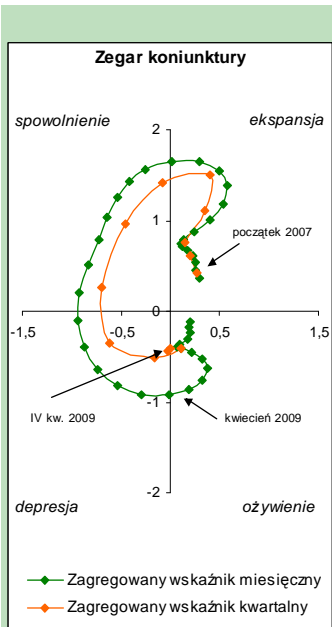


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Czerwiec 2010



Uwaga: opis koncepcji zegara koniunktury oraz metodologii użytej do jego opracowania przedstawiony jest w edycji MAKROskopu z listopada 2009 r. http://skarb.bzwbk.pl/items/doc/m_pl_2009_11.pdf

W tym miesiącu:

Temat miesiąca	2
Czy i jakich interwencji potrzeba?	
Gospodarka Polski	9
Pod lupą: Bank centralny	11
Pod lupą: Rząd i polityka	13
Rynek nieruchomości	13
Monitor rynku	14
Przegląd międzynarodowy	16
Kalendarz makroekonomiczny	17
Dane i prognozy ekonomiczne	18

Maciej Reluga

Główny Ekonomista
022 586 8363

Piotr Bielski
022 586 8333

Piotr Bujak
022 586 8341

Cezary Chrapek
022 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

Czy będzie kontynuacja?

▪ **Wzrost PKB w pierwszym kwartale był mniej więcej zgodny z oczekiwaniami, jednak w drugim możliwe jest spowolnienie poniżej 3%.** Wynikać to będzie głównie z czynników jednorazowych widocznych już w informacjach kwietniowych, jednak kolejne dane mogą być ponownie trudne do prognozowania ze względu na powódź. Niemniej, podtrzymujemy prognozę wzrostu gospodarczego w tym roku na poziomie minimalnie powyżej 3% - ożywienie w sektorze przetwórczym trwa, sektor budowlany będzie nadrabiał straty w II poł. roku, a spadek sprzedaży detalicznej w kwietniu postrzegamy jako tymczasowy. W całym roku obniżyliśmy nieco prognozę inwestycji i produkcji budowlanej.

▪ **Polski rynek finansowy był w maju pod wpływem wydarzeń w UE, które przyniosły zarówno osłabienie złotego, jak i obligacji.** Po chwilowym odreagowaniu złotego do 3,94 po uchwaleniu pakietu pomocowego, kolejne tygodnie przyniosły ponowy wzrost awersji do ryzyka i słabszego złotego (ok. 4,20). Naszym zdaniem, kurs EURPLN od góry będzie ograniczać pasmo 4,18-4,20, a od dołu istotnym wsparciem pozostaje 4,08 (potem 4,04 i 4,00). W dalszym umocnieniu złotemu może przeszkadzać powrót presji na osłabienie euro, choć przy zakładanej lekkiej aprecjacji w czerwcu oczekujemy niewielkiego odreagowania na rynku obligacji. Krajowe dane będą miały niewielkie znaczenie, ale w kierunku obniżenia stóp rynkowych na krótszym końcu mogą działać dane o inflacji CPI.

▪ **Zgodnie z zapowiedziami w poprzednim raporcie, czerwcowy Temat miesiąca poświęcony jest interwencji walutowej.** Próbuje odpowiedzieć na pytania: czy interwencje walutowe w Polsce są uzasadnione, czy mogą być skuteczne i czy mamy do czynienia ze zmianą reżimu kursowego? Naszym zdaniem, przykłady niektórych krajów stosujących politykę interwencji walutowych pokazują, że może to być strategia skuteczna. Spodziewamy się, że polskie władze będą kontynuowały politykę okazjonalnej aktywności na rynku. Nie ma jednak podstaw do tego, aby twierdzić, że nastąpiła w Polsce zmiana reżimu kursowego, a tym bardziej, aby oczekiwać, że postrzegany przez niektórych uczestników rynku dopuszczalny przedział wahań 3,80-4,20 był w jakikolwiek sposób wiążący. Potwierdzają to zresztą wypowiedzi nowego Prezesa NBP. Co ciekawe, oszacowane przez nas nowe współczynniki dla wskaźnika restrykcyjności polityki pieniężnej wskazują na mniejszą relatywną wagę stopy procentowej kosztem kursu walutowego w łącznym wpływie tych dwóch zmiennych na inflację.

▪ **Nowy prezes NBP, prof. Marek Belka zapowiada kontynuację prowadzonej ostatnio polityki pieniężnej, zarówno w zakresie stóp procentowych, jak i kursu walutowego.** Oceniamy, że będzie on prezentował pragmatyczne podejście, lokując się mniej więcej pośrodku w rankingu „restrykcyjności” członków RPP. Bazując na poglądach przedstawianych w ostatnich raportach MFW można by się pokusić o nieznaczne przesunięcie go w stronę „gołębi”.

Na rynku finansowym 31 maja 2010 r.:

Stopa depozytowa NBP	2,00	WIBOR 3M	3,86	USDPLN	3,3132
Stopa referencyjna NBP	3,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	4,50	EURPLN	4,0707
Stopa lombardowa NBP	5,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,14	EURUSD	1,2305

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 11.06.2010 r.

Temat miesiąca

Czy i jakich interwencji potrzeba?

W temacie miesiąca *Złoty w czasach kryzysu* przedstawionym w MAKROskopie w październiku 2009 rozważaliśmy między innymi scenariusz szybkiej aprecjacji złotego. Pisaliśmy, że związany mógł on być z dalszym utrzymywaniem wyjątkowo łagodnej polityki pieniężnej na świecie i poprawą perspektyw polskiej gospodarki. Sygnalizowaliśmy, że w takiej sytuacji pojawić się może pytanie o prowadzenie optymalnej polityki kursowej przy stosowaniu strategii bezpośredniego celu inflacyjnego.

