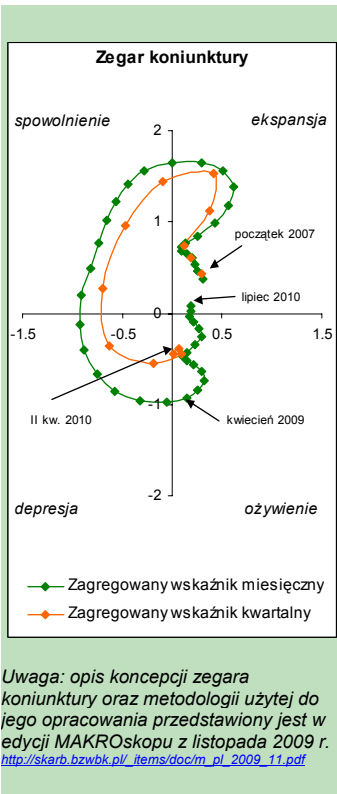


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Wrzesień 2010



W tym miesiącu:

Gospodarka Polski	2
Rynek nieruchomości	4
Pod lupą: Bank centralny	5
Pod lupą: Rząd i polityka	7
Monitor rynku	8
Przegląd międzynarodowy	10
Kalendarz makroekonomiczny	11
Dane i prognozy ekonomiczne	12

Maciej Reluga
Główny Ekonomista
022 586 8363

Piotr Bielski
022 586 8333

Piotr Bujak
022 586 8341

Marcin Sulewski
022 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

Czas na odważne decyzje

▪ **Polska gospodarka rozwija się coraz szybciej i spodziewamy się utrzymania tempa wzrostu PKB w okolicach 3,5-4,0% w najbliższych kwartałach (zmiana prognozy na cały rok z 3,2 na 3,5%).** Publikacja indeksu PMI za sierpień potwierdziła naszą optymistyczną prognozę wyraźnego odbicia w przemyśle przetwórczym. Spodziewamy się również, że inne statystyki miesięczne wykażą poprawę w stosunku do lipca. Co prawda w dalszej części roku prognozujemy wyhamowanie tempa wzrostu zamówień eksportowych i produkcji, ale z drugiej strony do poprawy powinno dojść w sektorze budowlanym, a lepsza sytuacja na rynku pracy będzie wspierała konsumpcję. Wciąż pozostajemy ostrożni jeśli chodzi o przyszły rok, utrzymując prognozę wzrostu PKB na poziomie 3,5%, głównie ze względu na ryzyka globalne.

▪ **Biorąc pod uwagę przyspieszenie gospodarcze i poprawę na rynku pracy oraz oczekiwany wyraźny wzrost inflacji i rosnące oczekiwania inflacyjne, Rada Polityki Pieniężnej stanie wkrótce przed podjęciem istotnej decyzji odnośnie stóp procentowych.** Można właściwie powiedzieć, że przed tym dylematem stoi już teraz, gdyż według jednego z jej członków do głosowania nad podwyżką doszło już na sierpniowym posiedzeniu. Oczywiście, znacząca niepewność odnośnie rozwoju sytuacji gospodarczej na świecie stanowi jakiś czynnik ryzyka dla RPP, jednak naszym zdaniem czynniki lokalne przeważą i do podwyżki stóp procentowych dojdzie na jednym z najbliższych spotkań Rady. Warto zaznaczyć, że RPP poparła w komunikacie słuszne odważne plany KNF prowadzące do tego, aby w końcu ograniczyć udzielanie kredytów walutowych dla gospodarstw domowych.

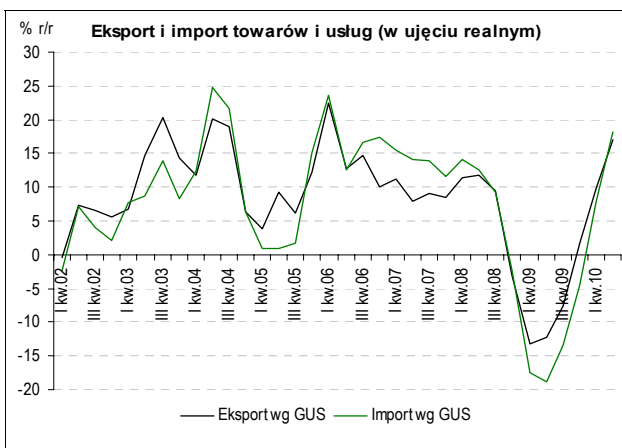
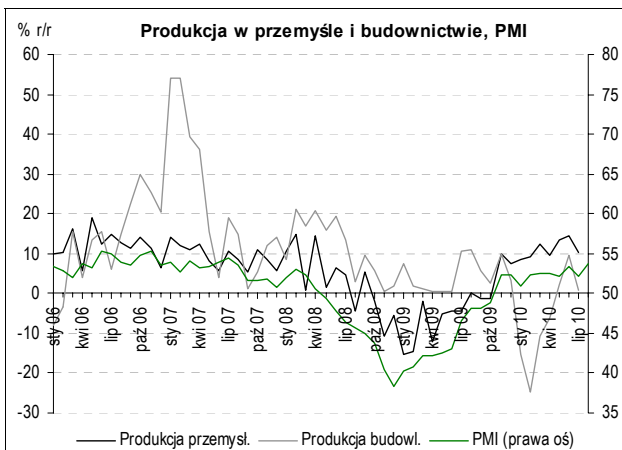
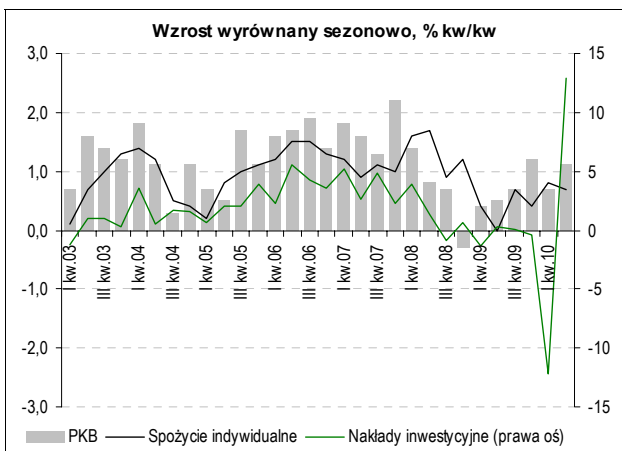
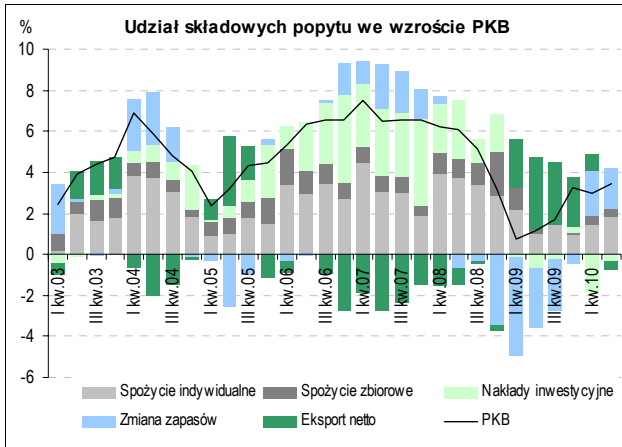
▪ **Rząd wydaje się ponownie odkładać odważne decyzje reformatorskie i zdecydował się „kupić czas” podwyższając od przyszłego roku stawkę VAT.** Wieloletni Plan Finansowy jest rozczarowujący jeśli chodzi o proponowaną skalę redukcji deficytu nie tylko dla nas, ale i większości obserwatorów ekonomicznych. Z drugiej strony, nie należy się dziwić, że reakcja rynku nie była negatywna, szczególnie, że potrzeby pożyczkowe zaplanowane są na relatywnie niskim poziomie. Zobaczmy jak będzie z ich realizacją i pamiętajmy, że istnieje znaczące ryzyko przekroczenia poziomu 55% jeśli chodzi o relację długu publicznego do PKB.

▪ **Na rynkach finansowych wakacje upłynęły pod znakiem stabilizacji kursu złotego wokół poziomu 4,0 wobec euro, pomimo tego, że globalna awersja do ryzyka dawała o sobie znać na skutek publikacji rozczarowujących danych ekonomicznych, głównie w USA.** Jednocześnie, umocnienie na światowych rynkach obligacji spowodowane zwiększeniem obaw o globalne spowolnienie (recesję w USA), pociągnęło za sobą również spadek rentowności obligacji na polskim rynku i spłaszczenie krzywej dochodowości. Naszym zdaniem, zbliżająca się nieuchronnie podwyżka stóp procentowych oraz seria kolejnych danych ekonomicznych, które przyniosą poprawę wielu wskaźników (produkcja przemysłowa i budowlana, dane z rynku pracy, wzrost inflacji CPI, wysoki PPI) powinny doprowadzić do wzrostu rentowności polskich obligacji. Jeśli chodzi o kurs złotego, utrzymujemy wcześniejsze prognozy wskazujące na umocnienie złotego (3,92 na koniec września).

Na rynku finansowym 31 sierpnia 2010 r.:					
Stopa depozytowa NBP	2,00	WIBOR 3M	3,81	USDPLN	3,1583
Stopa referencyjna NBP	3,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	4,67	EURPLN	4,0038
Stopa lombardowa NBP	5,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,15	EURUSD	1,2677

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 01.09.2010 r.

Gospodarka Polski



Coraz lepiej w gospodarce

Tempo wzrostu PKB wyniosło w II kw. 3,5% r/r, czyli powyżej oczekiwań. Największą niespodzianką w strukturze wzrostu było wyraźne przyspieszenie konsumpcji prywatnej. Co prawda spodziewaliśmy się, że czwarty kwartał 2009 był pod tym względem najgorszy (1,7%) i w kolejnych będzie następowała stopniowa poprawa, jednak nasza prognoza wskazywała na stabilizację tempa wzrostu konsumpcji w II kwartale na poziomie nieco powyżej 2%. Dane GUS wskazują na wzrost o 3%.

Pewnym rozczarowaniem mogą być dane o inwestycjach, które drugi kwartał z rzędu wykazały negatywną dynamikę. Rozczarowanie jest jednak delikatne, bo oczekiwania wskazywały na mizerny wzrost. Poza tym trzeba zaznaczyć, że po spadku o 12,4% r/r w I kw., w kolejnych trzech miesiącach mamy spadek o zaledwie 1,7% r/r. Jeśli chodzi o pozytywny wpływ zmiany zapasów i negatywny wpływ eksportu netto, dane były mniej więcej zgodne z naszymi oczekiwaniami. Ponieważ pozytywna niespodzianka w konsumpcji była znacznie większa niż negatywna w inwestycjach, łączny popyt krajowy przekroczył naszą prognozę 3,7% r/r i wzrósł o 3,9%. Jest to najszybsze tempo wzrostu od III kwartału 2008.

Zakładając kilkuprocentowy wzrost inwestycji w II poł. roku oraz utrzymanie się tempa wzrostu konsumpcji na poziomie ok. 3% (w czym pomagać będzie ożywienie na rynku pracy), nawet przy prawdopodobnym większym negatywnym wpływie eksportu netto i braku aż tak znaczącego pozytywnego wpływu zmiany zapasów, prognozujemy, że polska gospodarka będzie się rozwijała w tempie podobnym (lub nieco szybszym) jak w drugim kwartale. W rezultacie, podwyższamy prognozę na cały rok z poziomu 3,2%, (powyżej konsensusu) na 3,5%. Pozostajemy ostrożni jeśli chodzi o przyszły rok, utrzymując prognozę 3,5%, głównie ze względu na ryzyka globalne.

