

MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Lipiec/Sierpień 2009

Powrót do rzeczywistości

W ciągu ostatniego miesiąca rząd powrócił do rzeczywistości co do oficjalnej oceny wpływu kryzysu na polską gospodarkę i finanse publiczne. Szacunek tegorocznej dynamiki PKB został obniżony do 0,2% z 3,7% założonego w ustawie budżetowej. Wynikający z tego ubytek dochodów podatkowych został częściowo zniwelowany ograniczeniem wydatków (po redukcji wydatków o 19,7 mld zł na początku roku teraz znaleziono dodatkowe 3 mld zł), a także wzrostem wartości dywidend i środków z UE. Nie obyło się jednak bez powiększenia deficytu - z planowanych pierwotnie 18,2 mld zł do 27,2 mld zł. Teraz rynek będzie czekał na kształt przyszłorocznego budżetu, którego konstrukcja będzie dużo trudniejsza niż zmiany tegorocznego planu finansowego państwa. Na razie, aby uniknąć konieczności podwyższenia podatków premier zgłosił pomysł ograniczenia wydatków na obronę narodową oraz kontrowersyjną koncepcję zakładającą transfer zysku NBP do budżetu w przyszłym roku.

Chociaż część członków RPP sugerowała zakończenie procesu łagodzenia polityki pieniężnej i zmianę nieformalnego nastawienia na neutralne, większość członków Rady uznała w czerwcu, że rzeczywistość gospodarcza uzasadnia powrót do obniżek stóp i utrzymanie łagodnego nastawienia. Istotnym argumentem za taką decyzją był silniejszy niż oczekiwano spadek inflacji w maju oraz wyniki nowej projekcji NBP, które pokazały niższą ścieżkę PKB (szczególnie w latach 2009-2010) oraz ścieżkę inflacji nadal poniżej celu w latach 2010-2011, choć powyżej ścieżki inflacji w poprzedniej projekcji z lutego. Najnowsze wypowiedzi bankierów centralnych wskazują, że nawet zdaniem „gołębi” pole do łagodzenia polityki pieniężnej zawęża się, a kolejnej obniżki stóp nie należy oczekiwać przed danymi o PKB za II kw. Po oczekiwanej przez nas obniżce we wrześniu można spodziewać się jeszcze jednej redukcji stóp, ale będzie to zależało od kolejnych danych i wyników nowej projekcji NBP w październiku.

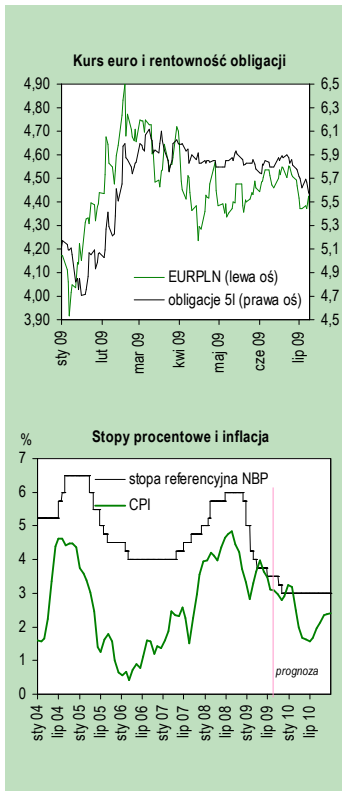
Kierunek zmian na krajowym rynku finansowym był zgodny z naszymi przewidywaniami sprzed miesiąca. Chociaż początkowo złoty pozostawał pod presją utrzymujących się obaw o dewaluację łata, to EURPLN nie przekroczył istotnej bariery na poziomie 4,60, a po wyjaśnieniu sytuacji na Łotwie złoty uległ wyraźnej aprecjacji, zmierzając w kierunku poziomów bardziej spójnych z rzeczywistą sytuacją polskiej gospodarki. Fundamentalnym czynnikiem wspierającym krajową walutę była trzecia z rzędu nadwyżka w obrotach bieżących zanotowana w kwietniu. Rynek stopy procentowej umocnił się dzięki spadkowi inflacji i obniżce stóp przez RPP, choć spadek rentowności na długim końcu krzywej hamowany jest przez ryzyko fiskalne.

Inaczej niż zwykle, niniejszy MAKROskop jest dwumiesięcznikiem. Mamy nadzieję, że po kilku kwartałach globalnego kryzysu okres wakacyjny upłynie w otoczeniu względnego spokoju w gospodarce i na rynkach finansowych. Wiele wskazuje chociażby na to, że wakacyjną przerwę zrobi RPP, nie dokonując zmian stóp procentowych ani w lipcu ani w sierpniu. Po nowelizacji budżetu na (zasłużony?) urlop udadzą się posłowie. W tym okresie w finalną fazę wejdą prace nad budżetem na rok przyszły, o czym napiszemy za dwa miesiące.

Na rynku finansowym 30 czerwca 2009 r.:

Stopa depozytowa NBP	2,00	WIBOR 3M	4,44	USDPLN	3,1733
Stopa referencyjna NBP	3,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	5,21	EURPLN	4,4696
Stopa lombardowa NBP	5,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,77	EURUSD	1,4085

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 09.07.2009 r.



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

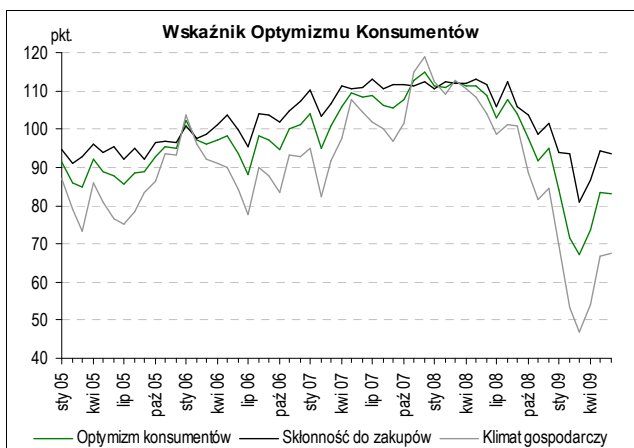
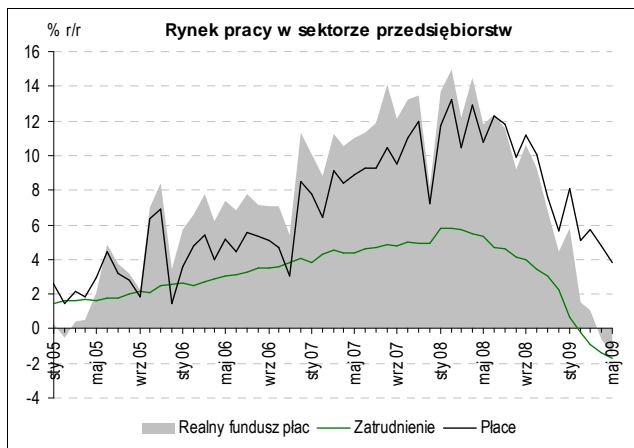
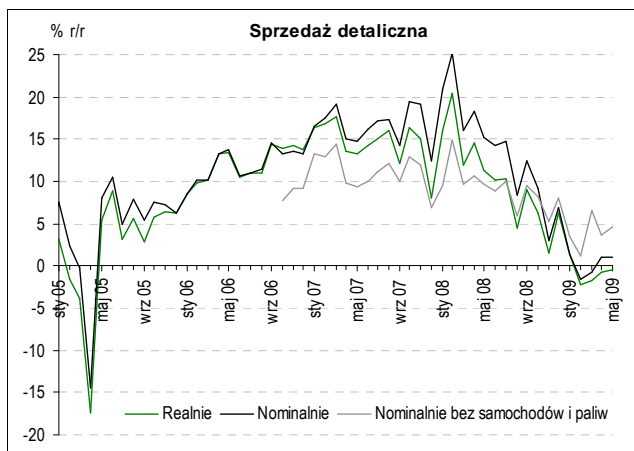
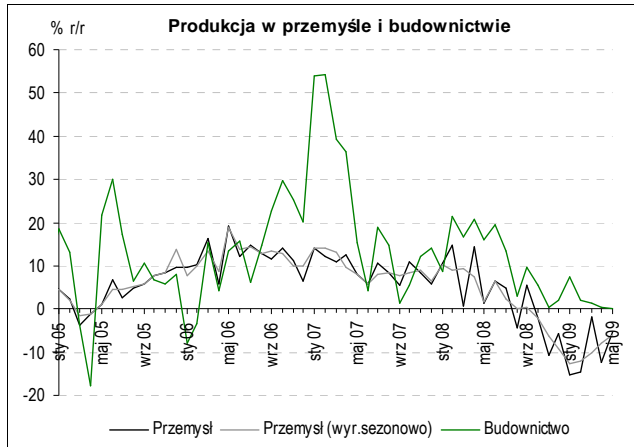
022 586 8341

Cezary Chrapek

022 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

Gospodarka Polski



Produkcja nie najgorzej

Produkcja przemysłu spadła w maju o 5,2% r/r, (oczekiwano ok. -7%), wobec średniego spadku o 11% w okresie styczeń-kwiecień. Poprawa dynamiki produkcji widoczna była również w ujęciu sezonowo dostosowanym - spadek o 5,9% r/r wobec średniego spadku w pierwszych 4 miesiącach roku o ponad 10%. Dane sugerują, że spadek produkcji przemysłowej w II kw. będzie niższy niż odnotowany w I kw. Nie oznacza to jednak, że zobaczymy odbicie dynamiki PKB w II kw. (choć może pozostać powyżej zera), głównie na skutek spowolnienia w usługach.

Wzrost produkcji budowlanej spowolnił silniej od prognoz, do 0,2% r/r (konsensus wynosił 1% r/r). W II kw. wynik produkcji będzie zapewne gorszy niż w I kw., a dalsza część roku może powinna być jeszcze gorsza ze względu na wygasanie starych robót budowlanych i zmniejszenie ilości nowych projektów.

Lekkie odbicie sprzedaży detalicznej

Nominalna dynamika sprzedaży detalicznej w maju wyniosła 1,1% r/r wobec 1% r/r w kwietniu. Realnie wyniosła -0,5% r/r po -0,7% r/r w kwietniu i -0,9% r/r średnio w I kw. br.

Struktura nominalnego wzrostu sprzedaży była podobna jak w poprzednich miesiącach. Ponownie silny był spadek sprzedaży pojazdów mechanicznych (-10,7% r/r) związany z ograniczeniem popytu na wymagające wysokich wydatków dobra trwałego użytku. Nadal silny był również nominalny spadek sprzedaży paliw (-11,2% r/r), co wiąże się jednak z efektem cenowym (roczny spadek cen paliw), a nie istotnym osłabieniem popytu.

Popyt na inne towary łącznie nadal rośnie w ujęciu rocznym. Po wykluczeniu pojazdów mechanicznych i paliw, roczna dynamika sprzedaży detalicznej przyspieszyła wg naszych szacunków do 4,5% z 3,7% w kwietniu i 3,8% średnio w I kw. br.

