobowiązania ^a	% r/r	14,5	20,6	5,1	3,3	19,4	15,9	9,9	5,1	2,6	2,3	3,8	3,3
Należności ^a	% r/r	29,9	36,0	3,9	4,0	34,5	26,8	16,9	3,9	-0,1	0,3	1,7	4,0
USD/PLN	PLN	2,77	2,41	3,12	2,72	3,45	3,27	2,94	2,81	2,72	2,73	2,72	2,72
EUR/PLN	PLN	3,78	3,52	4,31	3,90	4,50	4,45	4,20	4,11	3,98	3,93	3,87	3,82
Stopa referencyjna ^a	%	5,00	5,00	3,50	4,00	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	4,00	4,00
Stopa lombardowa ^a	%	6,50	6,50	5,00	5,50	5,25	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,50	5,50
WIBOR 3M	%	4,73	6,36	4,40	4,19	4,83	4,44	4,20	4,15	4,08	4,05	4,19	4,43
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,69	6,26	4,54	4,29	4,75	4,81	4,33	4,25	4,25	4,10	4,30	4,50
Rentowność obligacji 2L	%	5,23	6,22	5,20	5,21	5,26	5,46	4,98	5,10	5,23	5,05	5,20	5,35
Rentowność obligacji 5L	%	5,52	6,15	5,67	5,72	5,50	5,85	5,61	5,70	5,78	5,65	5,70	5,75
Rentowność obligacji 10L	%	5,56	6,06	6,11	6,03	5,86	6,27	6,15	6,15	6,13	6,00	6,00	6,00

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 08.10.2009 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.