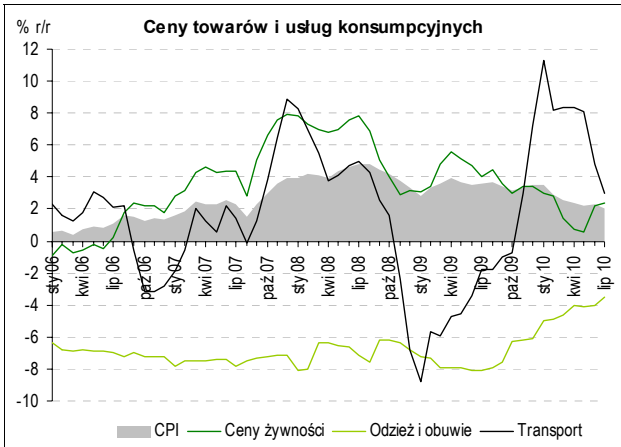
Produkcja w lipcu całkiem niezła, gorzej w budownictwie

Produkcja przemysłowa wzrosła w lipcu o 10,3% r/r (w czerwcu było 14,3%), co było bliskie naszej prognozie na poziomie 10,8% (zrewidowanej w dół z 12% po słabszym wskaźniku PMI). Konsensus rynkowy wynosił ponad 12%.

Pomimo tego, że dane były gorsze niż oczekiwania rynkowe, naszym zdaniem nie stanowią one w żadnym razie niepokojącego sygnału odnośnie sytuacji w polskim przemyśle. Należy pamiętać, że w lipcu tego roku mieliśmy jeden dzień roboczy mniej w porównaniu z lipcem 2009. Dlatego też, bardziej miarodajny obraz dają statystyki po wyeliminowaniu czynników sezonowych. Wzrost produkcji w tym ujęciu wyniósł 11,3% r/r, czyli podobnie jak przed miesiącem i więcej niż średnio w pierwszej połowie roku. Widać wyraźnie, że sektor przetwórczy wciąż korzysta na ożywieniu u naszych głównych partnerów handlowych. Dane za kolejne miesiące powinny przynieść kontynuację obserwowanych tendencji i dwucyfrowy wzrost produkcji w III kw. (w sierpniu wyraźne odbicie, co sugeruje bardzo dobry odczyt PMI, a dodatkowo będzie odwrotny efekt dni roboczych niż w lipcu), po czym prognozujemy pewne spowolnienie na przełomie 2010 i 2011, gdyż tempo wzrostu nowych zamówień eksportowych będzie w kolejnych kwartałach wolniejsze.

Rozczarowujące były natomiast dane o produkcji budowlano-montażowej, która wzrosła o niecały 1% przy konsensusie rynkowym na poziomie 7,9% i naszej prognozie w wysokości 5,5%. Stanowi to wyraźne spowolnienie w porównaniu z niemalże dziesięcioprocentowym wzrostem w czerwcu. Pamiętać jednak należy, że produkcja w tym sektorze wykazuje się w ostatnich miesiącach wyjątkowo dużą zmiennością i sierpień (oraz kolejne miesiące) powinny przynieść wyraźne odbicie, czego oczekujemy.

Gospodarka Polski



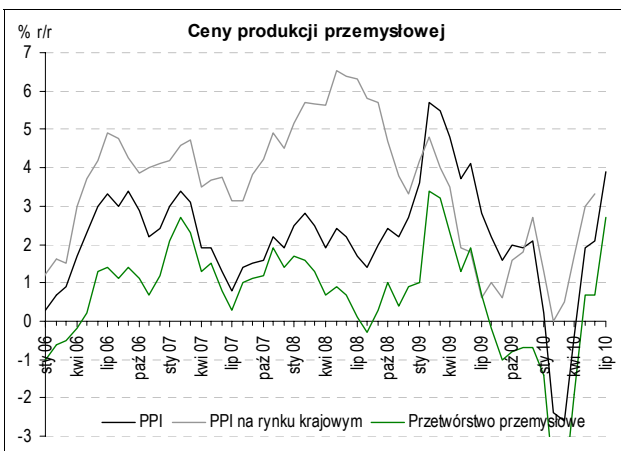
Inflacja osiągnęła dno, rosną ceny producenta

▪ Lipcowa inflacja okazała się zgodna z naszą prognozą (2,0%), która była najniższa na rynku, niższa od prognozy Ministerstwa Finansów (2,1%) oraz konsensusu rynkowego (2,2%). Zmiana cen w większości kategorii cenowych była zgodna z naszymi prognozami, ceny żywności spadły o ok. 1%, ceny paliw nieznacznie wzrosły (0,2%). Wyraźny spadek cen (o 1,3%) zanotowano w kategorii odzież i obuwie, a wzrost w „rekreacji i kulturze” (0,5%). W większości pozostałych kategorii ceny były stabilne. Inflacja bazowa wyniosła 1,2%.

▪ Najbliższe miesiące przyniosą, naszym zdaniem, wzrost inflacji CPI, która osiągnie poziom celu inflacyjnego na przełomie III i IV kwartału, a następnie będzie kontynuowała wzrost w końcówce 2010 i na początku 2011 roku. W pewnej mierze będą za to odpowiadały wyższe niż w roku ubiegłym ceny żywności (roczna dynamika na koniec roku może być o ok. punkt procentowy wyższa niż 2,6% w lipcu). Będzie to związane z pewnym opóźnionym efektem powodzi oraz ostatnio obserwowanym trendem wzrostowym surowców żywnościowych na świecie. Umocnienie złotego będzie częściowo neutralizowało te czynniki. Niemniej, w dalszej części roku spodziewamy się również wzrostu inflacji bazowej.

▪ Szokująco wysoki był wskaźnik inflacji producenta w lipcu, który wyniósł 3,9% r/r. Ceny w ujęciu miesięcznym wzrosły o 0,3%, pomimo wyraźnego umocnienia złotego obserwowanego w poprzednim miesiącu, które wpłynęło na ceny eksportowe w ujęciu złotowym. Wyraźny wzrost cen nastąpił w sektorach uzależnionych od cen surowców, ale nie tylko.

▪ Przeciwny do PPI efekt miały dane o płacach, które wzrosły o zaledwie 2,1% r/r, co wpłynęło na spowolnienie funduszu płac. Spodziewamy się jednak, że kolejny miesiąc przyniesie wzrost płac o ponad 4%.

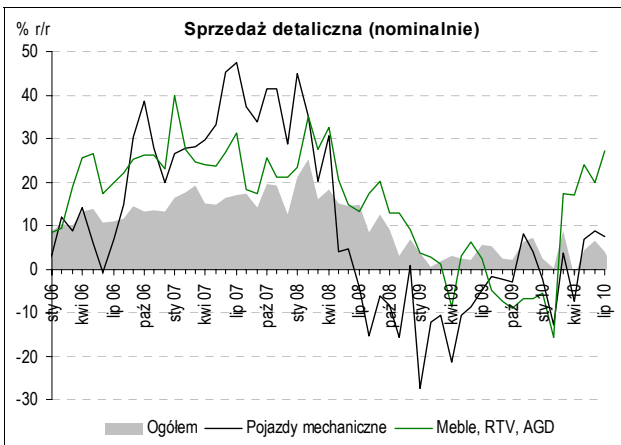
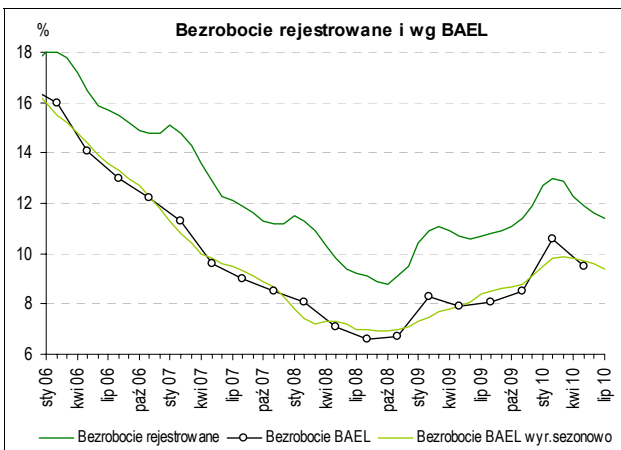


Poprawa na rynku pracy wspiera sprzedaż

▪ Pomijając rozczarowujące płace, dane napływające z rynku pracy raczej napawają optymizmem. Zatrudnienie rośnie wciąż w szybkim tempie i wydaje się, że jest to zjawisko trwałe, głównie skoncentrowane w budownictwie i przetwórstwie przemysłowym. Co za tym idzie, spada stopa bezrobocia - w lipcu do 11,4% w ujęciu rejestrowanym i do 9,4% wg danych odsezonowanych Eurostatu; oraz do 9,5% wg BAEL w II kwartale. Liczba deklarowanych zwolnień nieco się obniżyła w lipcu, głównie w sektorze prywatnym, chociaż pozostała blisko poziomu 45 tys.

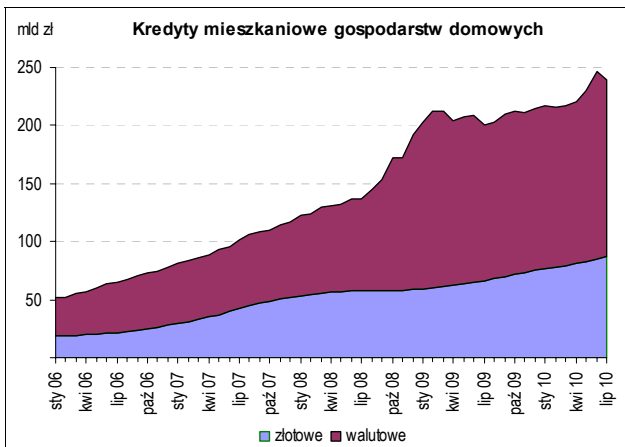
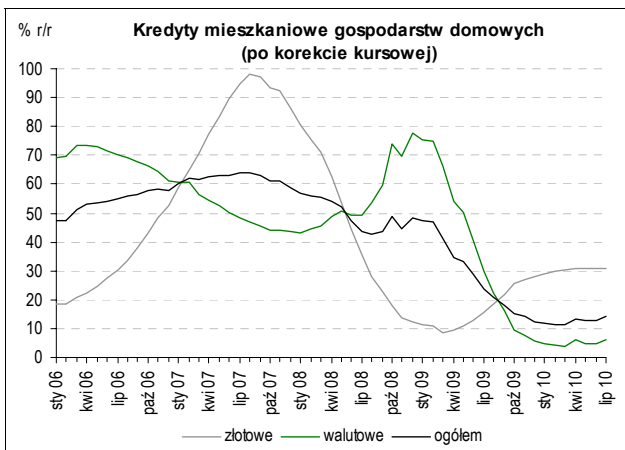
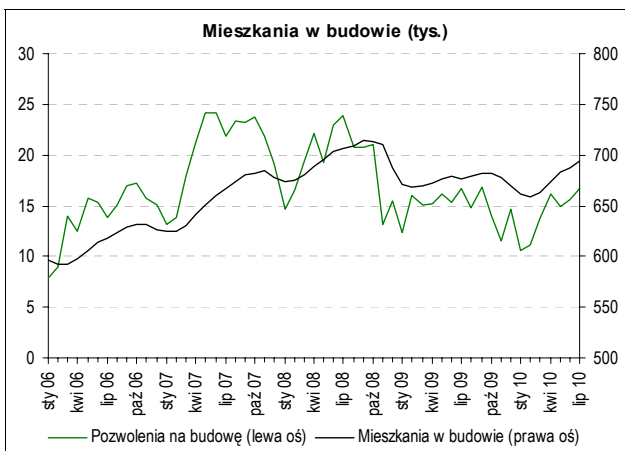
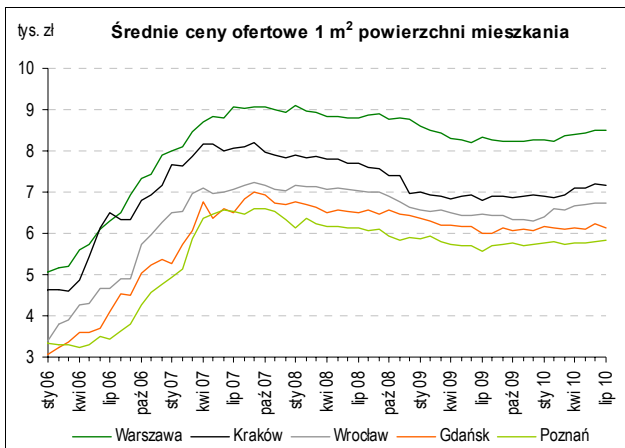
▪ Wyniki badań GUS nt. koniunktury konsumenckiej pokazały dalszą poprawę ocen dokonywania zakupów przez gospodarstwa domowe oraz oczekiwanych możliwości zaoszczędzenia pieniędzy, chociaż jednocześnie pogorszyły się przewidywania dot. sytuacji gospodarczej, przyszłych dochodów i bezrobocia.