Pogłębienie problemów na rynku pracy

Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw było w maju o 3,8% wyższe niż rok wcześniej, co oznacza spowolnienie wobec wzrostu o 4,8% r/r w kwietniu. To wynik wyraźnie poniżej oczekiwań wskazujących na stabilizację, a nawet lekki wzrost dynamiki płac. Spowolnienie wzrostu wynagrodzeń nastąpiło mimo dość niskiej bazy z analogicznego miesiąca ub.r., co pokazuje, że skala wyhamowania podwyżek w firmach w obliczu kryzysu jest naprawdę znacząca. Należy się spodziewać, że w kolejnych miesiącach proces ten będzie kontynuowany i nawet przy oczekiwanym spadku inflacji realna dynamika płac w II półroczu będzie poniżej zera (w maju była 0,2% r/r na plusie, najniżej od 4 lat).

Przeciętne zatrudnienie w maju spadło o 1,7% r/r, zgodnie z oczekiwaniami, kontynuując tendencję przyspieszenia spadku widoczną od wielu miesięcy. Skala zwolnień w ujęciu rocznym będzie wg nas nadal narastała w dalszej części roku.

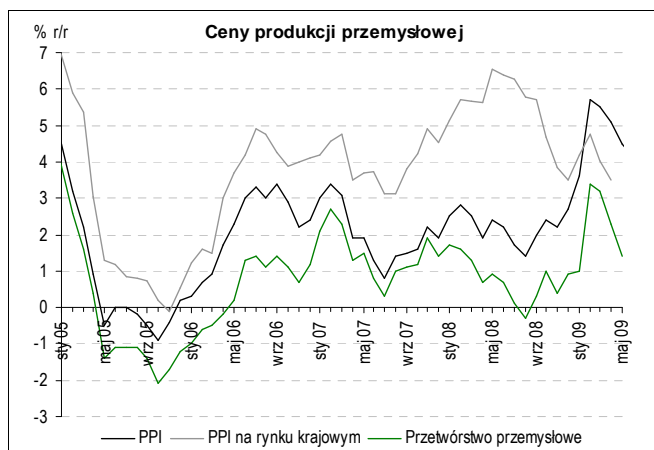
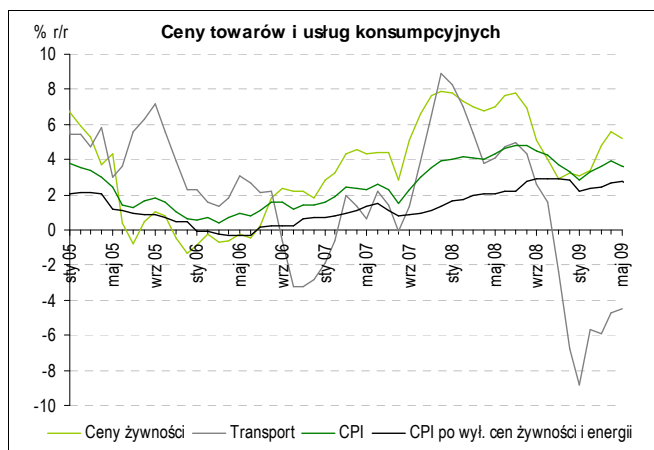
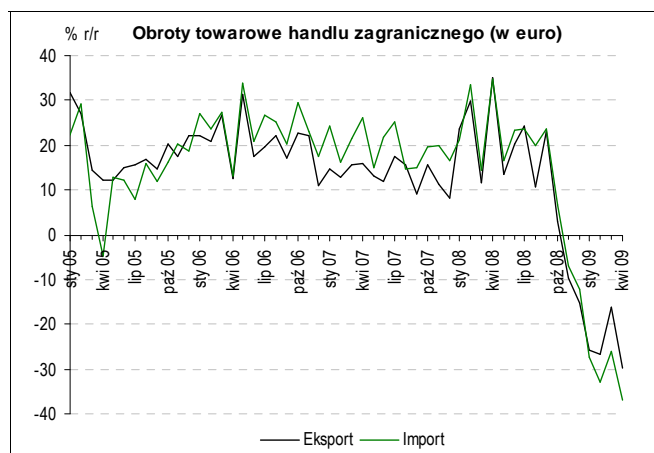
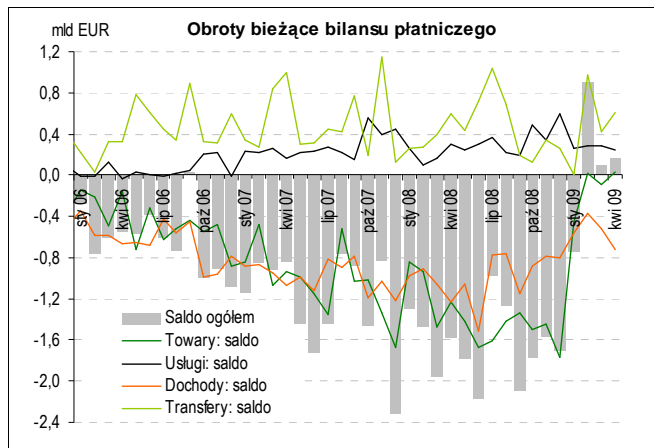
W rezultacie obniżenia dynamiki płac i spadku zatrudnienia, nominalny fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw wzrósł w maju zaledwie o 2,1% r/r, ale realny fundusz płac zanotował spadek o 1,5% r/r. Pokazuje to, że siła nabywcza dochodów z pracy słabnie, co będzie negatywnie wpływać na dynamikę konsumpcji prywatnej w kolejnych kwartałach.

Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła na koniec maja do 10,8% z 11% w kwietniu. Poprawa ta ma wyłącznie sezonowy charakter, podczas gdy w ujęciu rocznym wzrost stopy bezrobocia przyspieszył do 1pp z 0,7pp w kwietniu.

W ostatnich miesiącach nastroje konsumentów odreagowały częściowo silne pogorszenie obserwowane do marca, ale mimo wzrostów, poziom ufności konsumenckiej pozostaje bardzo niski, co wraz z dalszym pogorszeniem sytuacji na rynku pracy będzie negatywnie wpływać na popyt konsumpcyjny.

Źródło: GUS, Ipsos, obliczenia własne

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

Trzecia z rzędu nadwyżka obrotów bieżących

Bilans płatniczy za kwiecień pokazał nadwyżkę obrotów bieżących na poziomie 171 mln €, większą od oczekiwanej. Na dodatek saldo obrotów bieżących złożyła się m.in. nadwyżka w obrotach towarowych wynosząca 28 mln €. Obroty handlowe znacznie się obniżyły, przy czym w większym stopniu pogłębił się spadek importu (do -37% r/r z -28,8% r/r średnio w I kw.) niż eksportu (do -29,9% r/r z -22,9% r/r średnio w I kw.). Głębsze załamanie importu niż eksportu pozytywnie wpływa na szacunek wkładu eksportu netto do PKB, ale jednocześnie sugeruje dużą siłę osłabienia popytu krajowego, chociaż w pewnym stopniu można spodziewać się nasilonej substytucji importu krajową produkcją, której konkurencyjność istotnie wzrosła przy znacznie słabszym złotym.

Dodatknie były też salda usług (249 mln €) oraz transferów bieżących (610 mln €). Saldo dochodów było ujemne (-716 mln €), na co złożyło się dodatkowo saldo wynagrodzeń pracowników (234 mln €) i ujemne saldo dochodów z inwestycji (-950 mln €, w tym dywidendy -287 mln €).

Skumulowany deficyt obrotów bieżących za 12 miesięcy obniżył się do 3,9% PKB z 4,3% po marcu. Jednocześnie stopień jego pokrycia kapitałem długoterminowym (tj. BIZ oraz napływem funduszy UE) zmniejszył się z 83% do 75%. Wartość BIZ w kwietniu wyniosła 338 mln €, czyli blisko trzykrotnie mniej niż średnio w 2008 r. (924 mln €). Niemniej, po wysokim napływie BIZ w I kw. podtrzymujemy oczekiwania, że w całym roku wyniosą one ok. 5,5 mld €, tj. ok. połowę wartości z 2008.

W sumie, bilans płatniczy za kwiecień potwierdził trwałość obserwowanego w I kw. br. silnego dostosowania w relacjach zewnętrznych polskiej gospodarki. Czynnikiem ten stanowi wsparcie dla złotego w średnim terminie.

Prześciowy szczyt inflacji już za nami

Inflacja CPI spada w maju do 3,6% z 4% w kwietniu, bardziej niż oczekiwano (szacunek MinFin i konsensus 3,8% r/r). W ciągu miesiąca ceny wzrosły o 0,5%, głównie za sprawą cen paliw (2,6% m/m) oraz żywności (0,7% m/m przy czym MinFin szacował aż 1,4% m/m). Tym samym dane o CPI za maj potwierdziły naszą ocenę, że skala wiosennego wzrostu cen żywności wyczerpała się w poprzednich miesiącach (średni wzrost miesięczny na poziomie 1,3% w okresie styczeń-kwiecień). Spodziewamy się, że od czerwca ceny żywności zaczną sezonowy spadek, być może silniejszy niż rok temu.

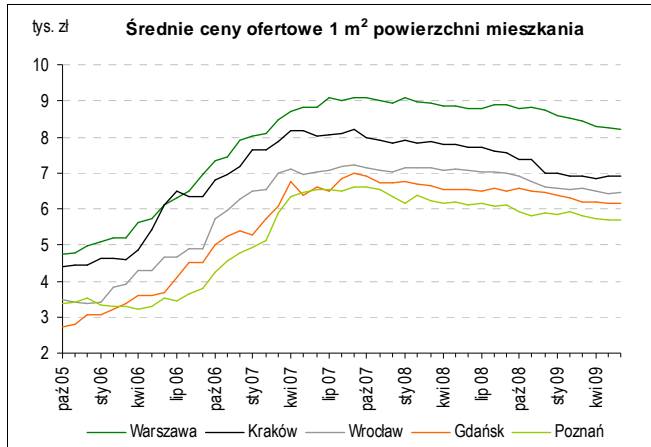
Jeśli chodzi o pozostałe komponenty wskaźnika inflacji, to wciąż negatywnie zaskakują ceny usług, które rosną w dość szybkim tempie jak na silne osłabienie popytu krajowego.

Inflacja CPI bez cen żywności i energii przyspieszyła w maju do 2,8% r/r z 2,6% r/r w kwietniu, nieco silniej niż oczekiwano, ale pozostałe 3 miary inflacji bazowej obliczane przez NBP delikatnie spadły i pozytywna ocena perspektyw inflacji nie uległa zmianie.

Naszym zdaniem inflacja osiągnęła tegoroczny szczyt w kwietniu i od maja rozpoczął się jej trend spadkowy, który będzie kontynuowany w najbliższych miesiącach, a nawet kwartałach. Prognozujemy, że w czerwcu inflacja spadnie do górnej granicy przedziału odchyleń od celu, a na przełomie III i IV kw. spadnie poniżej 3%. Choć pod koniec tego roku możliwy jest ponowny wzrost, to zakładamy, że w przyszłym roku średnioroczna inflacja CPI będzie nieznacznie powyżej 2%.