Nie trzeba było długo czekać, aby rzeczywistość zagadnienie bardziej aktywnej polityki kursowej znalazło się jednym z tematów dyskusji nowej Rady Polityki Pieniężnej. Po znaczącej aprecjacji złotego obserwowanej od lutego 2009, pierwszy kwartał 2010 przyniósł dalsze gwałtowne umocnienie, które doprowadziło do pierwszej od 1998 r. interwencji NBP na rynku walutowym¹.

Z kolei, w obliczu fali deprecjacji złotego, która niedługo potem została wywołana kryzysem fiskalnym krajów południa strefy euro, zasadne stało się pytanie czy i przy jakim poziomie nastąpiłaby kolejna interwencja, tym razem w obronie wartości złotego. Przy poziomie 4,20 na rynku pojawiły się pogłoski o aktywności Ministerstwa Finansów (przez BGK) na rynku walutowym, sprzedającego środki euro pochodzące z funduszy unijnych. W ostatnich tygodniach pojawiły się również nieoficjalne komentarze ze strony Ministerstwa Finansów, sugerujące zmianę podejścia do polityki kursowej na bardziej aktywne. Zostały one jednak zdementowane stwierdzeniami, że kurs jest płynny, a polityka interwencji w jedną bądź drugą stronę jest okazjonalna i mająca na celu ograniczenie nadmiernych wahań kursowych. Niemniej, biorąc pod uwagę, że na rynku finansowym stworzyć się mogą oczekiwania na preferowane przez władze fiskalne i monetarne wahania kursu EURPLN w przedziale 3,80-4,20, w niniejszym *Temacie miesiąca* próbujemy odpowiedzieć na następujące pytania: czy interwencje walutowe w Polsce są uzasadnione, czy mogą być skuteczne i czy mamy do czynienia ze zmianą reżimu kursowego?

¹ NBP dokonywał operacji na rynku walutowym w latach 1995-1998 jednak wówczas w Polsce obowiązywał inny system kursowy. Przy pełzającym kursie walutowym i zakładanej powolnej dewaluacji złotego, NBP skupował waluty od banków komercyjnych, których nadmiar na rynku wynikał z sytuacji bilansu płatniczego. Bank centralny zrezygnował z interwencji ze względu na wysokie koszty sterylizacji i wzrost nadpłynności sektora bankowego.

Techniczne aspekty interwencji

Interwencje banków centralnych mogą oddziaływać na rynek walutowy przez kilka kanałów: *monetarny, portfelowy, sygnalizujący, mikrostrukturalny*. W przypadku kanału *monetarnego* interwencja walutowa nie jest w pełni sterylizowana, co ma wpływ na podaż pieniądza oraz rynkowe stopy procentowe. Z kolei kanał *portfelowy* powoduje, że po interwencji banku centralnego następują zmiany w portfelach inwestorów, w związku ze zmianą relacji podaży aktywów krajowych i zagranicznych. Efekt ten może być istotniejszy w krajach mniej rozwiniętych, których rezerwy walutowe są stosunkowo duże w porównaniu do wartości aktywów na lokalnym rynku finansowym. W literaturze więcej uwagi poświęca się efektowi *sygnalizacyjnemu*. Zakłada się, że banki centralne dysponują lepszą informacją dotyczącą sytuacji gospodarczej niż inni uczestnicy rynku i chcą się podzielić tą informacją poprzez bezpośrednie działania na rynku walutowym. W wyniku aktywności banku centralnego uczestnicy rynku rewidują swój pogląd dotyczący perspektyw sytuacji makroekonomicznej i polityki pieniężnej, co przekłada się na skuteczność interwencji. Poprzez kanał *mikrostrukturalny* bank centralny wpływa na zachowanie uczestników rynku, którzy podążają za trendem, poprzez niespodziewane interwencje na technicznie wykupionych i wyprzedanych poziomach kursu walutowego. Takie działanie banku centralnego zachęca uczestników rynku podążających za trendem do odwrócenia swoich pozycji w momencie, gdy prawdopodobna jest interwencja banku centralnego zmieniająca trend. Kanał ten może być skuteczny szczególnie w krajach rozwijających się, gdzie rynki walutowe są mniej płynne, a skala interwencji jest stosunkowo duża w relacji do rozmiaru rynku.

Długotrwałe interwencje świadczą o determinacji banku centralnego, choć z drugiej strony mogą oznaczać, że uczestnicy rynku nie podążyli za bankiem centralnym, co stwarza ryzyko dla jego wiarygodności i mniejszej skuteczności interwencji. Duża interwencja walutowa zwiększa skuteczność działania banku centralnego. Jednak, jeśli mała interwencja jest skuteczna, wówczas świadczy to o dużej wiarygodności banku centralnego.

Najczęściej banki centralne dokonują interwencji na rynku spot. Poza bezpośrednim wpływem na bieżący kurs walutowy bank centralny może dokonywać transakcji na rynku forward. W tym przypadku rezerwy banku centralnego nie ulegają zmianie do czasu rozliczenia kontraktu. Bank centralny może również dokonywać operacji FX swap wpływając na zmianę podaży waluty krajowej i zagranicznej, czy decydować się na zakup lub

sprzedaż opcji walutowych. Jednym ze źródeł presji kursowej na rynku walutowym jest zabezpieczanie pozycji na instrumentach pochodnych na rynku spot. Poprzez wykorzystywanie opcji banki centralne doprowadzają do sytuacji, w której część uczestników rynku, chcąc zabezpieczyć ryzyka wynikające z pozycji opcyjnej wykonuje na rynku spot działania stabilizujące kurs i pożądane przez bank centralny. Wykorzystanie rynków terminowych może być mniej skuteczne w przypadku niskiej płynności rynku lub kryzysu finansowego. Banki centralne mogłyby również stosować bardziej skomplikowane struktury opcyjne.