▪ Wzrost sprzedaży detalicznej spowolnił w lipcu do 3,9% r/r z 6,4% w czerwcu. Realny wzrost sprzedaży wyniósł 2,4% r/r. Większość poszczególnych kategorii sprzedaży zachowała się zgodnie z typową sezonową ścieżką. Duży wpływ na osłabienie rocznej dynamiki sprzedaży miał efekt wysokiej bazy (wyjątkowo wysoki wzrost rok wcześniej, co mogło być związane z tym, że w kulminacyjnej fazie kryzysu mniej Polaków niż zwykle zdecydowało się na wakacje za granicą). Najbardziej na obniżeniu rocznej dynamiki zaciażyła sprzedaż towarów żywnościowych oraz odzież i obuwia. Z drugiej strony, zwraca uwagę wysoki wzrost (27,2% r/r najwyższy poziom od kwietnia 2008) w kategorii „meble, RTV, AGD”, czyli dóbr trwałego użytku. Wskazuje to, naszym zdaniem, że popyt konsumentów ma się całkiem nieźle, a po ustąpieniu efektu wysokiej bazy w kolejnych miesiącach powinniśmy mieć do czynienia z wyraźną poprawą tempa wzrostu.



Źródło: GUS, NBP, Eurostat, obliczenia własne

Rynek nieruchomości



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

Na rynku mieszkaniowym bez większych zmian

- Ostatnie miesiące nie przyniosły większych zmian sytuacji na krajowym rynku nieruchomości. Popyt gospodarstw domowych na mieszkania pozostaje przytłumiony, mimo stopniowej poprawy na rynku pracy i łagodzenia polityki kredytowej przez banki. Aktywność kupujących była dodatkowo obniżona w okresie wakacyjnym, zgodnie z typową sezonowością.
- Ofertowe ceny mieszkań w większych miastach pozostają w miarę stabilne mniej więcej od połowy 2009 r. Również relacja kosztów zakupu mieszkań do przeciętnych dochodów gospodarstw domowych ustabilizowała się w horyzontalnym trendzie w okresie ostatnich kilku miesięcy.
- W ciągu ostatniego roku wyraźnie obniżyły się średnie ceny najmu w większych miastach, w największym stopniu w przypadku kawalerek (wg serwisu Oferty.net o ok. 12% r/r).

Rośnie aktywność deweloperów

- Statystyki GUS potwierdzają sygnalizowane przez nas wcześniej ożywienie po stronie podaży. W II kw. deweloperzy zaczęli wyraźnie zwiększać liczbę rozpoczynanych budów. Wzrosła również liczba wydawanych pozwoleń na budowę. Wg raportu REAS sygnały napływające z firm deweloperskich wskazują na to, że zamierzają one nadal rozpoczynać nowe inwestycje w podobnym tempie jak dotychczas.
- Liczba mieszkań oddawanych do użytkowania stopniowo maleje od szczytu osiągniętego w końcu 2009 r. (w lipcu było ich o 1/3 mniej niż przed rokiem), ale w ofercie deweloperów nadal jest dużo wolnych lokali. Warto zauważyć, że mimo stagnacji popytu nie powoduje to spadku cen. Wg REAS, lekka nadwyżka popytu nad podażą utrzymuje się jedynie w segmencie lokali najtańszych o niewielkiej powierzchni.

Łagodniejsza polityka banków ...

- Banki kontynuowały w ostatnich miesiącach stopniowe łagodzenie kryteriów przyznawania kredytów mieszkaniowych, m.in. obniżając marże i zmniejszając wymagania dotyczące wkładu własnego. W lipcu przeciętna marża dla kredytów złotych osiągnęła wg Expandera najniższy poziom od sierpnia 2008. Na spadek kosztów kredytowania wpływa też malejący stopniowo WIBOR (w sierpniu 3-miesięczne stawki najniższe w historii).
- W przypadku kredytów walutowych warunki kredytowania nieznacznie się pogorszyły (lekki wzrost marż i stóp rynkowych).
- Większość banków w ankiecie dla NBP zapowiedziała zaostrzenie polityki kredytowej w segmencie mieszkaniowym w III kwartale, co może mieć związek z nowymi regulacjami KNF.

... ale KNF w końcu ograniczy kredyty walutowe

- Od sierpnia obowiązuje część zapisów rekomendacji T – banki nie mogą udzielać kredytów walutowych na 100% wartości nieruchomości i muszą otrzymać co najmniej 20% zabezpieczenie wartości hipoteki. Od grudnia wejdą w życie kolejne zapisy, wg których banki nie będą mogły udzielać kredytów osobom, których łączne zobowiązania finansowe przekraczają 50% dochodów (lub 65% dla osób zarabiających powyżej średniej krajowej).
- Wpływ rekomendacji T na rynek kredytów mieszkaniowych nie powinien być bardzo duży (wg szacunku KNF zmniejszy to akcję kredytową najwyżej o 5%). Znacznie większy wpływ może mieć aktualizacja rekomendacji S, nad którą KNF obecnie pracuje. Ze względu na istotne ryzyka dla gospodarki, propozycja nadzoru zmierza do narzucenia bankom ograniczenia udziału kredytów walutowych w portfelach na poziomie nie większym niż 50%.

Pod lupą: Bank centralny

Fragmenty sierpniowego komunikatu RPP

Napływające dane, w tym dane o PKB w II kw. 2010 r., wskazują na osłabienie wzrostu gospodarczego w części największych gospodarek, w szczególności w Stanach Zjednoczonych. W II kw. br. wyraźnie przyspieszył natomiast wzrost gospodarczy w Niemczech oraz w mniejszym stopniu w całej strefie euro. Jednak ryzyko osłabienia popytu zewnętrznego podtrzymuje niepewność co do tempa wzrostu aktywności w tej gospodarce w kolejnych kwartałach. W gospodarkach rozwiniętych są kontynuowane dostosowania w bilansach gospodarstw domowych, przedsiębiorstw i instytucji finansowych.

W ostatnim okresie wyraźnie wzrosły ceny niektórych surowców rolnych na rynkach światowych. Jednocześnie, obserwowane zmniejszenie napięć na rynkach finansowych sprzyjało napływowi kapitału do gospodarek wschodzących i aprecjacji walut tych krajów, w tym aprecjacji złotego.

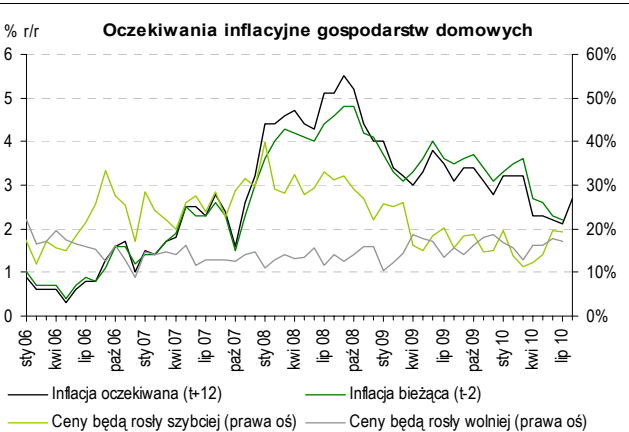
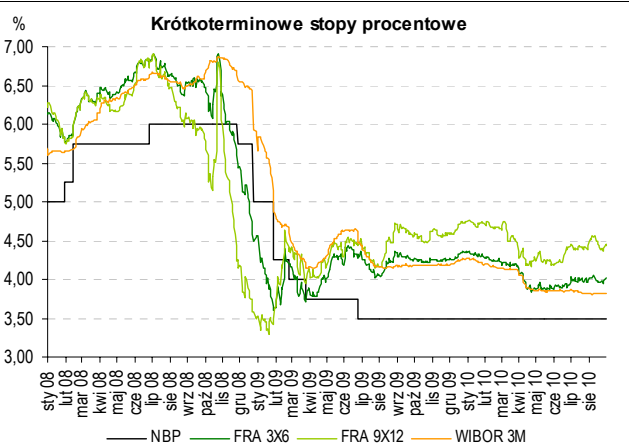
Dane dotyczące polskiej gospodarki wskazują na stabilizację tempa wzrostu gospodarczego. Kontynuowany jest wyraźny wzrost produkcji przemysłowej i powolny wzrost produkcji budowlano-montażowej. Rosnące zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw oraz spadek stopy bezrobocia (także po usunięciu czynników sezonowych) wskazują na stopniową poprawę sytuacji na rynku pracy, której dotychczas nie towarzyszyło jednak narastanie presji płacowej. W II kw. br. utrzymał się stopniowy spadek dynamiki wynagrodzeń w gospodarce, mimo pewnego podwyższenia dynamiki płac w sektorze przedsiębiorstw. Akcja kredytowa dla przedsiębiorstw pozostaje ograniczona, głównie z przyczyn leżących po stronie popytu na kredyt.

W kierunku stopniowego podwyższenia inflacji w kolejnych miesiącach może oddziaływać wzrost cen żywności i energii. W pierwszych miesiącach 2011 r. poziom cen może zostać podwyższony przez zapowiadaną zmianę stawek podatku VAT. Wpływ tej zmiany na inflację powinien jednak być niewielki.

Rada przeprowadziła dyskusję nad czynnikami, które w średnim okresie mogą wzmacniać presję inflacyjną.

Według Rady dla stabilności makroekonomicznej ważne jest także podejmowanie działań, które zapobiegą szybkiemu wzrostowi kredytów walutowych dla gospodarstw domowych.

Rada podtrzymuje stanowisko, że przystąpienie Polski do ERM II i strefy euro powinno nastąpić w najbliższym możliwym terminie, po spełnieniu niezbędnych warunków prawnych, ekonomicznych i organizacyjnych.



Po wakacjach ton komunikatu bez zmian...