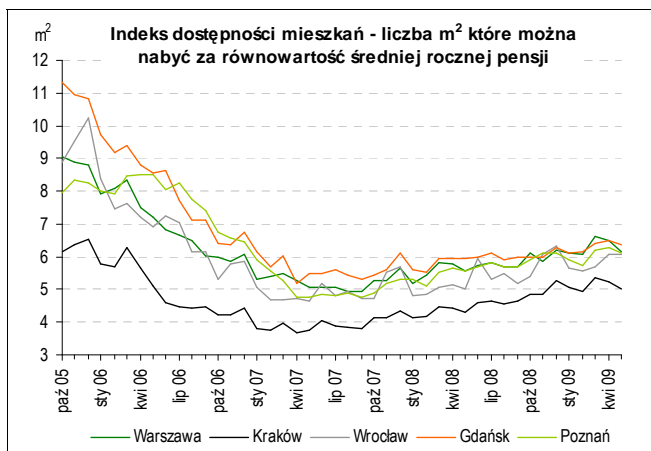
Ceny producenta spadły w maju o 0,3% m/m, obniżając roczną inflację PPI do 3,7% z 4,8% w kwietniu (oczekiwano 4,5%). Inflacja PPI na rynku krajowym, eliminująca wpływ osłabienia złotego na ceny eksportowe, była w maju zapewne jeszcze niższa po tym jak w kwietniu spadła do 3,5% r/r.

Rynek nieruchomości



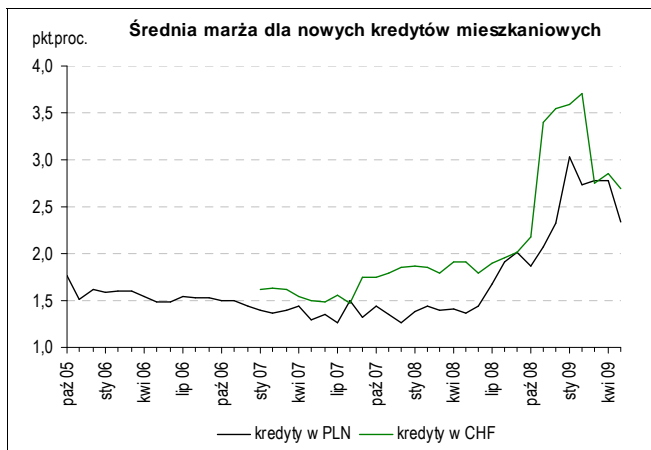
Stabilizacja cen mieszkań

- Według serwisu oferty.net, maj nie przyniósł istotnych zmian cen mieszkań w głównych miastach Polski. W części z nich nastąpił delikatny wzrost cen, w innych nieznaczny spadek.
- Według danych serwisu szybko.pl, skala spadku cen mieszkań w maju była w większości miast mniejsza niż w kwietniu, a w Krakowie nastąpił nawet nieznaczny wzrost cen. W czerwcu ceny ustabilizowały się.
- Wstępne informacje o zmianach cen w czerwcu, m.in. wg Home Broker i Open Finance, mówią o stabilizacji cen.
- Od końca 2008 r. do połowy br. spadek cen mieszkań jest najsilniejszy w Warszawie (ponad 6%), gdzie pod koniec ub.r. korekta była najsłabsza. Relatywnie dobrze radzi sobie natomiast rynek krakowski, gdzie ceny od początku tego roku nie uległy istotnej zmianie po silnym spadku w 2008 r.



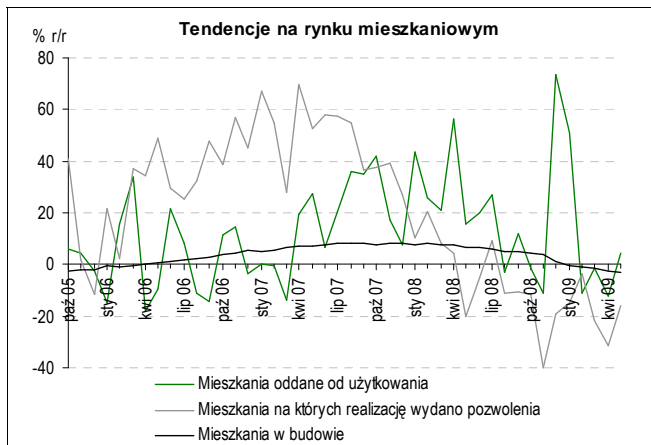
Wzrost liczby transakcji na rynku

- Deweloperzy oraz pośrednicy w obrocie nieruchomościami informują o wzroście liczby transakcji w ostatnich miesiącach.
- Pewne ożywienie rynku w II kw. ma w dużym stopniu sezonowy charakter, bo w tym okresie w poprzednich latach zawsze dochodziło do wzrostu obrotów na rynku nieruchomości mieszkaniowych.
- Wydaje się jednak, że wzrost liczby transakcji może również wynikać ze wzrostu indeksu dostępności mieszkań mierzonego jako powierzchnia mieszkania, którą można nabyć za średnią roczną pensję. Wynika on z dokonanej dotychczas korekty cen przy jednoczesnym utrzymaniu wzrostu płac.
- Na wzrost efektywnego popytu wpływa też fakt, że opisanej wyżej stabilizacji cen ofertowych na obniżonym poziomie towarzyszy skłonność sprzedających do udzielania upustów.



Lekka odwilż na rynku kredytowym

- Chociaż polityka kredytowa banków pozostaje zdecydowanie bardziej restrykcyjna niż przed intensyfikacją globalnego kryzysu gospodarczego, to maj przyniósł pewne złagodzenie warunków udzielania kredytów mieszkaniowych.
- W maju nastąpiła m.in. kontynuacja zmniejszenia marż kredytów, w obu przypadkach zarówno dla kredytów w złotych, jak i we frankach szwajcarskich. Niektóre banki złagodziły również inne warunki udzielania kredytów.
- Wspieraniem dla aktywności kredytowej jest rządowy program „Rodzina na swoim”, który po zmianach na początku roku (np. podniesieniu limitu cen nieruchomości) staje się coraz bardziej popularny. W czerwcu skorzystało z niego 3,1 tys. rodzin, zaciągając kredyty na kwotę 555,1 mln zł, podczas gdy w maju było to odpowiednio 2,9 tys. i 511,8 mln zł.



Podaż nadal wyhamowuje, choć są nowe projekty

- Maj przyniósł pogłębienie rocznego spadku mieszkań w budowie, co jest efektem ograniczania nowych projektów przez deweloperów obserwowanego już w trakcie 2008 r. i nasilonego po intensyfikacji globalnego kryzysu.
- Ostatni miesiąc przyniósł co prawda pewien wzrost dynamiki mieszkań na których realizację wydano pozwolenia, ale pozostała ona ujemna i wydaje się, że trend spadkowy nie uległ zmianie. Nie zmienia tego fakt, że w obliczu pewnego ożywienia popytu i spadku kosztów budowy powierzchni użytkowej mieszkania, niektórzy deweloperzy zapowiedzieli realizację nowych projektów mieszkaniowych.
- Dynamika liczby mieszkań oddanych do użytkowania wzrosła w maju powyżej zera, ale jej spadkowy trend będzie zapewne kontynuowany przy malejącej liczbie mieszkań w budowie.

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

Pod lupą: Bank centralny

Fragmenty czerwcowego komunikatu RPP

(zmiany w porównaniu z majowym zaznaczone inną czcionką)

W największych gospodarkach nastąpiło silne wyhamowanie dynamiki cen, do czego przyczyniło się znaczące spowolnienie światowego wzrostu gospodarczego oraz towarzyszący mu spadek cen surowców. Jednocześnie w ostatnim okresie ponownie wzrosły ceny surowców na rynkach światowych.

W ostatnim okresie zmienność kursów walut krajów Europy Środkowo-Wschodniej, w tym złotego, uległa pewnemu obniżeniu, pozostając jednak w większości tych krajów na stosunkowo wysokim poziomie.

W ocenie Rady w najbliższych miesiącach inflacja prawdopodobnie obniży się, choć nadal będzie się kształtować 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 wzrostu inflacji może oddziaływać obserwowany w ostatnim okresie wzrost cen ropy naftowej. Jednak w średnim okresie dalszy spadek presji popytowej powinien prowadzić do spadku inflacji.**

W średnim okresie recesja w gospodarce światowej przyczyniająca się do spowolnienia krajowego wzrostu gospodarczego będzie ograniczać presję inflacyjną w Polsce. W kierunku ograniczenia popytu, a przez to presji inflacyjnej będzie również oddziaływać dalsze pogarszanie się sytuacji na rynku pracy i związany z tym spadek dynamiki realnych wynagrodzeń oraz mniej korzystna niż w minionym okresie sytuacja finansowa przedsiębiorstw. W tym samym kierunku oddziałuje także zaostrzenie warunków kredytowania przez banki. W kierunku wzrostu cen będzie natomiast oddziaływać obserwowana wcześniej znaczna deprecjacja złotego.

Rada ocenia prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego za wyższe od prawdopodobieństwa, że inflacja będzie wyższa od celu i podjęła decyzję o obniżeniu stóp procentowych. **W ocenie Rady, dotychczasowe obniżki stóp procentowych NBP wraz ze zmniejszeniem stopy rezerwy obowiązkowej będą sprzycać 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. Ponadto Rada uznała, że pełniejsza ocena perspektyw inflacji będzie możliwa po zapoznaniu się z wynikami czerwcowej projekcji z modelu NECMOD.

Kolejna obniżka z łagodnym nastawieniem

■ Po dwumiesięcznej przerwie, w czerwcu Rada Polityki Pieniężnej ponownie obniżyła stopy procentowe o 25 pb (referencyjną do 3,50%, najniższego poziomu w historii). Była to czwarta obniżka stóp w tym roku, a szósta od początku cyklu. W sumie od listopada 2008 r. redukcja wyniosła 250 pb.

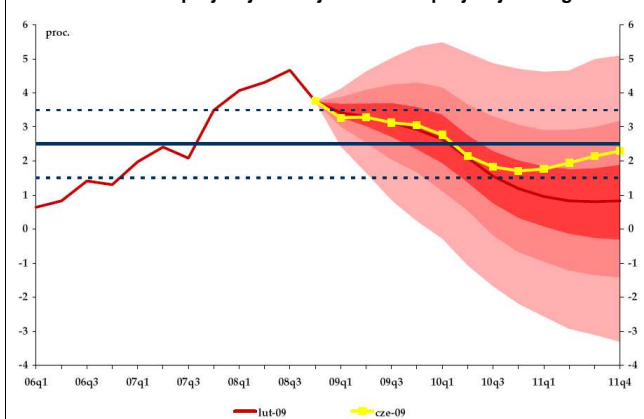
■ Zgodne z naszymi przewidywaniami, RPP nie zdecydowała się na zmianę nieformalnego nastawienia polityki pieniężnej z łagodnego na neutralne, chociaż sugerowały to wcześniej niektóre wypowiedzi części członków Rady. Bez zmian pozostała również stopa rezerw obowiązkowych, co nie było zaskoczeniem, biorąc pod uwagę, że obniżka zatwierdzona w maju zaczęła obowiązywać dopiero dla rezerwy utrzymywanej od końca czerwca.

■ Ogólnie, ton oficjalnego komunikatu Rady pozostał łagodny i spójny z łagodnym nastawieniem, co pozwala oczekiwać, że czerwcową redukcja stóp nie jest ostatnią w cyklu.

■ Niemniej, stwierdzenie w komunikacie, że dotychczasowe obniżki stóp będą sprzycać powrotowi gospodarki na ścieżkę potencjalnego wzrostu, wydaje się sugerować, że przestrzeń do obniżek się zawęża. Potwierdziły to wypowiedzi członków RPP, które pojawiły się po posiedzeniu (więcej szczegółów na następnej stronie), sugerując dodatkowo, że następną decyzją o zmianie stóp zapadnie dopiero po wakacjach.