Wykorzystywanie instrumentów pochodnych do interwencji na rynku walutowym może wesprzeć efektywność interwencji jako narzędzie uzupełniające klasyczne działania na rynku spot. Warto jednak zachować dużą ostrożność przy ich stosowaniu ze względu na ryzyko wysokich kosztów interwencji. Poza tym działanie na rynku terminowym może budzić obawy, że bank nie ma dostatecznie dużych rezerw, aby interweniować w celu obrony kursu na rynku spot. Wyniki ankiet wśród banków centralnych wskazują, że niewiele banków decyduje się na działania na instrumentach pochodnych.²

Skuteczność interwencji w innych krajach

Banki centralne w krajach rozwiniętych oraz rozwijających się dokonywały wielu interwencji w ostatnich kilkunastu latach. Zwykle celem interwencji jest korekta odchylenia kursu walutowego od poziomu równowagi, zmniejszenie poziomu zmienności kursu walutowego, akumulacja rezerw, dostarczenie płynności w walutach obcych rynkowi czy osiągnięcie celu inflacyjnego. W wielu krajach rozwijających się nawet mimo obowiązywania płynnego kursu walutowego, stabilność kursowa pozostaje istotnym czynnikiem dla banków centralnych, których wiarygodność nie jest czasami tak duża jak w krajach rozwiniętych, a do tego większe jest przełożenie kursu na inflację. Niechęć do nadmiernego osłabienia waluty może często wynikać z dużej ekspozycji na dług zagraniczny. Przyczyną większej zmienności jest mniejszy i mniej płynny rynek, który jest podatny na szoki zewnętrzne.

Określenie skali zmiany kursu i jego zmienności, aby można było nazwać interwencję skuteczną może jednak stwarzać problem. Wynika to z braku odpowiednich modeli, które pokazywałyby ścieżkę kursu w przypadku braku interwencji. Analizy poświęcone skuteczności interwencji dają mieszane wyniki. Według części z nich trudno jest uzyskać skuteczny wpływ na kurs walutowy

poprzez interwencję niezależnie od polityki pieniężnej. Inne analizy dla krajów rozwiniętych mówią o skuteczności sterylizowanej interwencji, niezależnie od tego czy jest oficjalnie zapowiedziana. Część badań wskazuje z kolei, że prawdopodobieństwo sukcesu interwencji jest wyższe, jeśli jest skoordynowane przez kilka banków centralnych, a jej skala jest duża. Inne analizy sugerują, że interwencje nie są efektywne w ograniczaniu zmienności kursu, a niekiedy ją zwiększają. Wyniki niektórych analiz w krajach rozwiniętych wskazują, że efekt interwencji walutowej jest widoczny na rynku głównie w dniu aktywności banku centralnego i stopniowo zanika. Wyniki badań dla krajów rozwijających się pokazują, że łatwiej opierać się aprecjacji niż deprecjacji, choć zależy to od lokalnej sytuacji makroekonomicznej i globalnych czynników. Z kolei silnej deprecjacji towarzyszy często środowisko kryzysowe i ucieczka kapitału zagranicznego, a zwiększona zmienność rynkowa ogranicza skuteczność interwencji. Tabela na stronie 8 zawiera zestawienie z opisem interwencji walutowych w wybranych krajach. Przedstawione przykłady potwierdzają, że w niektórych warunkach interwencje walutowe mogą być skuteczne (Izrael, Kolumbia, Węgry, Czechy).

Interwencje walutowe mogą mieć przejściowy wpływ na rynki w zależności od panujących warunków rynkowych oraz siły przekonania uczestników rynku, co do kształtowania się kursu. Interwencje mogą być skuteczne w korygowaniu krótkoterminowych wahań kursowych wynikających z tymczasowych szoków, jednak nie mogą zastąpić polityki pieniężnej lub fiskalnej w skorygowaniu fundamentalnych nieprawidłowości w polityce gospodarczej. Sygnał ze strony banku centralnego może być pomocny w sytuacji, gdy stan fundamentów gospodarki nie wskazuje dokładnie kierunku dla kursu walutowego.

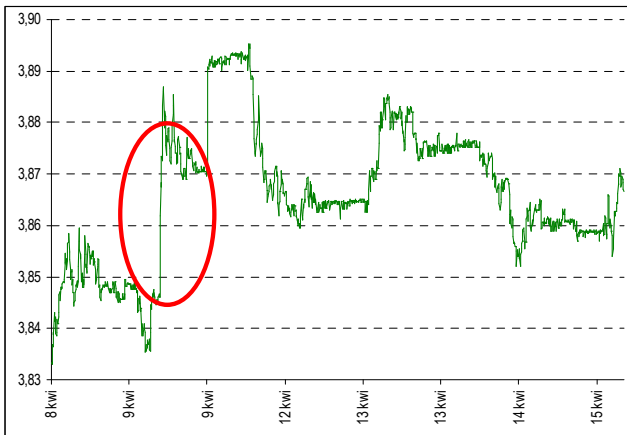
NBP wraca na rynek po kilkunastu latach

W warunkach realizacji bezpośredniego celu inflacyjnego podstawowym założeniem przy podejmowaniu decyzji o przeprowadzeniu interwencji na rynku walutowym powinna być pewność, że nie zagraża ona celowi inflacyjnemu. Co więcej, do niedawna bank centralny brał pod uwagę interwencję walutową jedynie w przypadku, gdy zagrożony byłby cel inflacyjny. Taki zapis widniał jeszcze w *Założeniach polityki pieniężnej na 2009 r.* Jednak już poprzednia Rada zdecydowała się na zmianę podejścia na bardziej aktywne. Co prawda NBP nie zdecydował się na obecność na rynku, ale uczestniczył w skoordynowanej interwencji werbalnej banków w regionie w lutym ub. r., a Rada zmieniła odpowiednie sformułowanie w *Założeniach polityki*

² K. Gajewski, 2007.

pieniężnej na 2010 r., które mówi, że bank centralny „nie wyklucza prowadzenia interwencji na rynku walutowym, gdyby okazało się to niezbędne dla zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej kraju, co sprzyja średniookresowej realizacji celu inflacyjnego”. Taki cel, czyli zwiększenie stabilności kursu złotego, zmniejszenie jego odchylenia od kursu równowagi i stabilizacja warunków funkcjonowania polskich przedsiębiorstw, przyświecał zapewne kwietniowej interwencji NBP (na poziomie ok. 3,85 do euro).