- Rada Polityki Pieniężnej wróciła po dwumiesięcznych wakacjach do pracy. Decyzja w sprawie stóp procentowych była zgodna z powszechnymi oczekiwaniami – podstawowe stopy procentowe NBP pozostały bez zmian ze stopą referencyjną na poziomie 3,5%.
- Wydzwięk komunikatu Rady w porównaniu z komunikatem czerwowym był podobny i kluczowe zdanie, wskazujące na kierunek zainteresowania RPP, zostało podtrzymane. Choć w komunikacie nastąpiło jednak jednocześnie kilka zmian, które wskazują na czynniki ryzyka dla przyszłej inflacji brane pod uwagę przez Radę, w sumie wydaje się, że bilans ryzyk dla przyszłej inflacji przedstawiony przez RPP nie uległ znaczącej zmianie.
- Rada pozostaje więc w postawie wyczekującej i będzie obserwowała napływające informacje z gospodarki polskiej i światowej celem oceny wystąpienia ryzyka inflacyjnego. Ważną wskazówką dla Rady będzie nowa projekcja inflacji, którą poznamy w październiku (po posiedzeniu). Wcześniej, we wrześniu Rada przyjmie *Założenia polityki pieniężnej na 2011 rok*, które również mogą rzucić więcej światła na sposób prowadzenia polityki pieniężnej przez nową RPP, kierowaną przez nowego Prezesa NBP. W szczególności, interesujące będzie jak nowa Rada podchodzić będzie do wzrostu inflacji na skutek czynników niezależnych od jej działań, w obliczu rosnących cen żywności i VATu, które mogą spowodować wzrost inflacji w okolice górnego przedziału wahań wokół celu inflacyjnego. Oznaczałoby to zerową realną stopę procentową (biorąc pod uwagę bieżącą inflację) w warunkach stopniowego ożywienia gospodarczego i poprawy na rynku pracy, przy jednoczesnych czynnikach ryzyka odnośnie wzrostu gospodarczego globalnie.

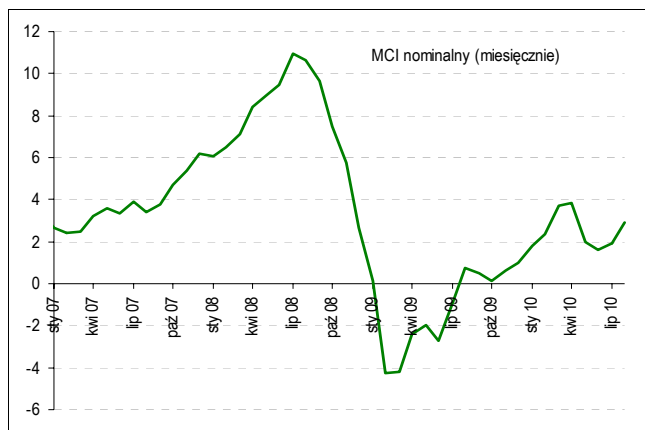
... ale ton wypowiedzi znacznie bardziej jastrzębi...

- Wypowiedzi członków Rady Polityki Pieniężnej, szczególnie po publikacji danych o wzroście gospodarczym za drugi kwartał, nabrały znacznie bardziej jastrzębiego wydźwięku niż oficjalny komunikat. Szczegóły przedstawiamy na następnej stronie. Sugerują one, że moment podwyżki zbliża się nieuchronnie.
- Zapewne ci sami członkowie, którzy zagłosowali za podwyżką już sierpniu, zaproponują kolejne głosowanie we wrześniu. Tym bardziej, że według naszych prognoz, będą ich wspierały kolejne dane makroekonomiczne za sierpień (wraz z podanymi już wskaźnikami PMI i PKB za drugi kwartał).
- Wydaje nam się jednak, że większość Rady będzie wolała zaccakać do października na nowa projekcję i projekt budżetu. Dlatego nie zmieniamy naszych prognoz odnośnie stóp.

... co uzasadniają rosnące oczekiwania inflacyjne.

- Z punktu widzenia polityki pieniężnej, w sytuacji stopniowego ożywienia gospodarczego i poprawy na rynku pracy, oraz jednoczesnego oczekiwanego wyraźnego wzrostu stopy inflacji, na pierwszy plan wysuwają się oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych.
- Dane NBP za sierpień nie przyniosły w tym względzie pozytywnych informacji. Po kilku miesiącach stabilizacji na niskim poziomie (2,1% w lipcu), oczekiwana inflacja wzrosła do 2,7%. Nie było to związane ze wzrostem bieżącej inflacji, która podniosła się w czerwcu tylko o 0,1 pp.
- Według badań WOK robionych przez Ipsos, jest to efektem ogłoszenia podwyżki VAT. Odsetek osób oczekujących, że ceny będą rosły szybciej niż teraz utrzymuje się na podwyższonym poziomie blisko 20%.

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



Wakacyjny zwrot MCI w stronę większej restrykcyjności

- W lipcu i sierpniu nominalny MCI wzrósł po spadku w okresie maj-czerwiec. Za wzrost indeksu restrykcyjności polityki pieniężnej odpowiedzialne było przede wszystkim umocnienie złotego w okresie letnim. Średni EURPLN w lipcu obniżył się o 0,5%, a w sierpniu aż o 2,3%. Średnie miesięczne stawki WIBOR3M co prawda obniżyły się w tym okresie, ale był to na tyle nieznaczny spadek, że odchylenie rynkowych stawek w dół od długoterminowego trendu praktycznie nie uległo zmianie, będąc niemal neutralne dla zmiany MCI.
- We wrześniu spodziewamy się dalszego umocnienia złotego oraz wzrostu stawek na rynku pieniężnym, co będzie działać w kierunku wzrostu MCI.

Nasz indeks restrykcyjności Rady wróci po publikacji wyników głosowania

Większość ostatnich wypowiedzi członków Rady była jastrzębia. Jednak spora część członków Rady nabrała wody w usta i nie wypowiada się na tematy związane z polityką pieniężną (choć niektórzy z nich są wciąż bardzo aktywni jako komentatorzy na innych polach). Ponieważ nie zostały również opublikowane jeszcze żadne wyniki głosowań nad zmianami parametrów polityki pieniężnej, trudno jest przedstawić członków nowej Rady na naszym indeksie restrykcyjności. Nawet czysto subiektywnie trudno jest taki indeks stworzyć. Poczekamy więc na więcej informacji. Tym bardziej, że głosowania nad podwyżkami stóp procentowych już się rozpoczęły.

Coraz bardziej jastrzębio, już w sierpniu był wniosek o podwyżkę

Po publikacji danych o PKB dwoje członków RPP wyraziło dość jastrzębie poglądy, co wraz z informacją o głosowaniu nad podwyżką już w sierpniu potwierdza scenariusz nadchodzącego zacieśnienia monetarnego. Na spotkaniu zorganizowanym przez Polską Agencję Prasową członkini RPP Anna Zielińska-Głębocka przedstawiła swoje poglądy na gospodarkę, które, naszym zdaniem, będą uzasadniały podwyżkę stóp procentowych na jednym z najbliższych posiedzeń RPP. Powiedziała ona, że spodziewa się: utrzymania pozytywnych tendencji w polskiej gospodarce w najbliższych kwartałach (zarówno, jeśli chodzi o eksport, inwestycje, jak i konsumpcję), wzrostu inflacji powyżej celu (choć nie powyżej 3,5%, czyli górnego poziomu pasma dopuszczalnych odchyień od celu), stabilizacji kursu złotego (a nie aprecjacji, która mogłaby działać antyinflacyjnie) oraz luźnej polityki fiskalnej. Podkreśliła, że jest rozczarowana Wieloletnim Planem Finansowym przedstawionym przez rząd oraz zaskoczona bardzo wysokim odczytem inflacji producenta (PPI). Choć przyznała ona, że utrzymywanie stóp na stabilnym poziomie jest wartością samą w sobie oraz, że można sobie wyobrazić bezinflacyjny wzrost gospodarczy rządu nawet 5%, to nie wydaje nam się, aby przedstawiony bilans ryzyk nie przemówił za podwyżką stóp procentowych w najbliższym czasie. Tym bardziej, że wygląda na to, że wewnątrz Rady narasta presja na podwyżkę. Zielińska-Głębocka powiedziała, że już na sierpniowym spotkaniu był postawiony taki wniosek.

W wywiadach dla PAP i TVN CNBC, członek Rady Andrzej Bratkowski przedstawił również jastrzębie poglądy, konkludując wprost: „**jest mało prawdopodobne abyśmy nie podnieśli stóp procentowych w tym roku**”. Dodał on: „priorytetem powinno być teraz, aby się nie spóźnić, aby dać sygnał rynkom, że Rada jest zdecydowana utrzymać inflację na poziomie środka celu inflacyjnego; wzrost gospodarczy powinien sobie poradzić”. Według Bratkowskiego, dane o PKB za drugi kwartał obniżają prawdopodobieństwo, że będziemy mieli w Polsce spowolnienie gospodarcze w najbliższych kwartałach, dodając, że każde przyspieszenie wzrostu PKB staje się w końcu inflacjogenne. Powiedział, że dane o PKB o tyle przybliżają podwyżkę stóp, że zmniejszają ryzyko scenariusza tylko chwilowego ożywienia i „trzeba odpowiednio szybko reagować”. Podobnie jak Zielińska-Głębocka zwrócił on uwagę na szybko rosnące ceny producenta. Co ważniejsze, podkreślił istotność rosnących oczekiwań inflacyjnych, stwierdzając, że „to wszystko może być rezultatem zbyt długo utrzymywanych niskich stóp procentowych”.

Oczywiście nie wiemy, czy tych dwoje członków głosowało za wnioskiem o podwyżkę już w sierpniu. Zgadujemy, że raczej nie, co oznaczałoby, że ilość zwolenników zacieśnienia polityki pieniężnej rośnie. Nie ma jednak wątpliwości, że wydźwięk ostatnich komentarzy członków Rady stał się bardziej jastrzębi. Inny członek Rady, Andrzej Glapiński powiedział nawet, że nie tylko jego dotychczasowe poglądy pozostają aktualne, a ulegają wzmocnieniu. W jego opinii, „**Rada powinna działać w sposób znaczący, zdecydowany, z wyprzedzeniem, a nie w momencie, jak już coś się dzieje**”. W tym względzie jego poglądy były zbliżone do opinii Bratkowskiego. Glapiński podtrzymał swój pogląd, że podwyżka stóp powinna być większa niż 25 pkt bazowych. Trudno jednak ocenić na ile taka koncepcja może uzyskać zwolenników w Radzie. Już z najbliższej publikacji opisu dyskusji na posiedzeniu sierpniowym dowiemy się, czy wówczas głosowano wniosek o podwyżkę o 25 czy 50.

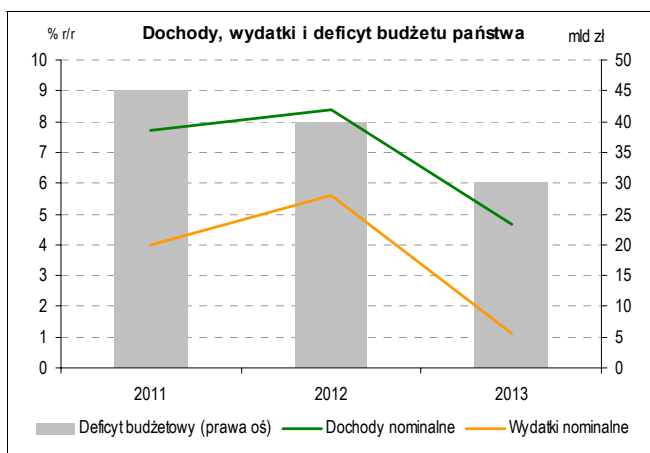
Wzmocnienie oczekiwań na podwyżkę w najbliższym czasie oraz kolejna seria danych, która według naszych prognoz będzie dość jastrzębia (odbicie produkcji, sprzedaży, płac i inflacji CPI), przyczynić się może do wyraźnej korekty na polskim rynku stopy procentowej. Oczywiście w pewnym stopniu będzie to zależało również od nastrojów płynących z rynków globalnych. Dla pełnej informacji, zaznaczyć trzeba, że zarówno Zielińska-Głębocka, jak i Bratkowski podkreślali ryzyka związane z sytuacją globalną i możliwością wystąpienia drugiego dna koniunktury w Stanach. Wydaje nam się jednak, że wymienione przez członków RPP czynniki lokalne, przedstawione powyżej, będą istotniejsze przy ocenie ryzyka wzrostu inflacji w średnim terminie. Zielińska-Głębocka powiedziała również, że Rada dyskutowała ostatnio, między innymi, o tym czy nie powinna czasami zaskoczyć rynków finansowych. Czyżby podwyżka stóp miała nastąpić już we wrześniu?