■ Spodziewamy się kolejnej obniżki stóp o 25 pb we wrześniu, m.in. po publikacji danych o PKB za II kw. Zejście stopy referencyjnej do poziomu 3,0% w tym roku nadal jest możliwe, choć będzie to uzależnione od napływających danych, w tym od tempa spadku inflacji, jak również od wyników kolejnej projekcji NBP (publikacja w październiku).

Czerwcową projekcją inflacji NBP na tle projekcji z lutego



Projekcje PKB i inflacji w kolejnych Raportach o inflacji

PKB	Cze 08	Paź 08	Lut 09	Cze 09
2009	3,4-6,2	1,9-3,7	0,3-1,9	-0,4-1,1
2010	3,8-6,8	2,7-4,5	1,2-3,3	0,2-2,5
2011	-	-	2,5-4,8	2,4-4,5
CPI	Cze 08	Paź 08	Lut 09	Cze 09
2009	2,5-5,8	3,9-5,7	2,5-3,9	2,8-3,5
2010	0,1-5,7	1,9-4,5	0,5-3,2	1,1-3,2
2011	-	-	-0,9-2,6	0,8-3,4

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

Nowa projekcja nie zmienia oczekiwań

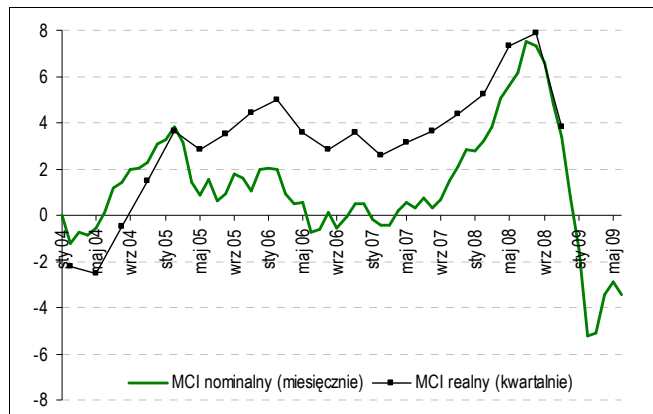
■ Niewątpliwie jednym z kluczowych czynników, jaki wpłynął na decyzję RPP był nowy *Raport o inflacji*, zawierający m.in. zaktualizowane projekcje inflacji i PKB opracowane na podstawie modelu NECMOD.

■ Zgodnie z nimi, centralna ścieżka inflacji jest do połowy 2010 r. mniej więcej zgodna ze ścieżką z poprzedniego raportu opublikowanego w lutym, obniżając się stopniowo do poziomu poniżej celu inflacyjnego 2,5%, natomiast w dalszym okresie jest wyraźnie powyżej poprzedniej projekcji, chociaż nadal poniżej celu. Wg wskazań projekcji, prawdopodobieństwo, że inflacja będzie poniżej poziomu 2,5% jest od II kw. 2010 do końca horyzontu projekcji powyżej 50%. Równocześnie, projekcja pokazuje pogorszenie przewidywań dotyczących wzrostu gospodarczego praktycznie w całym horyzoncie prognozy, w szczególności w latach 2009-2010.

■ Na wzrost ścieżki inflacji w horyzoncie projekcji wpłynęło podwyższenie ścieżek inflacji bazowej i cen żywności przy jednoczesnym obniżeniu zakładanej ścieżki cen energii. Podwyższona ścieżka inflacji bazowej, wynika z faktu, że oszacowana w modelu ścieżka kursu EURPLN jest wyraźnie powyżej tej z poprzedniego raportu, chociaż podlega stopniowej aprecjacji. Słabszy kurs złotego w nowej projekcji odpowiada również zapewne za podwyższenie ścieżki cen żywności, mimo że obniżono zakładany poziom światowych cen surowców rolnych.

■ W ocenie analityków NBP, bilans ryzyk wskazuje, że w całym horyzoncie projekcji przeważa ryzyko ukształtowania się inflacji powyżej ścieżki centralnej, natomiast dla wzrostu PKB istnieje ryzyko dłuższego niż przyjęto w projekcji utrzymania się spowolnienia gospodarczego.

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



Lekki spadek MCI po wzroście w poprzednich miesiącach

- Po kilku miesiącach wzrostu indeksu restrykcyjności polityki pieniężnej, w czerwcu nastąpił lekki spadek nominalnego MCI. Wprowadzenie stawki rynku pieniężnego WIBOR poszły w górę w ostatnim miesiącu, ale równocześnie nastąpiło osłabienie złotego i zwiększenie odchylenia kursu od trendu w stronę deprecjacji, co w sumie spowodowało nieznaczne obniżenie indeksu.
- W lipcu najprawdopodobniej będzie miała miejsce odwrotna sytuacja – stopy rynku pieniężnego będą zapewne niższe (WIBOR spadł po obniżce stóp przez RPP), ale w przypadku średniego kursu złotego powinno nastąpić umocnienie. W efekcie, można oczekiwać stabilizacji lub ponownego niewielkiego wzrostu indeksu restrykcyjności.

4,00%



Filar 1,63 (1,61)

Wasilewska-Trenkner 1,59 (1,48)

3,50%

Noga 1,52 (1,52)

Wojtyna 1,48 (0,91)

Sławiński 1,19 (0,91)

Czekaj 1,00 (0,86)

3,00%

Skrzypek 0,85 (N/A)

Owsiak 0,89 (0,91)

Nieckarz 0,89 (0,83)

Pietrewicz 0,81 (0,74)



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

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

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

Mniej miejsca na obniżki, ale jeszcze trochę zostało

Po czerwcowej decyzji RPP o obniżce stóp i utrzymaniu łagodnego nastawienia otrzymaliśmy zestaw mieszanych wypowiedzi jej członków. Z jednej strony, pojawiły się komentarze „jastrzębi”, które nie wykluczały kolejnej obniżki stóp (choć trzeba przyznać, że byli oni w tej kwestii bardzo wstrzemięźliwi), ale jednocześnie pojawiły się wypowiedzi „gołębi” sugerujące, że miejsca na łagodzenie polityki pieniężnej nie zostało zbyt wiele, a kolejna obniżka raczej nie nastąpi w najbliższych miesiącach.

Najbardziej jednoznaczną opinię o perspektywach stóp wydaje się prezentować prezes NBP Sławomir Skrzypek, który wyraźnie powiedział po posiedzeniu RPP, że jesteśmy nadal w fazie łagodzenia polityki pieniężnej, a następne obniżki podstawowych stóp są prawdopodobne. Jednak już pozostali członkowie „obozu gołębiego”, m.in. Mirosław Pietrewicz i Stanisław Nieckarz, dali do zrozumienia, że przestrzeń do obniżki się zawężyła, a kolejna decyzja może poczekać do momentu, kiedy Rada będzie mogła zapoznać się z pełną porcją danych ekonomicznych za I połowę roku, co będzie możliwe dopiero po publikacji danych o PKB za II kw. już po sierpniowym posiedzeniu RPP. Kluczowy dla rozkładu sił w Radzie Jan Czekaj również zasugerował, że zmiana stóp może nastąpić po publikacji danych o PKB za II kw., czyli dopiero we wrześniu.

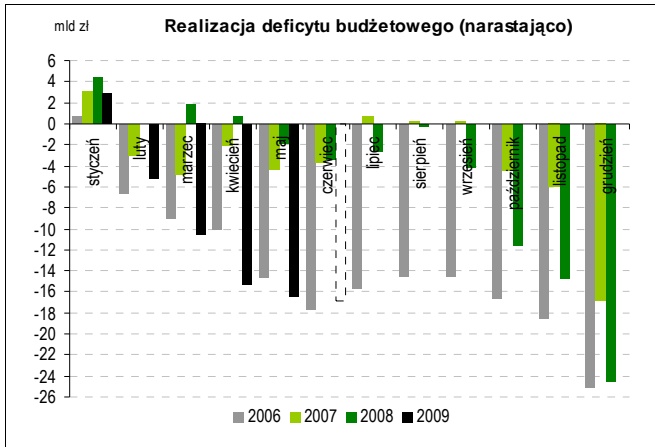
Naszym zdaniem, kluczowa dla kolejnych decyzji RPP może okazać się skala spadku inflacji w najbliższych miesiącach. Gołębi członkowie RPP pozytywnie ocenili prognozowany przez resort finansów spadek dynamiki cen konsumentów do 3,4% w czerwcu, jednak naszym zdaniem prognoza ta może być nieco zbyt optymistyczna, co zwiększy ostrożność Rady. Sceptycznie do prognozy Ministerstwa odniósł się Marian Noga, który stwierdził, że nie widzi już miejsca do obniżek stóp.

Pierwsi (nieoficjalni) kandydaci do nowej RPP

Prezes PiS Jarosław Kaczyński powiedział w czerwcu, że dobrym kandydatem na członka nowej RPP (kadencja obecnej Rady upływa na początku 2010) byłby prof. Wojciech Roszkowski, historyk i ekonomista. Kaczyński miał zapewne na myśli ewentualne zgłoszenie tej kandydatury przez Prezydenta Lecha Kaczyńskiego, który może zaproponować trzech członków RPP. W mediach pojawiły się też informacje, że możliwymi kandydatami prezydenta mogą być również jego doradca ekonomiczny Adam Głapiński oraz była minister finansów prof. Zyta Gilowska (ta jednak podobno na razie nie jest zainteresowana). Zarówno prof. Roszkowski, jak też Adam Głapiński potwierdzili, że byli z nim prowadzone rozmowy w sprawie nominacji do RPP, i że są zainteresowani propozycją prezydenta.

PO i PSL poinformowały, że nie uzgadniały jeszcze kandydatów do Rady i zajmą się tą kwestią dopiero po wakacjach. Niemniej, w wypowiedziach przedstawicieli PSL pojawiły się nazwiska możliwych kandydatów popieranych przez tę partię. Wśród nich znaleźli się prof. Józef Kozioł (były prezes BOŚ, a obecnie prorektor jednej z prywatnych uczelni ekonomicznych), prof. Władysław Szymański (kierownik Katedry Analiz Rynków i Konkurencji SGH) oraz wiceminister finansów Elżbieta Chojna-Duch. Według anonimowych informacji cytowanych przez PAP wśród kandydatów PO mógłby się znaleźć prof. Jan Winięcki, który zresztą potwierdził w mediach gotowość do ubiegania się o fotel członka Rady.

Pod lupą: Rząd i polityka



Planowane dochody budżetu w 2009 r. wg rządowego projektu nowelizacji

(mln zł)	Ustawa budżetowa	Nowelizacja	Różnica
Dochody ogółem	303 035	272 904	-30 131
Dochody podatkowe i niepodatkowe	269 433	231 140	-38 293
Dochody podatkowe	251 434	204 812	-46 622
Podatki pośrednie	178 064	147 462	-30 602
podatek od towarów i usług	118 590	94 000	-24 590
podatek akcyzowy	58 110	51 900	-6 210
Podatek dochodowy CIT	33 120	23 000	-10 120
Podatek dochodowy PIT	40 250	34 350	-5 900
Dochody niepodatkowe	17 999	26 328	8 329
Dywidendy	3 351	8 652	5 301
Cło	2 032	1 917	-115
Dochody jednostek budżetowych	9 023	9 561	538
Pozostałe dochody niepodatkowe	785	3 297	2 512
Wpłaty jednostek samorządu	2 702	2 702	0
Dochody zagraniczne środki z UE i in. źródeł niepodlegających zwrotowi	33 601	41 763	8 162

Główne założenia makroekonomiczne Ministerstwa Finansów wg informacji o sytuacji makroekonomicznej i stanie budżetu państwa w 2009 r.