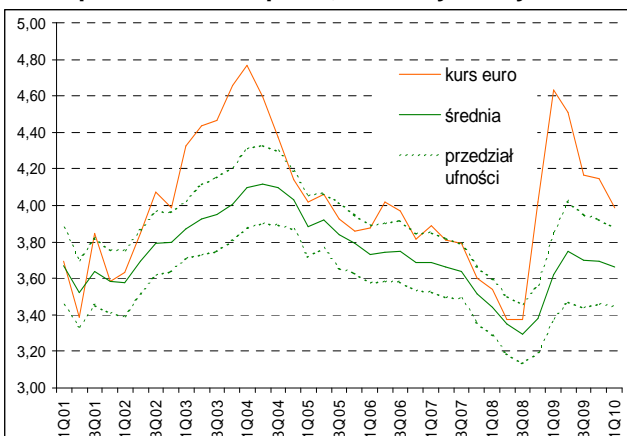
Kurs EURPLN w okresie interwencji NBP



Źródło: Reuters

Pośrednim celem było także zwiększenie konkurencyjności polskiej gospodarki i wsparcie eksportu, którego perspektywy mogłyby ulec pogorszeniu za sprawą dalszej szybkiej aprecjacji złotego.

Kurs opłacalności eksportu, a kurs rynkowy

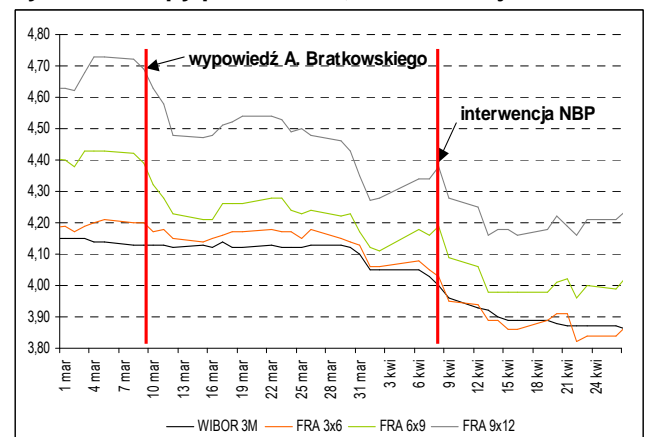


Źródło: NBP

Działanie NBP było o tyle uzasadnione, że okoliczności wewnętrzne i zewnętrzne sprzyjały skuteczności interwencji. W Polsce podwyżki stóp były dosyć odległe ze względu na korzystne perspektywy inflacji. Tymczasem, mimo utrzymywania od dłuższego czasu neutralnego nieformalnego nastawienia w polityce pieniężnej przez RPP umocnienie złotego zacieśniało warunki monetarne w gospodarce. Według wielu analiz, m.in. MFW dot. Kolumbii, istnieje duża zależność skuteczności interwencji od odpowiedniego

dostosowania parametrów polityki pieniężnej oraz synchronizacji z fazami cyklu koniunkturalnego. Mianowicie prawdopodobieństwo skuteczności interwencji w celu osłabienia waluty krajowej jest wyższe w przypadku jednoczesnej obniżki stóp procentowych. Substytutem obniżki stóp były gołębie sygnały członków Rady w marcowych komentarzach, kiedy Andrzej Bratkowski stwierdził, że prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych ocenia na 30%, co obniżyło rynkowe stopy procentowe. Decyzja NBP o interwencji przyczyniła się do dalszego zmniejszenia oczekiwań rynku na podwyżki stóp w tym roku, co zaowocowało sporym spadkiem stóp FRA. Rynek stwierdził, bowiem, że bank centralny wysłał sygnał, że nie obawia się szybkiego wzrostu inflacji i nie widzi ryzyka dla celu inflacyjnego. Spadek stóp FRA obrazował przekonanie rynku, że bank centralny może być zdeterminowany do hamowania aprecjacji waluty i wzrosło ryzyko obniżki stóp.

Rynkowe stopy procentowe, a interwencja NBP



Źródło: Reuters

Wsparciem dla NBP był też niski poziom rynkowych krótkoterminowych stóp procentowych, będący pochodną nadpłynności sektora bankowego i osłabiający presję na aprecjację waluty ze strony krótkoterminowego kapitału spekulacyjnego. Sprzyjającym makroekonomicznym czynnikiem zewnętrznym była również niepewność dotycząca perspektyw gospodarki światowej, a zwłaszcza strefy euro. Dodatkowym czynnikiem, który zwiększał szanse na skuteczność działań NBP była korzystna sytuacja techniczna kursu EURPLN, sugerująca wykupienie złotego (niski RSI, kształtująca się dywergencja MACD), co uruchomiło kanał mikrostrukturalny.

Trend aprecjacyjny złotego został zahamowany a kurs EURPLN ustabilizował się poniżej poziomu 3,90 wobec euro. Interwencja okazała się skuteczna, mimo że jej rozmiar był stosunkowo niewielki (bank centralny kupił od kilku banków po ok. 9 mln €), co może świadczyć o dużej wiarygodności banku centralnego lub płytkości rynku.

Szczęśliwym zbiegiem okoliczności ostatnie interwencje NBP i Ministerstwa Finansów zbiegały się w czasie ze zmianami tendencji, nastrojów i apetytu na ryzyko na światowych rynkach. W lutym 2009 interwencje werbalne ze strony NBP i rządu oraz wymiana walut na rynku przez Ministerstwo Finansów za pomocą BGK powstrzymały falę deprecjacyjną złotego powyżej 4,90. Wkrótce potem nastąpiło odwrócenie negatywnych tendencji na światowych rynkach, a złoty zaczął odrabiać straty. Z kolei niedługo po interwencji NBP w kwietniu tego roku nasiliły się obawy o kryzys fiskalny w strefie euro, co doprowadziło do dalszej przeceny złotego do ok. 4,26. Działania Ministerstwa Finansów za pomocą BGK uspokoiły sytuację na rynku walutowym, a wkrótce po nich ogłoszono pakiety stabilizacyjne UE i MFW dla krajów strefy euro, które potrzebowałyby wsparcia, co poprawiło globalne nastroje. Tak zwany „timing” decyzji NBP i Ministerstwa Finansów był prawdopodobnie przypadkowy, ale okazywał się właściwy i pozytywnie wpływał na skuteczność interwencji.

Czy kolejne interwencje mogą być skuteczne?