Źródło: Eurostat, GUS, NBP, obliczenia własne

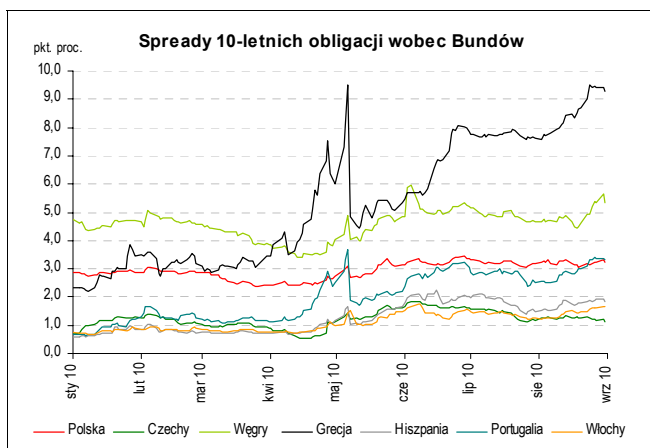
Pod lupą: Rząd i polityka

Założenia Wieloletniego Planu Finansowego

	2010	2011	2012	2013
Dochody budżetu (mld zł)	249,0	268,2	290,7	304,2
Wydatki budżetu (mld zł)	301,2	313,2	330,7	334,4
Deficyt budżetowy (mld zł)	52,2	45,0	40,0	30,0
Deficyt sektora finansów publicznych (mld zł)	80,0	75,8	47,8	23,4
Deficyt sektora finansów publicznych (%PKB)	5,7	5,1	3,0	1,4
Państwowy dług publiczny (%PKB)	54,7	54,4	54,6	53,7
Wzrost PKB (% r/r)	3,0	3,5	4,8	4,1
Inflacja średnioroczna (% r/r)	2,0	2,3	2,5	2,5
Stopa bezrobocia (%)	12,3	9,9	8,6	7,3
Wzrost realnego wynagrodzenia (% r/r)	2,3	1,4	3,8	3,9



	Spread vs Bundy (10 lat) w pb			CDS (5 lat)		
	01.09	zmiana od 31.06	zmiana od 31.12.09	01.09	zmiana od 31.06	zmiana od 31.12.09
Polska	321	-16	34	153	-2	19
Czechy	111	-51	49	98	-4	4
Węgry	533	6	48	371	21	127
Grecja	928	130	686	958	23	676
Hiszpania	185	-15	125	247	-17	134
Portugalia	332	17	263	343	25	253
Włochy	155	3	79	229	35	121
Niemcy	-	-	-	44	1	17



Źródło: Ministerstwo Finansów, Reuters, obliczenia własne

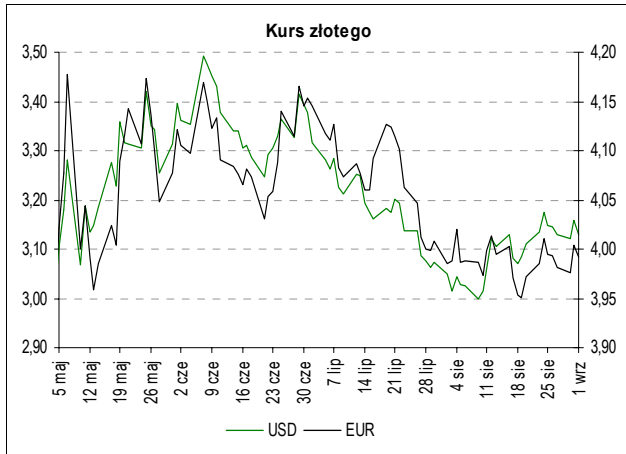
Wieloletni plan na przeczekanie

- Na początku sierpnia rząd przyjął Wieloletni Plan Finansowy Państwa (WPF), który określa ścieżkę redukcji deficytu fiskalnego w Polsce i sposoby konsolidacji fiskalnej.
- Głównym elementem WPF jest wprowadzenie tymczasowej (na 3 lata) podwyżki podstawowej stawki VAT o 1 pp (do 23%) oraz zmiany w preferencyjnych stawkach VAT (obniżenie z 7% do 5% stawki na żywność przetworzoną oraz podniesienie z 3% do 5% stawki na żywność nieprzetworzoną). Wg szacunków MF zmiany VAT zwiększyłyby przychody budżetu o 5-6 mld zł rocznie. Podwyższenie podatków pośrednich zamiast działań po stronie wydatków to mocne rozczarowanie co do reformatorskich zamierzeń obecnego rządu. Szczególnie, że nie jest jasne, jak rząd chce ograniczyć deficyt sektora finansów publicznych o blisko 30 mld zł w 2012 i niemal 25 mld zł w 2013 przy znacznie mniejszej skali redukcji deficytu sektora centralnego.
- Ponadto, plan zakłada, że przyspieszenie procesu prywatyzacji ma przynieść w latach 2010-2013 ponad 55 mld zł. W 2011 ma nastąpić sprzedaż m.in. pakietów w PKO BP i PZU. Kontynuacja ambitnego programu prywatyzacji ma ograniczyć potrzeby pożyczkowe i przyrost długu publicznego.
- Niemniej, patrząc na założenia WPF dla relacji długu publicznego do PKB, można stwierdzić, że rząd przyznaje, iż będziemy balansować na krawędzi przekroczenia progu 55%. Prawdopodobnie dlatego plan zakłada automatyczne wprowadzenie dwóch kolejnych podwyżek VAT na 3 lata o 1 pp każda, jeśli relacja długu do PKB przekroczy 55%.
- Wypowiedzi premiera Donalda Tuska oraz ministra Michała Boniego wskazują wprost, że poprzez podwyżkę VAT rząd chce „kupić czas” do wyborów parlamentarnych, po których miałyby być w końcu realizowane zdecydowane reformy fiskalne.

Wycena ryzyka fiskalnego nadal wysoka

- W trakcie ostatnich 2 miesięcy problemy zadłużeniowe państw zeszyły przez pewien czas na drugi plan. Odzwierciedlał to obserwowany prawie do połowy sierpnia spadek stawek CDS i spadek spreadów 10-letnich obligacji do Bundów. Wiązało się to m.in. z publikacją wyników stress-testów europejskich banków.
- Od drugiej dekady sierpnia wycena ryzyka fiskalnego zaczęła się jednak ponownie zwiększać. Przyczynił się do tego napływ słabych danych makro z USA i Chin, co wzmogło obawy o drugą falę globalnego spowolnienia gospodarczego i związane z tym pogłębienie problemów zadłużeniowych. Na fali obaw o wystąpienie drugiego dna w globalnym cyklu koniunkturalnym bardzo silnie spadały rentowności na rynkach bazowych, w tym Bundów. Rentowności krajów o sytuacji fiskalnej postrzeganej jako relatywnie dobra podążyły za Bundami. Tak było np. z polskimi obligacjami, których rentowności spadły nawet bardziej niż ich niemieckich odpowiedników. W przypadku krajów z najtrudniejszą sytuacją fiskalną rentowności papierów skarbowych pozostały wysokie (w niektórych przypadkach jak dla Węgier nieznacznie spadły, w innych jak dla Grecji wzrosły), co doprowadziło do rozszerzenia spreadów wobec Bundów. Stąd, na początku września zarówno spready wobec Bundów, jak i stawki CDS były dla części krajów wyższe niż w czerwcu.
- W przypadku Polski, podobnie jak dla Czech, miesiące wakacyjne przyniosły obniżenie wycenianego przez rynek ryzyka fiskalnego. Dla Czech znacznie bardziej niż dla Polski zmniejszył się spread do Bundów, ale wynikało to nie tyle z lepszej oceny sytuacji fiskalnej Czech, co z odwrotnego kierunku zmian oczekiwań odnośnie polityki pieniężnej w Czechach i Polsce.
- W ciągu najbliższego miesiąca spodziewamy się spadku wyceny ryzyka fiskalnego wraz z napływem nowych danych makro, które powinny być lepsze niż w sierpniu.

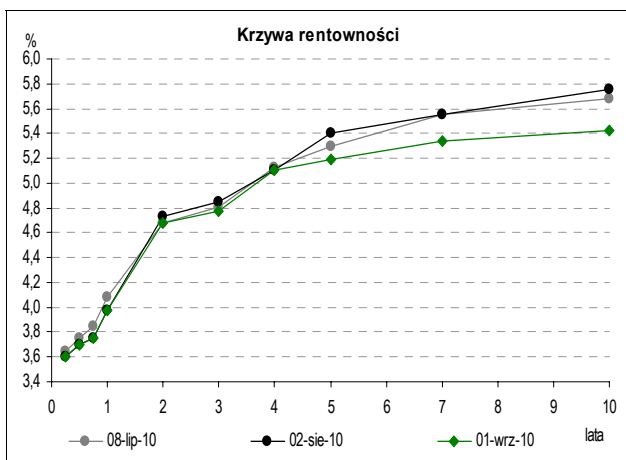
Monitor rynku



Złoty coraz silniejszy pomimo awersji do ryzyka

▪ Zgodnie z naszymi oczekiwaniami kurs EURPLN spadał wyraźnie w ciągu minionych dwóch miesięcy. Z poziomu ok. 4,17 na początku lipca złoty umocnił się do poniżej 4,0 na początku września. Tak jak się spodziewaliśmy, maksimum notowań nie przekroczyło oporu na 4,16 (najwyższą wartość – ok. 4,14 – osiągnęliśmy po zerwaniu przez Węgry rozmów z MFW/UE). Ogólny pozytywny nastrój na świecie oraz popyt na polskie obligacje w momentach wzrostu awersji do ryzyka stworzył optymalne warunki do umacniania się złotego.

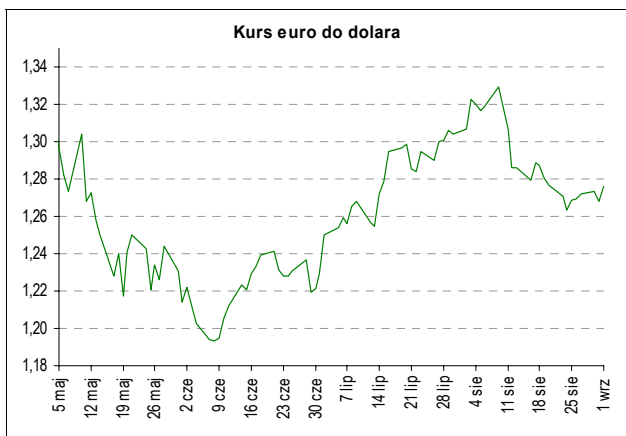
▪ Uważamy, że trend aprecjacyjny złotego będzie kontynuowany we wrześniu. Silnym oporem dla kursu EURPLN powinien być poziom 4,05, jednak wydaje nam się, że potencjał do osłabienia złotego jest ograniczony, o czym świadczyć może jego stabilizacja nawet w okresie podwyższonej awersji do ryzyka. Na koniec września oczekujemy, że za euro zapłacimy ok. 3,92.