		2008	2009 P	2010 P
PKB	% r/r	4,9	0,2	0,5
Popyt krajowy	% r/r	5,4	-0,7	0,5
Spożycie indywidualne	% r/r	5,4	2,1	0,8
Inwestycje	% r/r	8,2	-1,9	0,1
CPI	% r/r	4,2	3,0	1,0
PPI	% r/r	2,6	4,5	0,8
Dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	5,8	2,0	1,4
Stopa bezrobocia	%	9,5	12,5	13,8
Saldo obrotów bieżących do PKB	%	-5,5	-3,2	-3,2

P - prognoza

Wypowiedzi przedstawicieli klubów parlamentarnych nt. zmian podatków

Grzegorz Doliniak, wiceszef klubu PO: Podnoszenie podatków bezpośrednich to ostatnia rzecz, do której sięgniemy. Rząd szuka rozwiązań najmniej bolesnych dla ludzi. Ale w tej chwili trudno rozstrzygnąć czy to będzie VAT, akcyza, czy inne podatki pośrednie.
Eugeniusz Kłopotek, poseł PSL: Na pewno nie zgodzimy się na podwyższenie podatku VAT. (...) Nie będziemy tu specjalnie oponować (przeciw czasowemu przywróceniu 40% stawki PIT), trzeba będzie wrócić do poprzedniego rozwiązania.
Maks Kraczkowski, poseł PiS: PiS opowiada się za obniżaniem podatków, a nie ich podwyższaniem. W czasie kryzysu należy pobudzać gospodarkę. Jeżeli premier chce przenieść ciężar kosztów związanych z walką z kryzysem na przedsiębiorców, to nie ma na to zgody.
Marek Wiśniński, poseł Lewicy: Nasz klub mógłby się zgodzić na czasową podwyżkę podatków dla najbogatszych. Ale diabeł tkwi w szczegółach. Na pewno klub Lewica nie zgodzi się na zwiększenie podatku VAT, np. na artykuły spożywcze i podwyżkę podatku CIT.
Andrzej Duda, minister w kancelarii Prezydenta: Prezydent nie będzie na pewno chętny takim zmianom (podatków), które dotkną kieszeni osób gorzej sytuowanych. (...) tutaj, myślę, pozycja pana Prezydenta będzie jednak dosyć twarda.

Dochody podatkowe znacznie poniżej planu

- Po pięciu miesiącach roku deficyt budżetu państwa wyniósł 16,4 mld zł, czyli 90,2% planu z ustawy budżetowej. W samym maju deficyt wyniósł ok. 1 mld zł, czyli dość niewiele.
- Dochody zrealizowano w 36,6% planu, a wydatki na poziomie 39,7% rocznych założeń.
- Wprawdzie dynamika dochodów ogółem poprawiła się w maju, ale głównie za sprawą wyższych wpływów z Unii Europejskiej. Dynamika wpływów podatkowych pozostała bardzo niska, potwierdzając, że w całym roku wystąpi spory niedobór w porównaniu z pierwotnymi planami.
- Mimo to, wg wiceministera finansów w czerwcu deficyt nie powinien przekroczyć 16,9 mld zł, mieszcząc się w granicach przewidzianych we wcześniejszym harmonogramie dochodów i wydatków budżetu.

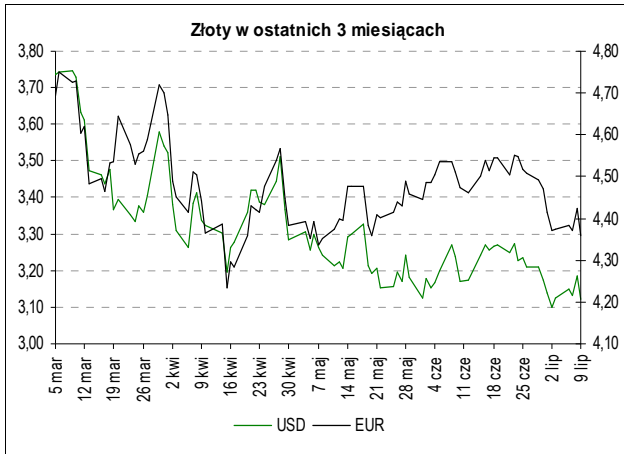
Rząd przyjął nowelizację budżetu

- 7 lipca rząd przyjął projekt nowelizacji budżetu na 2009 r., podwyższając tegoroczny deficyt o 9 mld zł, do 27,2 mld zł.
- Wg projektu nowelizacji, wpływy podatkowe w tym roku mają być niższe od zaplanowanych pierwotnie w ustawie budżetowej o 46,6 mld zł.
- Równocześnie, dochody niepodatkowe mają być wyższe od pierwotnego planu o 8,3 mld zł (w tym wpływy z dywidend podwyższone o 5,3 mld zł, a pozostałe dochody niepodatkowe wyższe o 2,5 mld zł dzięki dodatnim różnicom kursowym w związku z realizacją dopłat z UE dla rolników).
- Dochody zagraniczne i środki z UE mają być wyższe o 8,1 mld zł dzięki wymianie na złote po wyższym niż wcześniej zakładano kursie euro.
- W sumie, dochody budżetu ogółem po nowelizacji będą niższe od tych z aktualnej ustawy budżetowej o 30,2 mld zł.
- Po stronie wydatków budżetu, oprócz oszczędności wygosparowanych przez rząd już w styczniu na kwotę 19,7 mld zł (m.in. 9,7 mld zł w związku z przeniesieniem obowiązku finansowania wydatków na infrastrukturę drogową na rzecz KFD), rząd zaproponował dodatkowe cięcia wydatków w resortach o ok. 3 mld zł.
- Biorąc pod uwagę ostrożne prognozy makroekonomiczne MF, które stały się podstawą do nowelizacji, oceniamy, że budżet po zmianach będzie możliwy do zrealizowania bez kolejnych poprawek. Jednak „zakładka bezpieczeństwa” nie jest wcale duża, w związku z czym realizacja dochodów w kolejnych miesiącach powinna być uważnie śledzona.
- Sejm powinien zakończyć prace nad nowelizacją do 18 lipca. Później projekt trafi do Senatu.

Jakie podwyżki podatków w 2010 roku?

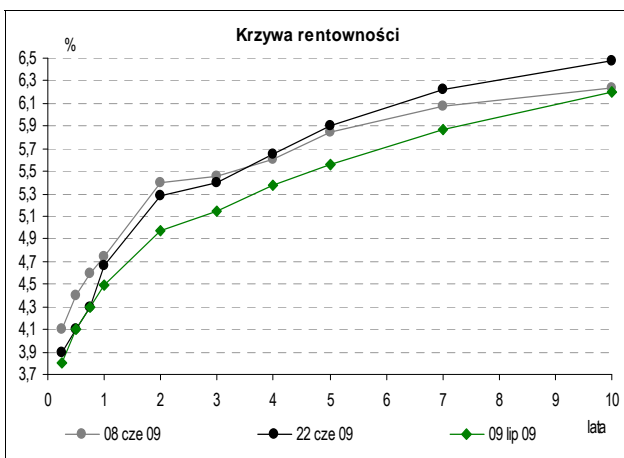
- Rząd stanowczo wykluczył podwyżki podatków w tym roku, ale w 2010 r. może być bardzo trudno ich uniknąć. Jednak wprowadzenie zmian podatków nie będzie proste, ponieważ wymaga porozumienia z prezydentem, albo odpowiedniej większości w Sejmie do jego odrzucenia jego weta. Tymczasem, stanowiska poszczególnych partii w sprawie zmian podatkowych są bardzo zróżnicowane (patrz tabela).
- Po spotkaniu z Prezydentem, premier Tusk powiedział, że rząd ma pakiet pomysłów, które mogą pozwolić uniknąć podwyżek podatków w 2010 r., m.in. przekazanie do budżetu zysku NBP za 2009 r. (ponad 10 mld zł) i zawieszenie obowiązku przeznaczania na obronę narodową 1,95% PKB. Te pomysły wymagają jednak po pierwsze zgody RPP, a po drugie odpowiednich zmian ustawowych przed końcem roku.

Monitor rynku



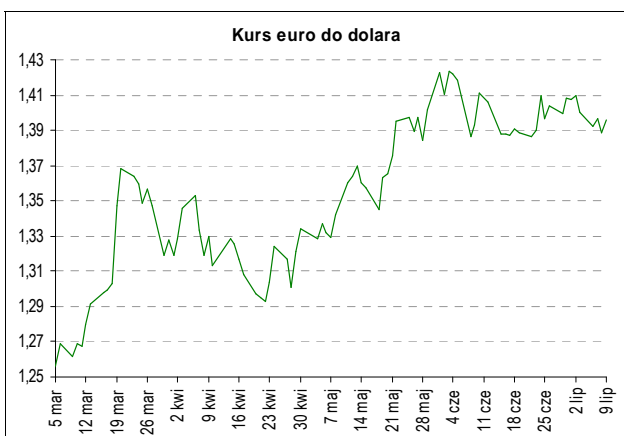
Złoty oscyluje w wąskim przedziale wahań

- Obawy o dewaluację łotewskiego łata negatywnie oddziaływały na notowania złotego, podobnie jak pogorszenie globalnych nastrojów i oczekiwanie na nowelizację budżetu. Kurs EURPLN utrzymywał się długo powyżej 4,50. Do umocnienia doszło na przełomie miesiąca przy wzroście apetytu na ryzyko i zmniejszeniu obaw o dewaluację łata (m.in. po zabezpieczeniu kolejnej transzy kredytu z MFV), choć zapał inwestorów ostygł po danych z rynku pracy w USA.
- Powracające obawy o kondycję światowej gospodarki mogą negatywnie oddziaływać na złotego w najbliższym czasie. Podtrzymujemy zdanie, że kurs EURPLN nie powinien przekroczyć 4,60, a w ciągu kilku tygodni może być testowane pasmo 4,30-4,33 z możliwym spadkiem EURPLN do 4,25. Silniejszemu umocnieniu złotego nie będą sprzyjały utrzymujące się nienajlepsze oceny gospodarcze regionu. Wpływ na apetyt na ryzyko będą miały wyniki finansowe spółek w rozpoczynającym się sezonie publikacji.