Obecnie kurs złotego znajduje się w przedziale, który jest akceptowany z punktu widzenia zarówno Ministerstwa Finansów jak i NBP. Naszym zdaniem, działania stabilizujące kurs złotego w dosyć wąskim przedziale mogą być skuteczne, gdyż na rynek oddziałują czynniki, które nie wskazują jednoznacznie kierunku zmiany kursu. Z jednej strony, inflacja jest wciąż umiarkowana, a niepewność co do perspektyw ożywienia na świecie i w Polsce jest spora. Z drugiej strony, Polska osiągnie relatywnie dobry wynik PKB w porównaniu do krajów Unii Europejskiej, nastąpił wzrost dynamiki wydajności pracy, deficyt obrotów bieżących jest niski, sytuacja fiskalna dosyć dobra (względnie nieduża relacja długu do PKB, szczególnie biorąc pod uwagę uwzględniane w niej koszty reformy emerytalnej nieprzeprowadzonej w innych krajach). O wpływie obecności banku centralnego na rynku walutowym na decyzje graczy świadczą chociażby rekomendacje globalnych banków, którzy przed interwencją NBP sugerowali poszukiwanie większego zysku w grze na umocnienie złotego niż na umocnienie szekli ze względu na obecność Banku Izraela na rynku.

W sytuacji poprawy apetytu na ryzyko w tym roku w związku z kontynuacją ożywienia gospodarczego na świecie pozytywne czynniki powinny zdominować perspektywy złotego i może powrócić presja na jego aprecjację. Spodziewane odbicie inflacji na jesieni oraz rozpoczęcie cyklu podwyżek stóp procentowych na przełomie roku spowodują jednocześnie, że warunki do

przeprowadzenia skutecznej interwencji osłabiającej złotego pogorszą się. Zgodnie ze wspomnianymi wcześniej wynikami analiz (m.in. MFW) interwencje walutowe w celu osłabienia waluty oraz podwyżki stóp procentowych dają sprzeczne sygnały dla rynku. Przykład Kolumbii wskazuje, że w przypadku podwyżek stóp procentowych presja na umocnienie waluty krajowej może znacznie wzrosnąć, a jeśli interwencja okazałaby się nieskuteczna mogłaby obniżyć wiarygodność banku centralnego. W przypadku narastania presji inflacyjnej działanie wyraźnie osłabiające złotego w celu wsparcia eksportu byłoby niezrozumiałe i niezgodne z podstawowym celem NBP.³

W dłuższym terminie aprecjacja złotego wydaje się najbardziej prawdopodobnym scenariuszem. Od momentu poprawy nastrojów na rynkach światowych w II kw. 2009 r. obserwowany jest powrót napływu kapitału do Polski, relatywnie większy niż do krajów regionu, ze względu na to, że Polska gospodarka względnie dobrze poradziła sobie w czasie kryzysu i poprawiła się opinia o braku strukturalnych słabości polskiej gospodarki.⁴ Utrzymanie dużego napływu kapitału długoterminowego i napływ kapitału spekulacyjnego w perspektywie wejścia do strefy euro może zwiększyć presję na aprecjację złotego w najbliższych latach. W obliczu unijnego zakazu ograniczania przepływu kapitału (rozwiązanie zastosowane, m.in. przez Brazylię – w ocenie MFW mało skuteczne), przeciwdziałanie nadmiernej aprecjacji krajowej waluty i ograniczenie napływu kapitału spekulacyjnego może być realizowane przez obecność NBP na rynku walutowym (albo mniejszą skalę podwyżek stóp procentowych niż w przypadku gdyby tej aprecjacji nie było). Bank centralny poprzez akumulację rezerw walutowych zwiększałby także bezpieczeństwo złotego przed nadmierną deprecjacją w okresie podwyższonej awersji do ryzyka przyczyniając się do ograniczenia odchyłeń od kursu równowagi. Warto zauważyć, że rezerwy walutowe NBP wzrosły wyraźnie za sprawą wymiany środków Ministerstwa Finansów w NBP. Co za tym idzie, można powiedzieć, że w praktyce kurs złotego nie jest w pełni płynny od dłuższego czasu, gdyż znacząca część środków napływająca do naszego kraju, wymieniana jest poza rynkiem walutowym. Z drugiej strony, w przypadku interwencji NBP na rynku, zakup walut wiązałby się z dodatkowymi kosztami sterylizacji i dalszym wzrostem znacznej nadpłynności sektora

³ Poza tym próby osłabienia złotego pod koniec roku stałyby też w sprzeczności z celem Ministerstwa Finansów, któremu zależy na jak najmocniejszym złotym w ostatnim dniu roku, w celu minimalizacji ryzyka przekroczenia progu 55% przez relację długu publicznego do PKB.

⁴ IMF Country Report No. 10/119, May 2010

bankowego. Ta nadpłynność oddziałuje z kolei w kierunku niższych krótkoterminowych rynkowych stóp procentowych, co także jest jednym z czynników hamujących tempo aprecjacji.

Warto jednak pamiętać, że w przypadku silnego napływu kapitału umocnienie waluty krajowej jest naturalnym sposobem hamowania wzrostu inflacji, ograniczania baniek spekulacyjnych i przegrzania gospodarki. Odwrócenie silnego fundamentalnego trendu złotego byłoby trudne i kłopotliwe. Dlatego też, naszym zdaniem, bank centralny powinien skupić się raczej na hamowaniu nadmiernej aprecjacji i niwelowaniu zbyt dużych odchyleń kursu od trendu.

W przypadku powrotu awersji do ryzyka w związku z pogorszeniem perspektyw ożywienia gospodarczego na świecie przy zacieśnianiu fiskalnym krajów strefy euro, czy problemów sektora bankowego strefy euro, możliwa jest dalsza wyprzedaż aktywów uznawanych za ryzykowne, w tym walut gospodarek wschodzących i złotego. W takiej sytuacji, naszym zdaniem, środki walutowe zgromadzone przez Ministerstwo Finansów (ok. 4-5 mld €) mogą i nawet powinny być wykorzystywane w sytuacji znacznej, ale chwilowej wyprzedaży złotego. Działania Ministerstwa Finansów mogłyby być skuteczne, ale powinny nastąpić stosunkowo wcześniej, aby zniechęcić kolejnych inwestorów do przyłączenia się do trendu deprecjacyjnego i powinny następować w sprzyjających okolicznościach (np. momenty technicznego wyprzedania). Silnemu gwałtownemu tąpnięciu złotego, które wynikałoby z sytuacji na rynkach światowych (najprawdopodobniej w związku z drastycznym pogorszeniem perspektyw światowej gospodarki), towarzyszyłoby zapewne osłabienie na innych ryzykownych aktywach. Hamowanie trendu na deprecjację w takich warunkach mogłoby być dużo mniej skuteczne. O skuteczności interwencji przesądza m.in. siła czynników przemawiających za ruchem kursu w danym kierunku. Gorsze wyniki światowej gospodarki zapewne wpływałyby istotnie na pogorszenie popytu na polski eksport, a osłabienie złotego przyczyniałoby się do stabilizacji wyniku finansowego eksporterów.