Czas na wzrost rentowności po wyraźnym umocnieniu

▪ Pierwsze tygodnie lipca stały pod znakiem wzrostów rentowności na krajowym rynku długu, co było związane z lepszymi od oczekiwań danymi produkcji przemysłowej, sprzedaży detalicznej. Czynnikiem, który spowodował wyraźny spadek rentowności w dalszej części miesiąca był duży popyt zagranicznych inwestorów. Rekordowo niskie rentowności Bundów zmusiły inwestorów do poszukiwania alternatywnych możliwości do zainwestowania. Ponieważ Polska pozytywnie wyróżnia się na tle państw regionu, zakup obligacji daje większy potencjał zysków przy relatywnie niższym ryzyku.

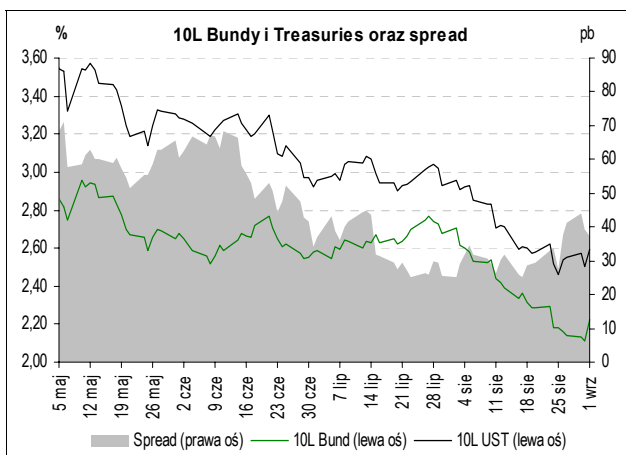
▪ Pod koniec sierpnia jastrzębie dane i wypowiedzi członków RPP spowodowały wzrost rentowności i ten trend może być kontynuowany gdyż nadchodzący miesiąc przyniesie wzrastające oczekiwania na podwyżki stóp procentowych w wyniku publikacji kolejnych danych ekonomicznych.



Euro wsparte przez popyt na dług i słabe dane z USA

▪ Rozpoczęty w pierwszym tygodniu czerwca trend wzrostowy kursu EURUSD trwał do pierwszego tygodnia sierpnia, kiedy to kurs osiągnął maksymalny poziom ok. 1,33. Od tego czasu dolar zaczął odrabiać straty, kurs spadł do 1,26, nieco mniej niż wskazywaliśmy dwa miesiące temu. Mocnemu euro sprzyjały lepsze od oczekiwań dane ze strefy euro oraz popyt na obligacje państw peryferyjnych. Wyraźnie gorsze dane z USA i niesatysfakcjonujące inwestorów zapewnienia ze strony Fed-u o gotowości do wsparcia gospodarki spowodowały wzrost awersji do ryzyka i w konsekwencji umocnienie dolara.

▪ Naszym zdaniem, wrzesień będzie stał pod znakiem umacniającego się euro. Ponownie uważamy, że wsparcie na poziomie 1,26 będzie utrzymywane. Naszym zdaniem, na koniec września kurs EURUSD będzie w przedziale 1,30-1,32.

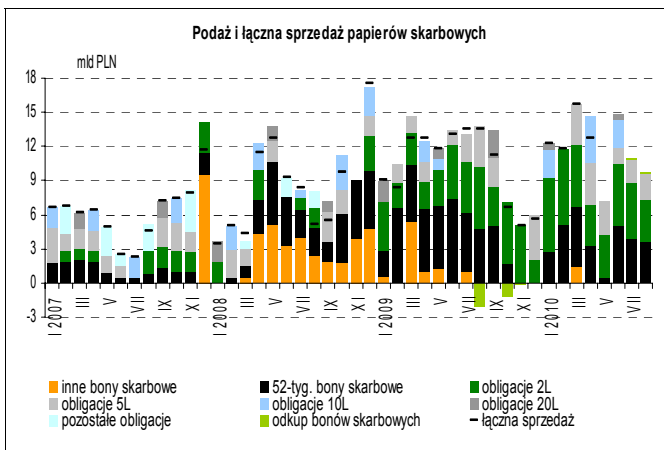
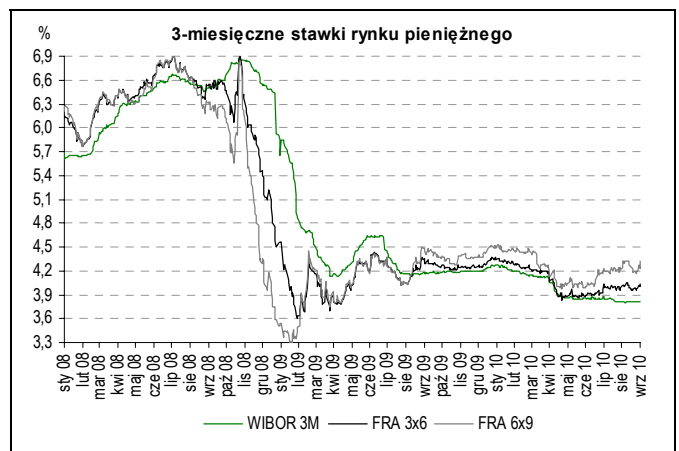
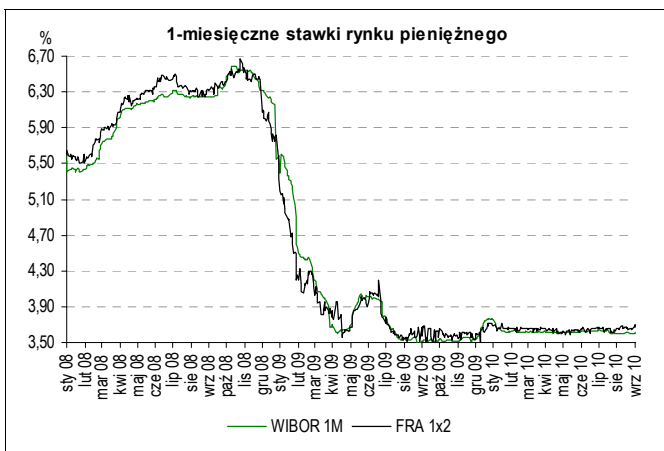
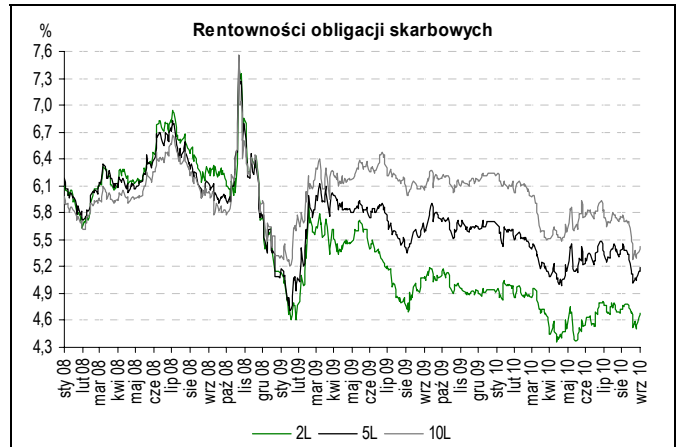
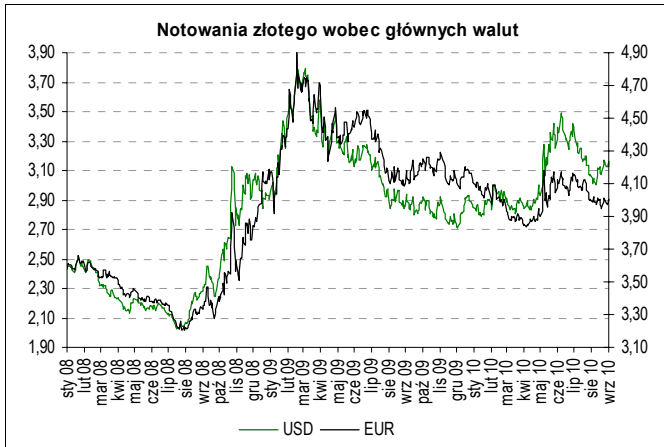


Rekordowo niskie rentowności 10-letnich Bundów

▪ Poprawa nastrojów na globalnych rynkach jaka miała miejsce w lipcu przyczyniła się do wyhamowania trendu spadkowego rentowności na bazowych rynkach długu, w przypadku obligacji amerykańskich wytworzył się lekki trend wzrostowy. Zasadnicze pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego, głównie w USA, zaowocowało rozpoczęciem zdecydowanego trendu spadkowego rentowności Bundów i Treasuries. Te pierwsze wielokrotnie ustanawiały rekordowo niskie poziomy, natomiast rentowności drugich znalazły się najniżej od prawie dwóch lat.

▪ Szereg opublikowanych ostatnio danych nie wskazuje na występowanie presji inflacyjnej w strefie euro i USA, tak więc podwyżki stóp przez EBC i Fed nie są realne w najbliższym czasie. Uważamy, że o trendach na bazowych rynkach długu decyduje poziom awersji do ryzyka, który naszym zdaniem będzie w najbliższych miesiącach stopniowo opadał.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)		
Data przetargu	OFERTA	POPYT / SPRZEDAŻ
12.07.2010	52 tyg.: 700-1000	4117/1000
26.07.2010	52 tyg.: 1300-1800	5831/1800
9.08.2010	52 tyg.: 1000-1500	3349/1313
16.08.2010	52 tyg.: 700-1000	2108/917
23.08.2010	52 tyg.: 500-800	2680/800
30.08.2010	52 tyg.: 500-700	2592/551
6.09.2010	-	-
13.09.2010	-	-
20.09.2010	-	-
27.09.2010	-	-
4.10.2010	-	-
11.10.2010	-	-
18.10.2010	-	-