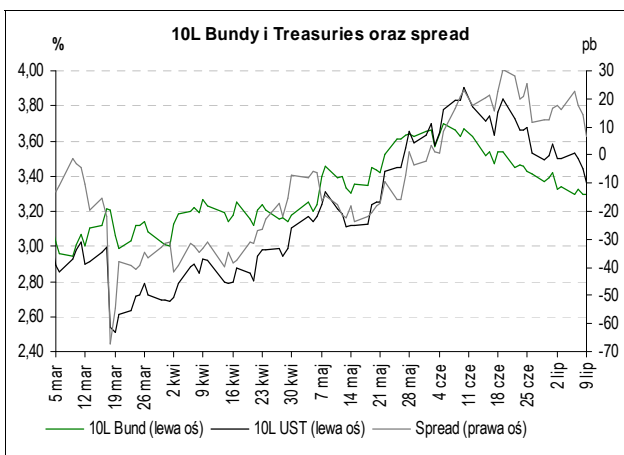
Wystromienie krzywej

- W ostatnich tygodniach doszło do sporego spadku stóp FRA i IRS. Do dużo silniejszego spadku rentowności doszło do na krótkim końcu krzywej obligacji. Spadki stóp rynkowych wynikały ze wzrostu oczekiwań na obniżki stóp procentowych, decyzji RPP o redukcji stóp, niższych od prognoz danych o inflacji za maj oraz niskiej prognozy CPI MinFin za czerwiec. Długi koniec krzywej był pod presją przy wzroście awersji do regionu i niepewności dotyczącej nowelizacji budżetu. Nastroje poprawiły się po decyzji MinFin o ograniczeniu podaży długoterminowego długu.
- Słabe dane o aktywności gospodarczej i oczekiwania na kolejną obniżkę stóp po miesiącach letnich będą wsparciem dla rynku. Krótki koniec krzywej będzie jednak przede wszystkim pod wpływem tempa spadku inflacji. Stopniowy spadek WIBOR może przyczynić się do dalszego obniżania stóp FRA. Z kolei obawy o wynik fiskalny będą powstrzymywały umocnienie obligacji długoterminowych.



Wąski przedział wahań EURUSD

- Po umocnieniu dolara na początku czerwca do ok. 1,39, które nastąpiło w reakcji na optymistyczne dane z rynku pracy w USA kurs EURUSD oscylował w wąskim przedziale wahań 1,38-1,41 i był pod wpływem zmian awersji do ryzyka. Mieszany wpływ na wahania EURUSD miały wypowiedzi na temat dolara jako waluty rezerwowej ze strony przedstawicieli Rosji i Chin. W lipcu kurs EURUSD wzrósł chwilowo do 1,41 po danych o chińskim PMI, który poprawił nastroje rynkowe, jednak po słabych danych o zatrudnieniu w USA doszło do ponownego umocnienia dolara do ok. 1,39.
- W miesiącach letnich kurs EURUSD może pozostać w przedziale wahań 1,37-1,43. Euro może zyskiwać w okresach podwyższonego apetytu na ryzyko, jednak biorąc pod uwagę spodziewane szybsze niż w strefie euro ożywienie gospodarcze i niski deficyt handlowy w USA dolar powinien stopniowo zyskiwać wobec euro.

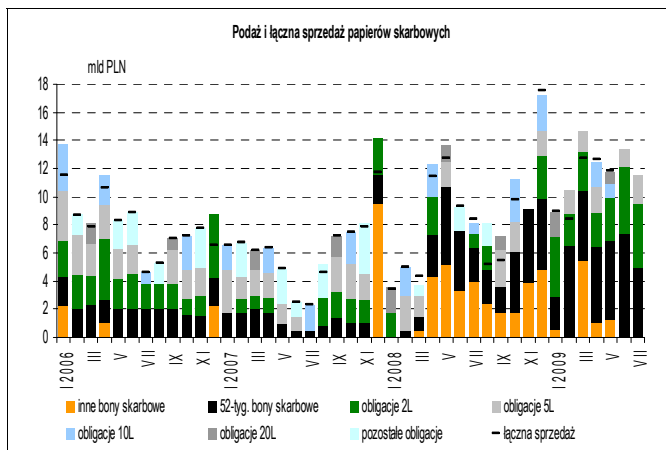
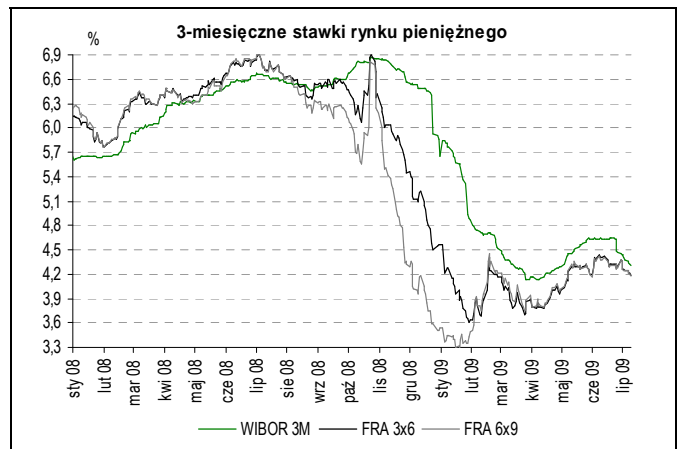
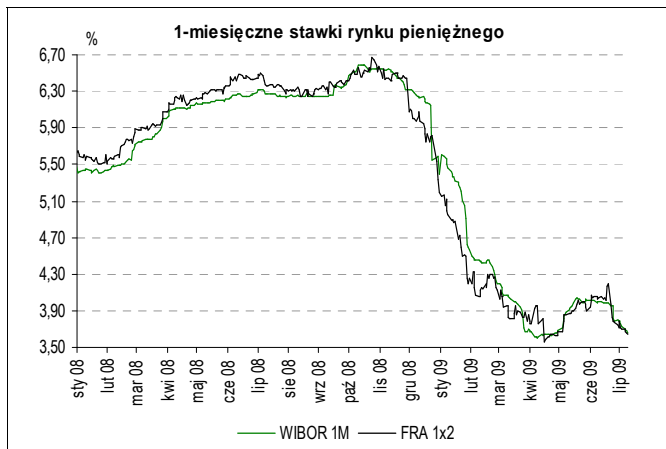
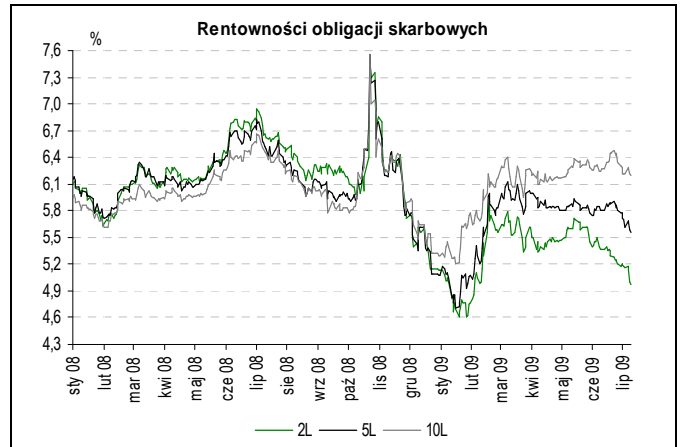
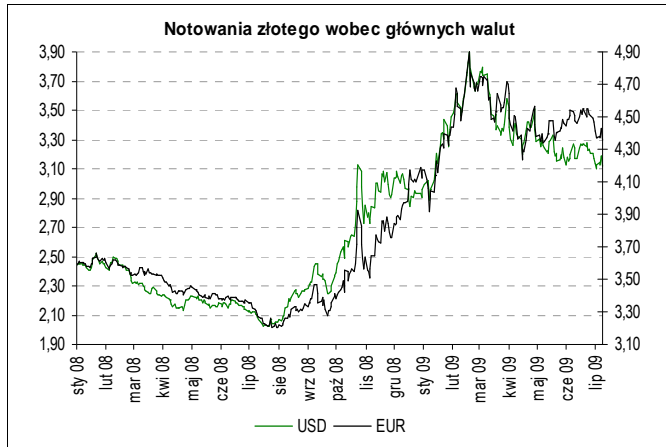


Duże odreagowanie cen obligacji na rynkach bazowych

- Po gwałtownym i znaczącym wzroście stóp rynkowych na bazowych rynkach długu w maju oraz na początku czerwca od połowy ub. miesiąca doszło do silnego odreagowania. Sprzyjały temu wyższa awersja do ryzyka, zakupy obligacji skarbowych przez Fed, niższe od prognoz dane o CPI w USA oraz dobre wyniki aukcji papierów skarbowych w USA. W lipcu do wzrostów cen długu przyczyniły się dane o zaufaniu konsumentów oraz dane z rynku pracy w USA. W ciągu miesiąca rentowności 10-letnich Treasuries spadły o 33 pb (do 3,50%), a Bundów o 33 pb do 3,23%.
- Negatywnie na bazowe rynki długu będzie wciąż oddziaływać duża podaż długu. Wsparciem dla rynku w USA pozostaną zakupy obligacji przez Fed. Jednak kluczowy dla zachowania bazowych rynków długu będzie apetyt na ryzyko kształtowany przez wyniki spółek za II kw. i oczekiwanie odnośnie tempa i skali odreagowania światowej gospodarki.

Źródło: Reuters, BZ WBK

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

(OFERTA)*/SPRZEDAŻ

Data przetargu	52-tyg.	49-tyg.
1.06.2009	1500-2000/2125	-
8.06.2009	1200-1600/1600	-
15.06.2009	1200-1600/1616	-
22.06.2009	800-1000/1083	-
29.06.2009	800-1000/1200	-
6.07.2009	1000-1200/1256	-
13.07.2009	1000-1300	-
20.07.2009	-	800-1000
27.07.2009	1200-1500	-
3.08.2009	-	-
10.08.2009	-	-
17.08.2009	-	-
24.08.2009	-	-

* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

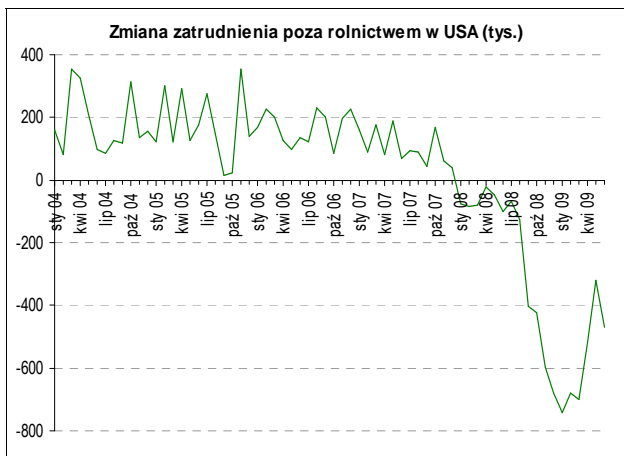
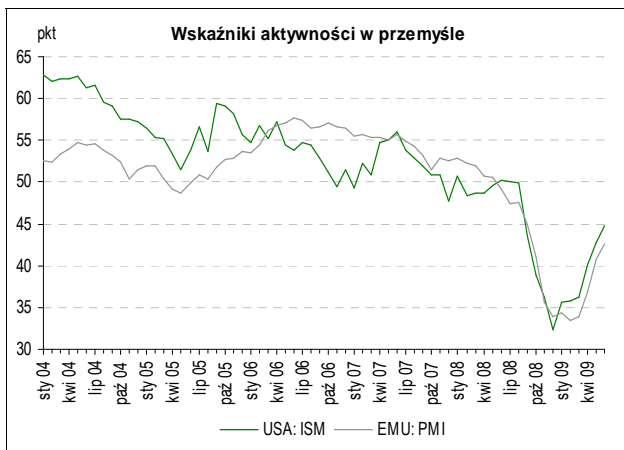
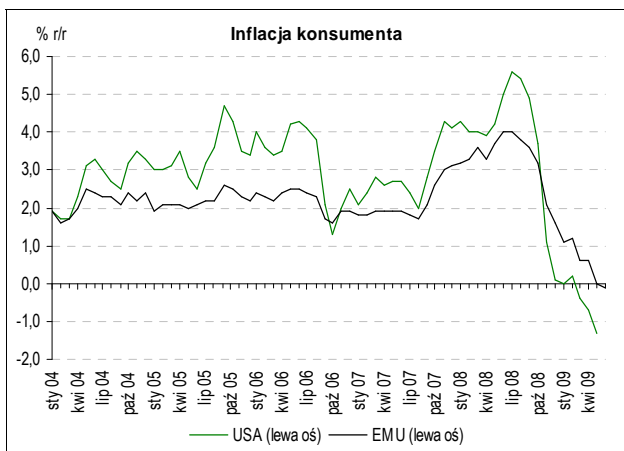
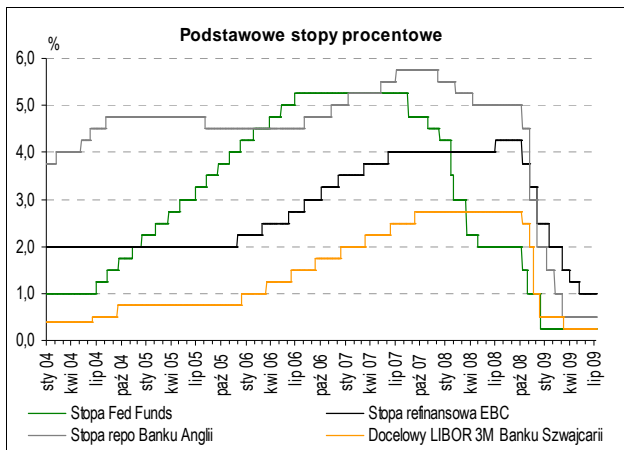
Przetargi obligacji skarbowych w 2008/2009 r. (mln zł)