Trudno obecnie jednoznacznie stwierdzić jak zachowałby się NBP gdyby środki Ministerstwa Finansów okazały się niewystarczające do obrony złotego przed nadmierną deprecjacją. W lutym 2009 r. poprzednia Rada nie zdecydowała się na interwencję walutową, kiedy bieżąca inflacja była na znacznie wyższym poziomie. Jednak od tego czasu zmieniło się podejście RPP do polityki kursowej i zmienili się także członkowie Rady. Ostatnie wypowiedzi nowego prezesa

Narodowego Banku Polskiego, Marka Belki, wskazują, że byłby on zwolennikiem aktywnej polityki kursowej w celu hamowania nadmiernych wahań kursowych, co jest zgodne z zatwierdzonymi przez niego ostatnimi raportami MFW dotyczącymi Polski. W sytuacji kryzysu i dużej zmienności na rynkach finansowych skuteczność interwencji banków centralnych może być mniejsza, co było widoczne na przełomie 2008/2009, m.in. na przykładzie rosyjskiego banku centralnego. W przypadku nieudanej interwencji ucierpiałaby wiarygodność banku centralnego. NBP mógłby jednak dostarczać waluty obce w transakcjach FX swap w celu zmniejszenia strukturalnego braku walut w polskim sektorze bankowym, wspierając jego stabilność. Co istotne - transakcje terminowe nie naruszałby wielkości rezerw w czasie przeprowadzania interwencji, a oddziaływałyby także psychologicznie na rynek.

W celu zmniejszenia wahań kursowych wsparciem dla Ministerstwa Finansów i NBP mogą być również działania regulatora, które wzmacniałyby stabilność sektora finansowego. Jednym z takich działań mogłyby być ograniczenia w udzielaniu kredytów walutach obcych. Mniejsza podaż walut obcych zmniejszałaby presję aprecjacyjną na złotego, a niższe zadłużenie sektora prywatnego w walutach obcych chroniłoby przed nadmierną deprecjacją w przypadku nasilenia awersji do ryzyka. Zgodnie z sugestią MFW Komisja Nadzoru Finansowego mogłaby wywierać naciski lub stworzyć regulacje wymagające uzyskiwania przez banki długoterminowego finansowania kredytów walutowych oraz zwiększenia wag ryzyka dla tych kredytów. Gdyby taka polityka znacząco podrożyła kredyty walutowe wzrosłaby skuteczność krajowej polityki pieniężnej w oddziaływaniu na rynek kredytowy. Jednak, aby takie regulacje były skuteczne musiałyby być przeprowadzone w kooperacji z regulatorami banków zagranicznych obecnych w Polsce.

Wnioski

Przykłady innych krajów wskazują, że interwencje walutowe mogą być skuteczne, o ile sprzyjają temu lokalne uwarunkowania i globalne trendy. Duża płynność na rynkach światowych wynikająca z wyjątkowo łagodnej polityki pieniężnej i szybki przepływ kapitału spekulacyjnego powodują, że interwencje NBP są wskazane w celu zmniejszenia negatywnego wpływu nadmiernych wahań i tempa zmian kursu walutowego na funkcjonowanie gospodarki. Próby zmian długoterminowych trendów nie mogą być skuteczne, ale obecność NBP na rynku może zniechęcać część graczy do budowania nadmiernych pozycji spekulacyjnych.

Naszym zdaniem, Narodowy Bank Polski będzie kontynuował politykę okazjonalnych interwencji w przypadku zbyt gwałtownej aprecjacji złotego. Powinny być one stosowane w zależności od perspektyw inflacji, fazy cyklu koniunkturalnego i warunków rynkowych. Niemniej, w chwili obecnej nie postrzegamy bardziej aktywnej polityki kursowej jako zmiany reżimu kursowego. Po pierwsze, trudno uznać za zmianę reżimu jedną interwencję NBP i okazjonalne wymienianie środków z UE na rynku walutowym. Po drugie, działania NBP będą zapewne miały charakter nieco „przypadkowy”, bez przywiązywania się i bez wskazywania konkretnych poziomów kursu. Jeśli ograniczą one wahania kursu złotego to dobrze. Jeśli to się nie uda, NBP nie będzie raczej walczył z trendem. Dlatego też, nawet jeśli na podstawie ostatnich działań polskich władz może powstać przekonanie o jakimś dopuszczalnym przedziale wahań (3,80-4,20), to naszym zdaniem uczestnicy życia gospodarczego (kredytobiorcy, eksporterzy, importerzy), nie powinni się zbyt mocno do tego przedziału przywiązywać. Potwierdza to zresztą wypowiedź nowego Prezesa NBP, dementująca istnienie jakiegokolwiek przedziału. Choć taki przedział byłby zapewne w chwili obecnej możliwy do obronienia przez NBP i Ministerstwo Finansów, jednak nie ma przesłanek, aby sądzić, że będzie on utrzymywany w dłuższej perspektywie. Dla przykładu, gdybyśmy założyli gwałtowny odpływ kapitału powodowany czynnikami globalnymi, to poziom 4,20 mógłby nie obronić się nawet przy działaniach rządu (naszym zdaniem, dołączanie NBP poprzez interwencje broniące złotego nie byłoby najlepszym pomysłem). Podobnie może być w przypadku ruchu w drugą stronę. Zakładamy, że dalszy wzrost produktywności pracy, dosyć wysoka dynamika PKB, wzrost inflacji i podwyżki stóp procentowych pod koniec roku oraz dalszy napływ kapitału długoterminowego do Polski (prywatyzacja, inwestycje bezpośrednie) przyczynią się do umocnienia złotego w nadchodzących kwartałach. Bank centralny co prawda będzie interweniował w przypadku nadmiernego tempa aprecjacji, jednak pamiętać należy, że interwencje NBP w celu osłabienia waluty w sytuacji podwyżek stóp procentowych mogłyby być odbierane jako niespójne sygnały. Rada Polityki Pieniężnej stoi przed wyborem dotyczącym optymalnej ścieżki kursu walutowego i stóp procentowych. Warto zauważyć, że według naszych nowych wyliczeń odnośnie indeksu restrykcyjności polityki pieniężnej (MCI, szczegóły na stronie 12), zwiększyła się w ostatnim czasie rola kursu walutowego w kształtowaniu ogólnej restrykcyjności polityki pieniężnej wpływie na inflację.