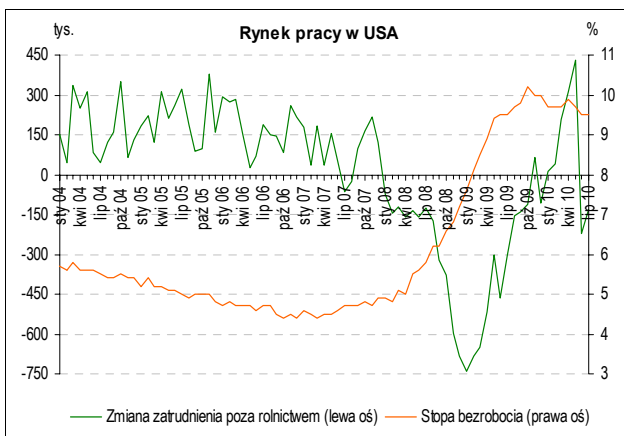
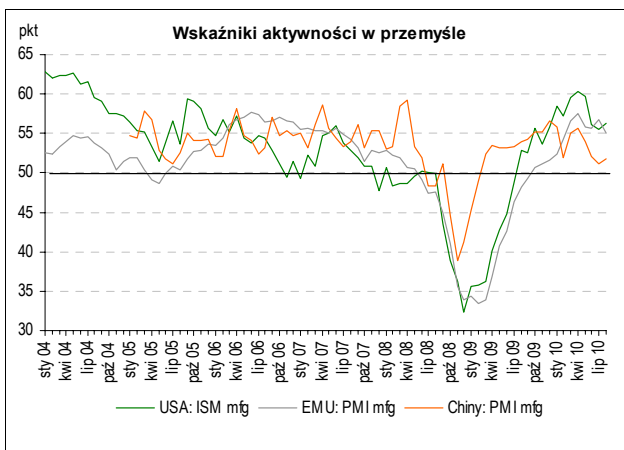
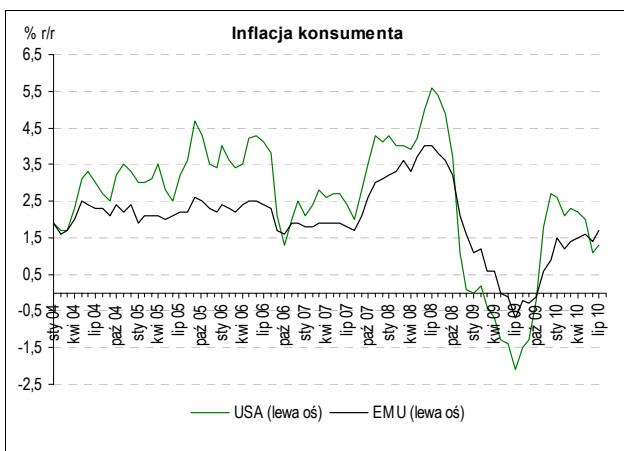
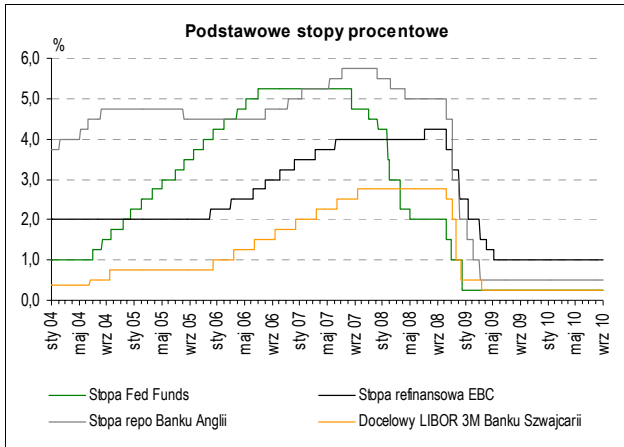
* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

Przetargi obligacji skarbowych w 2009/2010 r. (mln zł)											
miesiąc	I przetarg				II przetarg				Przetarg zamiany		
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	sprzedaż
październi	7.10*	OK0112	3000-5400	5400	-	-	-	-	29.10	PS0413/PS0414/DS1019	1573/1753/1290
listopad	10.11	OK0712	3500-5000	5000	-	-	-	-	26.11	OK0712/P0414	1121/2243
grudzień	2.12	OK0712/PS0415	3000-6000	5651	-	-	-	-	16.12	-	-
styczeń	13.01*	OK0712	6600	6600	20.01*	DS1019/WS0429	2400/600	2409/591	6.01	PS0415/WZ0118	2494/2383
lut	10.02*	OK/PS	6600	6600	17.02	DS/WS/WZ/I	-	-	3.02	-	-
marzec	10.03	OK0712	3500-5400	5448	17.03	WZ0121	2000-3600	3600	3.03	PS0415/DS1019/WS0429	1784/2662/315
kwiecień	7.04	OK0712	2500-3600	3219	14.04	DS1020	2000-4200	3600	21.04**	PS0415	3600/3000***
maj	5.05	OK0712	2500-4500	3700	12.05	PS0415	1500-3000	2989	27.05	WZ0121	422
czerwiec	2.06	OK0712	3000-5400	5400	16.06	DS/WS/WZ/I	1500-3000	2430	23.06	PS0415/WS0429	1549/54
lipiec	7.07	OK1012	3000-5000	4971	14.06	PS0415	-	-	21.07	DS1110	DS1020
sierpień	4.08	OK1012/PS0415	3000-6000	6000	11.08	-	-	-	25.08	DS1110	PS0415/DS1020
wrzesień	1.09	OK1012	2500-4000	4000	8.09	PS0415	-	-	15.09**	DS1020	-

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

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Przegląd międzynarodowy



Źródło: Reuters, EBC, Rezerwa Federalna,

Wyniki stress testów europejskich banków w centrum uwagi

Najważniejszym wydarzeniem na europejskim rynku bankowym w ostatnich dwóch miesiącach były bez wątpienia stress testy, jakim zostały poddane banki państw strefy euro. Opublikowane wyniki pokazały, że siedem z 91 badanych instytucji nie przeszło testów wytrzymałości prowadzonych przez komitet europejskich nadzorów bankowych. Wyniki były mniej więcej zgodne z oczekiwaniami analityków i pomimo panujących przed ich publikacją opinii, że założenia badania były zbyt mało wymagające, aby ukazać faktyczną odporność europejskiego systemu finansowego, spowodowały umiarkowaną pozytywną reakcję rynków (lekkie wzrosty indeksów na giełdach w USA i Azji, wzrosty rentowności na bazowych rynkach długu). Wynikało to głównie z ujawnienia wielu szczegółów badania, które pozwoliły na przeprowadzenie szczegółowych analiz.

Posiedzenie Fed zgodnie z oczekiwaniami nie przyniosło zmiany stóp procentowych. W komunikacie stwierdzono, że tempo ożywienia amerykańskiej gospodarki będzie słabsze niż wcześniej sądzono, inflacja pozostanie stłumiona przez pewien czas, co łącznie umożliwi utrzymanie „wyjątkowo niskiego poziomu stóp procentowych przez dłuższy czas”. Takie stwierdzenia były zgodne z oczekiwaniami większości uczestników rynku, choć niektórzy czuli się rozczarowani pogorszeniem oceny kondycji gospodarki po tym jak w ostatnim publicznym wystąpieniu szefa Fed na początku sierpnia nie było takich sugestii. Zapowiedzią, która spowodowała gwałtowny spadek rentowności Bundów i Treasuries było stwierdzenie, że środki uzyskane z wykupu posiadanych obligacji zainwestuje w długoterminowe obligacje USA.

Dynamika CPI wyniosła w USA w lipcu 1,2% r/r, wobec oczekiwanych 0,5% i spadku o 0,5% w czerwcu.

Inflacja HICP w strefie euro wzrosła w lipcu o 1,7% r/r, natomiast wstępne sierpniowe szacunki wskazują na spadek do 1,6%.

Stabilizacja w aktywności po wyraźnych spadkach

Po lekkich spadkach indeksu aktywności w przemyśle w strefie euro i wyraźniejszych w USA i Chinach, minione dwa miesiące przyniosły stabilizację indeksu koniunktury. Indeksy PMI wciąż jednak pozostają powyżej granicy 50 pkt. co oznacza poprawę sytuacji.

Ostateczny odczyt indeksu PMI dla przemysłu strefy euro w sierpniu wyniósł 55,1 wobec 56,7 w lipcu (w czerwcu było 55,6). Podobnie dla Niemiec indeks spadł, osiągając w sierpniu 58,2, wobec 61,2 w lipcu (w czerwcu było 58,4). Dane wskazują na wyhamowanie tempa wzrostu gospodarki eurolandu. Wskaźnik dla strefy euro jest najniższy od lutego br., a słabnące tempo wzrostu w sektorze przemysłu widoczne jest już od kwietnia.

ISM dla amerykańskiego przemysłu wzrósł w sierpniu do 56,3 z 55,5 w lipcu (w czerwcu było 56,2) i był to pierwszy przyrost po trzech miesiącach spadków.

Indeks PMI dla chińskiego przemysłu spadł w lipcu do 51,2 (najniższego poziomu od 17 miesięcy) z 52,1 z czerwca, co spowodowało wzrost awersji do ryzyka na światowych rynkach.

Sprzedaż detaliczna w strefie euro wzrosła w czerwcu o 0,4% m/m (oczekiwano 0,1%).

Po podaniu wstępnych danych, mówiących o wzroście PKB w USA w II kw. na poziomie 2,4% k/k, pierwsza rewizja mówiła już tylko o wzroście o 1,6%.

W lipcu w sektorze pozarolniczym ubyło w USA 131 tys. miejsc pracy, wobec spadku o 221 tys. w czerwcu (po korekcie). Stopa bezrobocia utrzymała się natomiast w lipcu na poziomie z czerwca (9,5%) wobec 9,7% w maju. W dalszym ciągu jest to niewiele mniej, niż maksimum osiągnięte podczas obecnej recesji (10,1%). Ostatni raz tak wysokie bezrobocie było w USA w latach 80-tych XX w.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
6 <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> US: dzień wolny	7 DE: Zamówienia w przemyśle (VII)	8 <i>PL: Przetarg obligacji 5-letnich</i> DE: Produkcja przemysłowa (VII) US: Beżowa księga Fed	9 DE: CPI (VIII) US: Bilans handlowy (VII)	10 <i>PL: Bilans płatniczy (VII)</i> US: Zapasy hurtowe (VII)
13 <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> EZ: Produkcja przemysłowa (VII)	14 <i>PL: CPI (VIII)</i> <i>PL: Podaż pieniądza (VIII)</i> DE: Indeks ZEW (IX) US: Sprzedaż detaliczna (VIII)	15 <i>PL: Przetarg obligacji 10-letnich</i> EZ: HICP (VIII) US: Ceny importu (VIII) US: Indeks NY Fed (IX) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (VIII) US: Produkcja przemysł. (VIII)	16 <i>PL: Płace i zatrudnienie (VIII)</i> US: PPI (VIII) US: Saldo obrotów bieżących (VII) US: Indeks Philly Fed (IX)	17 <i>PL: PPI (VIII)</i> <i>PL: Produkcja przemysłowa (VIII)</i> DE: PPI (VIII) EZ: Saldo obrotów bieżących (VII) US: CPI (VIII) US: Indeks Michigan (IX)
20 <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i>	21 <i>PL: Inflacja bazowa (VIII)</i> US: Pozwolenia na budowę (VIII) US: Rozpoczęte budowy domów (VIII) US: Posiedzenie Fed	22 <i>PL: Przetarg zamiany obligacji Koniunktura gospodarcza (IX)</i> EZ: Zmówienia w przemyśle (VII) EZ: Indeks nastrojów konsumentów (IX) US: Ceny domów (VII)	23 EZ: Wstępny PMI – przemysł (IX) EZ: Wstępny PMI – usługi (IX) US: Sprzedaż domów na rynku wtórnym (VIII) US: Wskaźniki wyprzedzające (VIII)	24 <i>PL: Sprzedaż detaliczna (VIII)</i> DE: Indeks Ifo (IX) US: Wstępne zamówienia na dobra trwałe użytku (VIII) US: Sprzedaż nowych domów (VIII)
27 <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> EZ: Podaż pieniądza M3 (VIII) US: Pozwolenia na budowę (VIII)	28 <i>PL: Bilans płatniczy (II kw.)</i> <i>PL: Koniunktura konsumentcka (VIII)</i> DE: Indeks GfK (X) US: Indeks nastroju konsumentów (IX) US: Indeks S&P/Case-Shiller (VII)	29 <i>PL: Decyzja RPP</i> EZ: Koniunktura gospodarcza (IX)	30 <i>PL: Stopa bezrobocia (VIII)</i> EZ: Wstępny HICP (IX) US: Bazowy PCE (II kw.) US: Finalny PKB (II kw.) US: Indeks ISM NY (IX) US: Indeks Chicago PMI (IX)	1 października EZ: PMI – przemysł (IX) EZ: Stopa bezrobocia (VIII) US: Wydatki konsumentów (VIII) US: Dochody osobiste (VIII) US: Bazowy PCE (VIII) US: Indeks Michigan (IX) US: Indeks ISM – przemysł (IX)
4 <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> EZ: PPI (VIII) US: Niezakończona sprzedaż domów (VIII) US: Zamówienia w przemyśle (VIII) US: Finalne zamówienia na dobra trwałe użytku (VIII)	5 EZ: Sprzedaż detaliczna (VIII) EZ: PMI – usługi (IX) US: ISM – usługi (IX)	6 <i>PL: Przetarg obligacji 2-letnich</i> EZ: PKB (II kw.) US: Raport ADP (IX)	7 DE: Produkcja przemysłowa (VIII) EZ: Decyzja EBC	8 US: Zatrudnienie poza rolnictwem (IX) US: Stopa bezrobocia (IX) US: Zapasy hurtowe (VIII)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2010 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie RPP	25-26	23-24	30-31	27-28	24-25	29-30	6	23-24	28-29	26-27	23-24	21-22
Minutes RPP	21	19	18	22	20	22	20	20	21	20	22	21
PKB*	-	-	2	-	31	-	-	30	-	-	30	-
Inflacja CPI	14	15 ^a	15 ^b	15	14	15	13	13	14	13	15	14
Inflacja bazowa	21	-	22	22	21	22	20	20	21	20	22	21
Ceny producenta	21	18	17	20	20	18	19	18	17	19	19	17
Produkcja przemysłowa	21	18	17	20	20	18	19	18	17	19	19	17
Sprzedaż detaliczna	28	23	24	23	26	24	-	-	-	-	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	19	16	16	19	19	17	16	17	16	18	18	16
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31	-	-	29	-	-	28	-	-	-
Bilans płatniczy	15	12	12	13	17	16	13	11	10	12	10	-
Podaż pieniądza	14	12	12	14	14	14	14	13	14	14	12	-
Wskaźniki koniunktury	22	22	22	22	21	22	22	20	22	22	22	22