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	OK/PS	-	-	-	-	-	-	-	-	-
wrzesień	2.09	OK/PS	-	-	9.09	DS/WS	-	-	-	-	-
październik	7.10	OK/PS	-	-	14.10	DS/WS	-	-	-	-	-
listopad	4.11	OK/PS	-	-	18.11	DS/WS	-	-	-	-	-
grudzień	2.12	OK/PS	-	-	-	-	-	-	-	-	-

* razem z przetargiem uzupełniającym

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Przegląd międzynarodowy



Odległe perspektywy podwyżek stóp

▪ Fed zdecydował o utrzymaniu stóp bez zmian i nie zmienił skali zakupu papierów skarbowych, stwierdzając, że tempo spadku aktywności ekonomicznej w USA maleje, ale niska inflacja, a wraz z nią wyjątkowo niskie stopy procentowe utrzymają się przez dłuższy czas. Rozwiał tym samym wcześniejsze spekulacje o możliwych podwyżkach.

▪ EBC pozostawił główną stopę procentową na poziomie 1%. J.C. Trichet powiedział, że wszystkie działania EBC były zaplanowane pod kątem stworzenia warunków dla strategii szybkiego wyjścia z poszczególnych narzędzi i uniknięcia zagrożenia dla perspektyw inflacji. Według prezesa EBC ożywienie gospodarcze w strefie euro może przyjść od połowy przyszłego roku. Trichet powiedział, że aktualny poziom stóp jest odpowiedni, ale jednocześnie nie przesądził, że jest to najniższy poziom stóp, jaki mógłby zostać osiągnięty.

▪ W bazowym scenariuszu zakładamy, że stopy w USA i strefie euro pozostaną bez zmian do 2011 r.

▪ Inflacja za maj w strefie euro wyniosła wg finalnych danych Eurostatu 0% r/r, a w czerwcu wg wstępnych szacunków wyniosła -0,1% r/r przy oczekiwaniach na poziomie -0,2%. Indeks PPI spadł w maju o 0,2% m/m i 5,8% r/r.

▪ Wskaźnik CPI w USA wzrósł w maju o 0,1% m/m, mniej niż oczekiwano, a w skali roku spadł o 1,3%, najmocniej od prawie 60 lat. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen paliw i żywności wyniosła 0,1% wobec 0,3% przed miesiącem. Analitycy spodziewali się wzrostu CPI o 0,3%, a bazowego CPI o 0,1%.

▪ W maju ceny produkcji przemysłu w USA wzrosły słabiej od oczekiwań, tj. o 0,2% wobec wzrostu o 0,3% w kwietniu, a oczekiwano wzrostu o 0,6%. PPI po wyłączeniu cen żywności i energii spadł o 0,1% wobec wzrostu o 0,1% w kwietniu, a oczekiwano wzrostu o 0,1%.

PMI w Chinach znów >50 pkt, słabe dane z rynku pracy w USA

▪ Indeks PMI w Chinach był w czerwcu czwarty miesiąc z rzędu powyżej 50 pkt. Zanotowano również wzrost indeksu zamówień eksportowych, który ukształtował się powyżej 50 pkt drugi miesiąc z rzędu.

▪ Czerwcowy indeks PMI dla przemysłu w strefie euro wzrósł do 42,6 pkt z 40,7 pkt, nieco powyżej oczekiwań. PMI w sektorze usług strefy euro wyniósł 44,7 pkt wobec 44,8 pkt w maju (oczekiwano 44,5).

▪ ISM dla przemysłu w USA wzrósł w czerwcu do 44,8 pkt z 42,8 pkt i był bliski oczekiwań. Wskaźnik ISM aktywności w usługach w USA wzrósł w czerwcu do 47 pkt z 44 pkt miesiąc wcześniej, wobec oczekiwań analityków na poziomie 46 pkt. Spadek aktywności sygnalizowany przez indeks był najniższy od dziewięciu miesięcy, głównie za sprawą poprawy ocen nowych zamówień oraz zatrudnienia.

▪ Wg finalnych danych PKB w USA spadł w I kw. o 5,5% wobec spadku o 6,3% w IV kw. ub.r. Oczekiwano braku zmian w porównaniu do poprzednich szacunków na poziomie -5,7%.

▪ Wg najnowszych szacunków MFW prognoza dynamiki PKB w 2009 r. w USA została podwyższona o 0,2 pp do -2,6%, a w przyszłym o 0,8 pp do 0,8%. Z kolei w strefie euro prognoza wzrostu PKB została obniżona na rok bieżący o 0,6 pp do -4,8% a na 2010 r. podwyższona o 0,1 pp do -0,3%.

▪ Po pozytywnej niespodziance w maju, dane z amerykańskiego rynku pracy za czerwiec rozczarowały. Zatrudnienie poza rolnictwem w USA spadło o 467 tys., dużo bardziej niż oczekiwane 367 tys. Dane za maj zostały zrewidowane w górę o 23 tys. do -322 tys. Stopa bezrobocia w USA wzrosła do 9,5% z 9,4%, nieco poniżej oczekiwanych przez rynek 9,6%.

▪ Stopa bezrobocia w strefie euro wzrosła do 9,5%, t.j. najwyższego poziomu od 10 lat, z 9,3% w kwietniu.

Źródło: Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
13 lipca PL: Przetarg bonów skarbowych	14 PL: CPI (VI) PL: Podaż pieniądza (VI) PL: Bilans płatniczy (V) DE: Indeks ZEW (VII) EZ: Produkcja przemysłowa (V) US: PPI (VI) US: Sprzedaż detaliczna (VI)	15 PL: Przetarg obligacji JP: Spotkanie Banku Japonii – decyzja EZ: Finalny HICP (VI) US: CPI (VI) US: Indeks NY Fed (VII) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (VI) US: Produkcja przemysłu (VI) US: Minutes FOMC	16 PL: Place i zatrudnienie (VI) US: Raport o przepływach kapitału (V) US: Indeks Philadelphia Fed (VII)	17 PL: Produkcja przemysłowa (VI) PL: PPI (VI) EZ: Bilans handlowy (V) US: Liczba nowych budów domów (VI) US: Liczba pozwoleń na budowę (VI)
20 PL: Przetarg bonów skarbowych JP: Dzień wolny US: Wskaźniki wyprzedzające (VI)	21	22 PL: Inflacja bazowa (VI) PL: Wskaźniki koniunktury (VII) US: Ceny domów (V)	23 PL: Minutes RPP (VI) PL: Sprzedaż detaliczna (VI) PL: Bezrobocie (VI) US: Sprzedaż domów (VI)	24 EZ: Wstępny PMI - sektor przetwórczy (VII) EZ: Wstępny PMI - sektor usług (VII) DE: Indeks Ifo (VII) US: Finalny Michigan (VII)
27 PL: Przetarg bonów skarbowych DE: Indeks GfK (VIII) EZ: Podaż pieniądza M3 (VI) US: Sprzedaż nowych domów (VI)	28 PL: Spotkanie RPP US: Case/Shiller (V) US: Zaufanie konsumentów (VII)	29 PL: Spotkanie RPP – decyzja US: Zamówienia na dobra trwałe (VI)	30 EZ: Indeks nastrojów gospodarczych (VII)	31 EZ: Wstępny HICP (VII) US: Przedwstępny PKB (II kw.) US: Bazowy PCE (II kw.) US: Deflator PKB (II kw.) US: Chicago PMI (VII)
3 sierpnia PL: Przetarg bonów skarbowych PL: PMI (VII) EZ: PMI - sektor przetwórczy (VII) US: ISM - sektor przetwórczy (VII)	4 EZ: PPI (VI) US: Bazowy PCE (VI) US: Niezakończone transakcje sprzedaży domów (VI)	5 PL: Przetarg obligacji EZ: PMI - sektor usług (VII) EZ: Sprzedaż detaliczna (VI) US: Raport ADP (VII) US: Zamówienia w przemyśle (VI) US: ISM - sektor usług (VII)	6 GB: Decyzja Banku Anglii EZ: Decyzja EBC	7 US: Zatrudnienie poza rolnictwem (VII) US: Stopa bezrobocia (VII)
10 PL: Przetarg bonów skarbowych	11 PL: Bilans płatniczy (VI) JP: Decyzja Banku Japonii US: Jednostkowe koszty pracy & wydajność pracy (II kw.) US: Zapasy hurtowe (VI)	12 EZ: Produkcja przemysłowa (VI) US: Bilans handlowy (VI) US: Decyzja Fed	13 PL: Podaż pieniądza (VII) PL: CPI (VII) EZ: Wstępny PKB (II kw.) US: Ceny importowe (VII) US: Sprzedaż detaliczna (VII)	14 EZ: Finalny HICP (VII) US: CPI (VII) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (VII) US: Produkcja przemysłu (VII) US: Wstępny Michigan (VIII)
17 PL: Przetarg bonów skarbowych US: Indeks NY Fed (VIII) US: Raport o przepływach kapitału (VI) EZ: Bilans handlowy (VI)	18 PL: Place i zatrudnienie (VII) DE: Indeks ZEW (VIII) US: Liczba nowych budów domów (VII) US: Liczba pozwoleń na budowę (VII) US: PPI (VII)	19 PL: Produkcja przemysłowa (VII) PL: PPI (VII)	20 PL: Minutes RPP (VII) PL: Inflacja bazowa (VII) US: Indeks Philadelphia Fed (VIII) US: Wskaźniki wyprzedzające (VII)	21 PL: Wskaźniki koniunktury (VIII) EZ: Wstępny PMI - sektor przetwórczy (VIII) EZ: Wstępny PMI - sektor usług (VIII) US: Sprzedaż domów (VII)
24 PL: Przetarg bonów skarbowych	25 PL: Spotkanie RPP US: Case/Shiller (VI) US: Zaufanie konsumentów (VIII)	26 PL: Spotkanie RPP – decyzja DE: Indeks Ifo (VIII) US: Indeks cen domów (VI) US: Zamówienia na dobra trwałe (VII) US: Sprzedaż nowych domów (VII)	27 DE: Indeks GfK (IX) EZ: Podaż pieniądza M3 (VII) US: Wstępny PKB (II kw.) US: Bazowy PCE (II kw.) US: Deflator PKB (II kw.)	28 PL: PKB (II kw.) EZ: Indeks nastrojów gospodarczych (VIII) US: Bazowy PCE (VII) US: Finalny Michigan (VIII)
31 PL: Przetarg bonów skarbowych EZ: Wstępny HICP (VIII) US: Chicago PMI (VIII)	1 września PL: PMI (VIII) EZ: PMI - sektor przetwórczy (VIII) US: ISM - sektor przetwórczy (VIII) US: Niezakończone transakcje sprzedaży domów (VII)	2 PL: Przetarg obligacji EZ: Zrewidowany PKB (II kw.) US: PPI (VII) US: Raport ADP (VIII) US: Jednostkowe koszty pracy & wydajność pracy (II kw.) US: Zamówienia w przemyśle (VII) US: Minutes FOMC	3 EZ: PMI - sektor usług (VIII) EZ: Sprzedaż detaliczna (VII) EZ: Decyzja EBC US: ISM - sektor usług (VIII)	4 US: Zatrudnienie poza rolnictwem (VIII) US: Stopa bezrobocia (VIII)
7 PL: Przetarg bonów skarbowych US: Dzień wolny	8	9 PL: Przetarg obligacji	10 GB: Decyzja Banku Anglii US: Bilans handlowy (VII)	11 PL: Bilans płatniczy (VII) US: Ceny importowe (VIII) US: Wstępny Michigan (IX) US: Zapasy hurtowe (VII)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters.