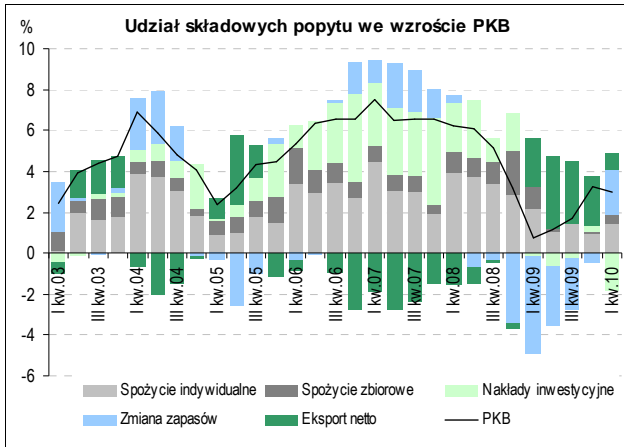
Bibliografia

1. Ö. Akinci, O. Y. Çulha, Ü. Özlale, G. Sahinbeyoglu, The Effectiveness of Foreign Exchange Interventions for the Turkish Economy: A Post-Crisis Period Analysis, CBRT, Working Paper No: 05/06, February 2005
2. S. Aruman, The Effectiveness of Foreign Exchange Intervention in Australia: A Factor Model Approach with GARCH Specifications, School of Economics and Finance, QUT, Discussion Paper No. 135, January 2003
3. G. Barabás, Coping with the speculative attack against the forint's band, MNB, MNB Background studies 2003/3, May 2003
4. P. Disyatat, G. Galati, The effectiveness of foreign exchange intervention in emerging market countries: Evidence from the Czech koruna, BIS Working Papers No 172, March 2005
5. I. Domaç, A. Mendoza, Is there Room for Forex Interventions under Inflation Targeting Framework: Evidence from Mexico and Turkey, Discussion Paper, Research and Monetary Policy Department, CBRT, 2002
6. N. Epstein, D. Velculescu, M. Goretti, E. Nier, Republic of Poland: Selected Issues Paper, IMF, IMF Country Report No. 10/119, May 2010
7. R. Fatum, M. R. King, The Effectiveness of Official Foreign Exchange Intervention in a Small Open Economy: The Case of the Canadian Dollar, Bank of Canada, Working Paper 2005-21, July 2005
8. K. Gajewski, Interwencje walutowe na rynkach terminowych. Metody i przegląd wybranych doświadczeń, Bank i Kredyt, styczeń 2007
9. R. F. Guimarães, C. Karacadag, The Empirics of Foreign Exchange Intervention in Emerging Market Countries: The Cases of Mexico and Turkey, IMF, WP/04/123, July 2004
10. F. Hussain, A. Jalil, Effectiveness of Foreign Exchange Intervention: Evidence from Pakistan, SBP Research Bulletin, Vol. 3, No 2, 2007
11. C. Pierdzioch, G. Stadtmann, The Effectiveness of the Interventions of the Swiss National Bank — An Event-Study Analysis, Kiel Institute for World Economics, Working Paper No. 1160, April 2003

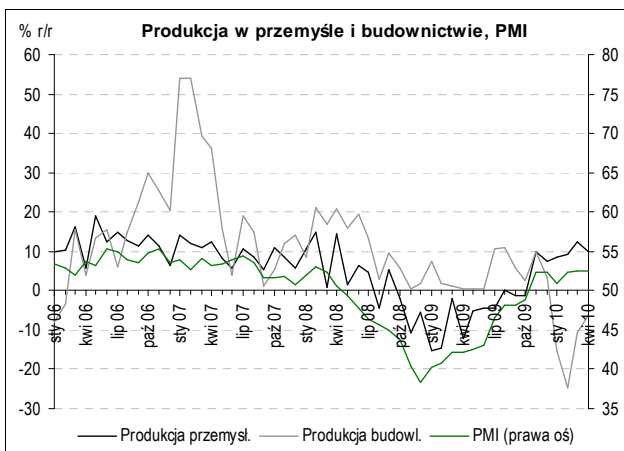
Przegląd wybranych interwencji walutowych