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

Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		sie 09	wrz 09	paź 09	lis 09	gru 09	sty 10	lut 10	mar 10	kwi 10	maj 10	cze 10	lip 10	sie 10	wrz 10
PMI	pkt.	48,2	48,2	48,8	52,4	52,4	51,0	52,4	52,5	52,5	52,2	53,3	52,1	53,8	53,4
Produkcja przemysłowa	% r/r	0,1	-1,3	-1,3	9,9	7,4	8,5	9,2	12,5	9,7	13,5	14,3	10,3	15,8	10,7
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	11,0	5,7	2,7	9,9	3,2	-15,3	-24,7	-10,9	-6,3	2,3	9,6	0,8	7,7	12,7
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	5,2	2,5	2,1	6,3	7,2	2,5	0,1	8,7	-1,6	4,3	6,4	3,9	5,7	7,0
Stopa bezrobocia	%	10,8	10,9	11,1	11,4	11,9	12,7	13,0	12,9	12,3	11,9	11,6	11,4	11,2	11,0
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	3,0	3,3	2,0	2,3	6,5	0,5	2,9	4,8	3,2	4,8	3,5	2,1	4,5	4,8
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-2,2	-2,4	-2,4	-2,2	-1,8	-1,4	-1,1	-0,6	0,0	0,5	1,1	1,5	1,8	2,0
Eksport (w euro)	% r/r	-20,6	-17,0	-10,9	1,0	12,6	14,0	20,5	21,5	22,9	24,7	28,6	27,6	33,6	27,7
Import (w euro)	% r/r	-27,0	-26,8	-20,8	-11,0	-3,3	8,3	21,7	24,6	23,0	29,9	27,8	24,4	31,0	30,3
Bilans handlowy	mld EUR	-420	59	-200	-291	-627	-104	-177	-526	-262	-450	-287	-280	-350	-174
Rachunek bieżący	mld EUR	-116	-250	-330	-1 376	-1 070	-672	67	-458	-336	-889	-1 004	-630	-450	-674
Rachunek bieżący	% PKB	-2,8	-2,3	-1,9	-1,8	-1,6	-1,6	-1,8	-1,9	-1,9	-2,1	-2,3	-2,3	-2,4	-2,5
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-15,6	-21,5	-24,0	-24,4	-23,8	-4,8	-16,7	-22,7	-27,0	-32,1	-36,8	-34,9	-36,6	-42,9
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	65,8	90,3	101,1	102,6	100,0	9,3	32,1	43,5	51,8	61,6	70,5	66,9	70,1	82,2
Inflacja (CPI)	% r/r	3,7	3,4	3,1	3,3	3,5	3,5	2,9	2,6	2,4	2,2	2,3	2,0	2,2	2,5
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,9	2,9	2,9	2,8	2,6	2,4	2,2	2,0	1,9	1,6	1,5	1,2	1,2	1,2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,2	1,6	2,0	1,9	2,1	0,2	-2,4	-2,6	-0,4	1,9	2,1	3,9	3,6	3,2
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	9,0	9,6	11,9	8,0	8,1	6,3	5,1	5,5	6,1	7,7	7,1	7,8	8,6	8,0
Zobowiązania	% r/r	10,7	10,9	13,5	10,3	9,8	7,5	6,8	6,2	7,0	8,5	8,1	8,5	9,5	8,7
Należności	% r/r	19,8	18,6	14,9	13,4	8,6	5,4	3,0	2,2	3,8	5,1	8,0	8,6	8,4	7,7
USD/PLN	PLN	2,90	2,86	2,85	2,79	2,83	2,85	2,93	2,87	2,89	3,24	3,36	3,20	3,09	3,08
EUR/PLN	PLN	4,13	4,16	4,21	4,17	4,14	4,07	4,01	3,89	3,87	4,06	4,10	4,08	3,99	3,95
Stopa referencyjna ^b	%	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Stopa lombardowa ^b	%	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
WIBOR 3M	%	4,16	4,18	4,18	4,19	4,23	4,24	4,17	4,13	3,92	3,85	3,86	3,84	3,81	3,85
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,23	4,33	4,35	4,26	4,25	4,01	3,90	3,92	3,84	3,71	3,93	4,08	3,97	4,00
Rentowność obligacji 2L	%	4,92	5,10	5,03	4,92	4,92	4,95	4,90	4,76	4,47	4,52	4,66	4,73	4,68	4,75
Rentowność obligacji 5L	%	5,53	5,74	5,65	5,64	5,67	5,58	5,51	5,27	5,10	5,26	5,35	5,35	5,23	5,25
Rentowność obligacji 10L	%	6,08	6,18	6,15	6,14	6,21	6,12	6,09	5,71	5,56	5,74	5,83	5,73	5,54	5,50

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK;

^a nominalnie; ^b wartość na koniec okresu;

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2008	2009	2010	2011	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
PKB	mld PLN	1 272,8	1 342,6	1 421,3	1 512,1	327,4	345,1	352,6	396,1	349,2	366,1	373,7	423,1
PKB	% r/r	5,1	1,8	3,5	3,5	3,0	3,5	3,8	3,8	3,8	3,2	3,2	3,7
Popyt krajowy	% r/r	5,6	-1,0	3,8	4,4	2,2	3,9	4,1	4,9	4,9	4,5	3,9	4,2
Spożycie indywidualne	% r/r	5,7	2,3	2,8	3,0	2,2	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	9,6	-0,8	1,4	10,1	-12,4	-1,7	6,0	6,5	16,5	12,5	8,0	8,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	3,6	-3,5	10,7	6,6	9,5	11,7	12,2	8,2	7,0	6,9	7,1	5,4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	10,0	4,6	3,4	7,5	-16,7	2,5	7,2	11,0	24,2	3,8	2,9	7,4
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	13,1	3,5	5,4	7,8	4,0	3,1	5,6	8,4	5,2	7,4	8,2	9,8
Stopa bezrobocia ^b	%	9,5	11,9	11,4	9,9	12,9	11,6	11,0	11,4	12,1	10,6	9,8	9,9
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	10,3	4,4	3,8	4,7	2,8	3,8	3,4	4,7	3,9	4,3	4,7	5,0
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	4,8	-1,2	0,8	2,4	-1,3	0,4	1,8	2,3	2,5	2,4	2,3	2,2
Eksport (w euro)	% r/r	14,2	-17,1	23,3	11,5	18,3	25,4	29,4	19,9	17,0	12,0	10,0	8,0
Import (w euro)	% r/r	17,2	-25,4	24,3	14,9	18,0	26,8	28,5	23,6	21,0	16,0	14,0	9,8
Bilans handlowy	mln EUR	-17 724	-3 183	-4 956	-9 859	-796	-999	-804	-2 358	-2 077	-2 375	-2 237	-3 170
Rachunek bieżący	mln EUR	-18 302	-5 039	-7 654	-9 459	-1 064	-2 229	-1 754	-2 608	-2 027	-2 175	-2 337	-2 920
Rachunek bieżący	% PKB	-5,1	-1,6	-2,1	-2,4	-1,9	-2,1	-2,3	-2,1	-2,3	-2,3	-2,4	-2,4
Wynik general government	% PKB	-3,7	-7,1	-6,5	-5,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	4,2	3,5	2,6	3,1	3,0	2,3	2,2	2,7	3,2	3,2	3,0	3,0
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	3,3	3,5	2,9	3,0	2,6	2,3	2,5	2,9	3,3	3,1	2,9	3,0
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,3	2,7	1,6	2,3	2,2	1,7	1,2	1,4	2,1	2,3	2,4	2,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,2	3,3	1,4	2,7	-1,6	1,2	3,6	2,5	2,9	2,2	2,2	3,6
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	18,6	8,1	7,2	7,3	5,5	7,1	8,0	7,2	7,4	6,3	7,4	7,3
Zobowiązania ^b	% r/r	20,6	9,8	7,6	7,1	6,2	8,1	8,7	7,6	7,7	6,4	7,4	7,1
Należności ^b	% r/r	36,0	8,6	9,8	10,0	2,2	8,0	7,7	9,8	13,4	10,1	12,4	10,0
USD/PLN	PLN	2,41	3,12	3,00	2,91	2,88	3,15	3,12	2,87	2,86	3,00	2,92	2,86
EUR/PLN	PLN	3,52	4,33	3,96	3,81	3,99	4,01	4,01	3,83	3,82	3,92	3,80	3,72
Stopa referencyjna ^b	%	5,00	3,50	3,75	4,50	3,50	3,50	3,50	3,75	4,00	4,50	4,50	4,50
Stopa lombardowa ^b	%	6,50	5,00	5,25	6,00	5,00	5,00	5,00	5,25	5,50	6,00	6,00	6,00
WIBOR 3M	%	6,36	4,42	3,98	4,61	4,18	3,88	3,83	4,03	4,20	4,54	4,85	4,85
Rentowność bonów 52-tyg.	%	6,26	4,54	3,98	4,61	3,94	3,83	4,02	4,15	4,30	4,55	4,80	4,80
Rentowność obligacji 2L	%	6,22	5,17	4,76	5,10	4,87	4,55	4,72	4,88	4,95	5,10	5,15	5,20
Rentowność obligacji 5L	%	6,15	5,65	5,33	5,60	5,46	5,24	5,28	5,35	5,45	5,60	5,65	5,70
Rentowność obligacji 10L	%	6,06	6,11	5,74	5,96	5,97	5,71	5,59	5,70	5,80	5,95	6,00	6,10

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 01.09.2010 r. zostało przygotowane przez:

ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY

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

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

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

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

Piotr Bielski	022 586 83 33
Piotr Bujak	022 586 83 41
Marcin Sulewski	022 586 8342

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

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.



Bank Zachodni WBK S.A. jest członkiem Allied Irish Banks Group