Uwaga: Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji krajowych danych w 2009 r. dostępny jest w naszych poprzednich raportach miesięcznych.

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		lip 08	sie 08	wrz 08	paź 08	lis 08	gru 08	sty 09	lut 09	mar 09	kwi 09	maj 09	cze 09	lip 09	sie 09
Produkcja przemysłowa	% r/r	4,8	-4,4	5,5	-2,0	-10,6	-5,6	-15,3	-14,6	-1,9	-12,2	-5,2	-6,5	-7,7	-4,6
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	14,7	8,3	12,4	9,2	3,0	6,9	1,3	-1,6	-0,8	1,0	1,1	-0,1	-3,2	1,2
Stopa bezrobocia	%	9,2	9,1	8,9	8,8	9,1	9,5	10,5	10,9	11,2	11,0	10,8	10,7	10,8	10,9
Place brutto ^{b c}	% r/r	11,8	9,9	11,2	10,1	7,6	5,6	8,1	5,1	5,7	4,8	3,8	2,1	2,3	2,9
Zatrudnienie ^b	% r/r	4,6	4,1	4,0	3,5	3,0	2,2	0,7	-0,2	-0,9	-1,4	-1,7	-1,8	-2,3	-2,6
Eksport (w euro) ^d	% r/r	24,3	10,8	23,0	1,9	-9,5	-14,2	-25,8	-26,6	-16,3	-29,9	-20,9	-28,8	-28,6	-23,5
Import (w euro) ^d	% r/r	23,5	20,1	23,7	5,9	-7,3	-10,9	-27,4	-32,9	-26,2	-37,0	-29,4	-37,4	-37,2	-29,2
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-1606	-1420	-1334	-1496	-1449	-1762	-448	24	-89	28	-155	-147	-75	-461
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-972	-1278	-2088	-1767	-1566	-1707	-749	910	102	171	-90	-47	405	-411
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-5,0	-5,1	-5,3	-5,4	-5,6	-5,4	-5,3	-4,7	-4,2	-3,8	-3,3	-2,7	-2,4	-2,1
Saldo budżetu (narastająco)	mlrd PLN	-2,7	-0,3	-4,2	-11,6	-14,8	-24,6	2,9	-5,3	-10,6	-15,3	-16,4	-16,8	-16,8	-17,8
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	10,9	1,3	17,0	47,1	60,3	100,0	-16,0	29,0	58,3	84,3	90,2	92,4	92,4	97,9
Inflacja (CPI)	% r/r	4,8	4,8	4,5	4,2	3,7	3,3	2,8	3,3	3,6	4,0	3,6	3,5	3,1	3,1
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	1,7	1,4	2,0	2,4	2,2	2,7	3,6	5,7	5,5	4,8	3,7	3,4	3,0	2,5
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	16,8	16,8	17,3	17,3	18,1	18,6	17,6	17,8	17,5	14,4	14,3	13,4	12,0	10,2
Depozyty	% r/r	19,4	18,9	20,0	18,7	19,4	20,6	19,5	19,2	19,4	16,1	15,8	14,8	13,0	11,6
Kredyty	% r/r	25,3	26,7	28,0	32,8	31,7	36,0	35,8	37,2	34,5	30,3	29,3	26,9	25,1	20,5
USD/PLN	PLN	2,07	2,19	2,34	2,69	2,93	2,98	3,18	3,63	3,55	3,36	3,23	3,22	3,17	3,09
EUR/PLN	PLN	3,26	3,29	3,37	3,57	3,73	4,01	4,22	4,65	4,62	4,43	4,41	4,51	4,40	4,30
Stopa referencyjna ^a	%	6,00	6,00	6,00	6,00	5,75	5,00	4,25	4,00	3,75	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50
Stopa lombardowa ^a	%	7,50	7,50	7,50	7,50	7,25	6,50	5,75	5,50	5,25	5,25	5,25	5,00	5,00	5,00
WIBOR 3M	%	6,62	6,52	6,56	6,80	6,74	6,40	5,51	4,69	4,30	4,20	4,52	4,60	4,35	4,20
Rentowność bonów 52-tyg.	%	6,70	6,60	6,46	6,45	6,52	6,10	4,85	4,62	4,78	4,80	4,91	4,73	4,45	4,50
Rentowność obligacji 2L	%	6,66	6,32	6,25	6,46	6,26	5,43	4,81	5,37	5,60	5,44	5,60	5,34	5,05	5,10
Rentowność obligacji 5L	%	6,53	6,15	6,01	6,48	6,21	5,42	4,96	5,57	5,97	5,88	5,85	5,83	5,60	5,55
Rentowność obligacji 10L	%	6,43	6,10	5,89	6,39	6,25	5,57	5,43	5,94	6,21	6,17	6,30	6,34	6,20	6,20

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

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

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2007	2008	2009	2010	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
PKB	mld PLN	1 175,3	1 271,7	1 335,3	1 376,4	314,5	331,0	326,4	363,3	322,7	338,3	336,1	379,3
PKB	% r/r	6,7	4,9	0,5	1,5	0,8	0,1	0,2	0,9	0,9	1,0	1,5	2,5
Popyt krajowy	% r/r	8,6	5,5	-1,6	1,6	-1,0	-1,6	-2,2	-1,6	1,8	1,9	1,0	1,8
Spożycie indywidualne	% r/r	5,0	5,4	2,0	1,0	3,3	2,0	1,5	1,0	0,5	1,0	1,0	1,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	17,6	8,1	-5,6	1,4	1,2	-5,0	-5,5	-9,0	-3,0	3,0	2,0	2,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	9,7	3,5	-6,5	0,4	-10,0	-8,0	-6,1	-1,9	-3,0	-0,9	0,6	4,8
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	14,0	9,6	-1,9	-1,7	-1,4	-0,8	-2,3	-3,2	-3,5	-2,1	-0,8	-0,5
Stopa bezrobocia ^a	%	11,2	9,5	12,9	15,6	11,2	10,7	11,1	12,9	14,4	14,1	14,1	15,6
Place realne brutto ^c	% r/r	6,7	5,9	0,4	0,7	3,2	-0,1	-0,4	-0,7	-1,7	0,8	1,5	2,1
Zatrudnienie ^c	% r/r	4,6	4,8	-1,9	-3,8	0,1	-1,6	-2,6	-3,3	-4,1	-4,0	-3,7	-3,3
Eksport (w euro) ^b	% r/r	13,4	12,7	-22,7	3,7	-22,6	-24,9	-28,0	-14,0	-2,0	2,0	6,0	9,0
Import (w euro) ^b	% r/r	19,5	14,9	-29,2	5,8	-28,7	-33,1	-33,0	-21,0	3,0	6,0	6,0	8,0
Bilans handlowy ^b	mln EUR	-12 369	-16 538	-3 972	-6 102	-488	-274	-1 334	-1 876	-1 669	-1 221	-1 414	-1 798
Rachunek bieżący ^b	mln EUR	-14 586	-19 531	-2 754	-3 402	342	34	-954	-2 176	-1 069	-521	-514	-1 298
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-4,7	-5,4	-0,9	-1,0	-4,1	-2,7	-1,8	-0,9	-1,3	-1,4	-1,2	-1,0
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-2,0	-3,9	-5,7	-6,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2,5	4,2	3,2	2,1	3,3	3,7	3,1	3,0	2,6	1,6	1,9	2,4
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	4,0	3,3	3,2	2,4	3,6	3,5	3,0	3,2	2,0	1,6	2,1	2,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,0	2,2	3,3	0,4	4,9	4,0	2,5	1,9	-0,8	-0,2	1,0	1,6
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	13,4	18,6	5,2	2,3	17,5	13,4	9,6	5,2	1,2	2,1	2,1	2,3
Zobowiązania ^a	% r/r	14,5	20,6	5,1	1,6	19,4	14,8	10,0	5,1	-0,4	-0,2	-0,1	0,4
Należności ^a	% r/r	29,9	36,0	3,9	1,4	34,5	26,9	16,9	3,9	-1,5	-1,2	0,3	1,4
USD/PLN	PLN	2,77	2,41	3,22	2,96	3,45	3,27	3,11	3,04	3,01	2,98	2,94	2,93
EUR/PLN	PLN	3,78	3,52	4,34	3,90	4,50	4,45	4,30	4,10	3,98	3,93	3,87	3,82
Stopa referencyjna ^a	%	5,00	5,00	3,00	3,00	3,75	3,50	3,25	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Stopa lombardowa ^a	%	6,50	6,50	4,50	4,50	5,25	5,00	4,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
WIBOR 3M	%	4,73	6,36	4,30	3,30	4,83	4,44	4,24	3,69	3,30	3,30	3,30	3,30
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,69	6,26	4,52	3,94	4,75	4,81	4,50	4,00	3,80	3,75	4,00	4,20
Rentowność obligacji 2L	%	5,23	6,22	5,16	4,64	5,26	5,46	5,10	4,80	4,70	4,55	4,60	4,70
Rentowność obligacji 5L	%	5,52	6,15	5,56	5,24	5,50	5,85	5,55	5,35	5,30	5,20	5,20	5,25
Rentowność obligacji 10L	%	5,56	6,06	6,12	6,06	5,86	6,27	6,20	6,15	6,10	6,10	6,05	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 09.07.2009 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.