Kraj	Okres	Opis
Czechy	2001-2002	<p>W okresie 2001-2002 czeski bank centralny interweniował w celu zahamowania aprecjacji kursu korony. Zgodnie z wynikami analiz Banku Rozrachunków Międzynarodowych te interwencje miały niewielki, ale statystycznie istotny wpływ na kurs spot oraz na cenę risk reversal (inwestorzy oceniali prawdopodobieństwo osłabienia jako większe niż umocnienia). Interwencje nie miały wpływu na implikowaną zmienność, co oznacza, że co prawda jej nie ograniczyły, ale także nie przełożyły się na wzrost niepewności rynku co do przyszłego kształtowania się kursu walutowego. Ponadto z analiz wynika, że skuteczność interwencji jest asymetryczna, tzn. większy wpływ na kurs walutowy mają interwencje mające na celu zahamowanie aprecjacji waluty niż deprecjacji. Skuteczność interwencji mogła wynikać z jej dużego rozmiaru relatywnie do wielkości rynku korony do euro. Wyniki analizy dla czeskiej korony raczej potwierdzają większą rolę kanału portfelowego i mikrostrukturalnego w krajach rozwijających niż rozwiniętych oraz że bardziej skuteczne mogą być interwencje hamujące aprecjację niż deprecjację. Interwencje są także bardziej skuteczne w sytuacji, gdy bank centralny sygnalizuje zmianę parametrów polityki pieniężnej w celu wpłynięcia na kurs walutowy.</p> <p>W ostatnich miesiącach czeski bank centralny wielokrotnie wyrażał swoje niezadowolenie z umacniającej się korony, jednak wpływ na rynek walutowy następował przede wszystkim za pomocą dostosowania parametrów polityki pieniężnej (obniżki stóp procentowych), w celu zahamowania zacieśniania warunków monetarnych.</p>
Izrael	2008-	<p>Zgodnie z analizą MFW interwencje walutowe w Izraelu w ostatnich latach okazały się skuteczne hamując aprecjację szekli przy utrzymaniu wiarygodnej polityki bezpośredniego celu inflacyjnego. W marcu 2008 r. w obliczu dużego napływu kapitału, presji na umocnienie waluty krajowej bank centralny zdecydował się na program akumulacji rezerw, które znajdowały się wówczas na niskim poziomie. Zakup walut odbywał się z dzienną częstotliwością w formie zapowiedzianych wcześniej zakupów określonej kwoty. Po realizacji planu akumulacji rezerw w sierpniu 2009 r. Bank Izraela zmienił schemat interwencji na dyskrecyjny, w momentach nietypowych zachowań kursu walutowego, które odbiegałyby od sygnałów fundamentalnych lub gdyby funkcjonowanie rynku walutowego było zaburzone.</p>
Kolumbia	2004-2007	<p>Strategia interwencji walutowych prowadzona w Kolumbii w latach 2004-2007 wskazała na potrzebę synchronizacji aktywności banku centralnego na rynku walutowym z fazą cyklu koniunkturalnego. Bank Kolumbii stosował od 2004 r. aukcje swapów walutowych oraz dyskrecjonalne interwencje na rynku kasowym przy stosowaniu bezpośredniego celu inflacyjnego i w systemie płynnego kursu walutowego. Złożeniem banku było utrzymanie odpowiedniego poziomu rezerw, ograniczenie nadmiernej zmienności kursu walutowego, które utrudniały realizację celu inflacyjnego, utrzymanie stabilności sektora finansowego oraz relacji zewnętrznych. Interwencje okazały się skuteczne w pierwszej fazie programu w sytuacji, gdy zakupy walut w formie aukcji był wsparte przez poluzowanie polityki pieniężnej. Jednak, gdy ożywienie gospodarcze nabrało tempa interwencje walutowe i podwyżki stóp procentowych dawały sprzeczne sygnały. W związku z przekonaniem inwestorów, że bank centralny będzie bronił celu inflacyjnego, narastała presja oraz rozmiar pozycji spekulacyjnych na aprecjację peso.</p>
Meksyk	1996-2003	<p>W latach 1996-2001 po kryzysie peso bank centralny przeprowadzał aukcje sprzedaży opcji put na dolary w celu akumulacji rezerw bez wpływu na poziom kursu walutowego, co okazało się skuteczne. W latach 1996-2003 bank centralny dokonywał też dyskrecjonalnych interwencji w celu stabilizacji kursu peso bez obrony konkretnego poziomu. Bank centralny sprzedawał także dolary, aby zmniejszyć tempo narastania rezerw i obniżyć ich koszt. Analiza MFW z 2004 r. wskazuje na niewielki, ale istotny statystycznie wpływ interwencji walutowych w Meksyku polegających na sprzedaży walut obcych na poziom kursu walutowego, ale wpływ ten nie jest już istotny statystycznie w przypadku zakupu walut. Wyniki analiz MFW są zgodne z założeniem banku centralnego o minimalizowaniu wpływu interwencji na poziom kursu walutowego. Badania MFW wskazały, że interwencje nie są użytecznym narzędziem ograniczania czy wygładzania zmienności, gdyż sprzedaż walut obcych powodowała zazwyczaj wzrost zmienności wbrew celowi banku.</p>
Pakistan	2001-2006	<p>W lipcu 2000 r. Pakistan uwolnił kurs rupii, co doprowadziło do dużej zmienności kursu PKR/USD. Rynek walutowy był płytki, a bank centralny rozpoczął interwencje walutowe w celu ograniczenia wahań kursowych. Od września 2001 do marca 2004 SBP skupował dolary, aby wyhamować nadmierną aprecjację rupii i uchronić konkurencyjność eksportu. Od kwietnia 2004, SBP sprzedawał dolary by wesprzeć rupię słabnącą z powodu rosnącego deficytu obrotów bieżących. Bank centralny skutecznie wygładził wahania kursu i wpłynął na poziom kursu.</p>
Szwajcaria	1986-1995 2008-	<p>Wyniki analizy z roku 2003 r. dla interwencji z lat 1986-1995 przeprowadzanych przez szwajcarski bank centralny wskazują na większą skuteczność interwencji umacniających franka niż go osłabiających.</p> <p>Presja na umocnienie franka pojawiła się w czasie ostatniego kryzysu w związku z odpływem kapitału z ryzykownych rynków i popytem na bezpieczne aktywa. Obawa przed deflacją przyczyniła się do interwencji walutowych SNB w celu osłabienia lub zahamowania presji aprecjacyjnej franka. Spadek obaw o deflację, korzystniejsze perspektywy gospodarcze w porównaniu do strefy euro i oczekiwania szybszych podwyżek stóp przez SNB niż przez EBC powodują, że intensywne interwencje SNB nie są wystarczające do zmiany trendu, który dodatkowo nasila się w momentach awersji do ryzyka. Można powiedzieć, że działania SNB spowalniają tempo aprecjacji franka, jednak jednocześnie doprowadziły do trzykrotnego wzrostu rezerw walutowych.</p>
Turcja	2001-2003	<p>Wyniki badań tureckiego banku centralnego z 2005 r. wskazują, że bardziej skuteczne są interwencje w celu zahamowania trendu aprecjacyjnego waluty krajowej przy dużej skali interwencji. CBRT interweniował w fazie poluzowania polityki pieniężnej w trendzie aprecjacyjnym tureckiej liry, który trwał od zakończenia kryzysu i rezygnacji z kursu pelżającego w 2001 r. Niewielkich rozmiarów sprzedaż walut obcych w 2002 r. i w 2003 r. miała na celu sygnalizowanie uczestnikom rynku obecności banku centralnego. Po pierwszej z interwencji nastąpiło odwrócenie trendu, a po drugiej nastąpiło zmniejszenie zmienności kursu. Przeprowadzony pod koniec 2002 r. zakup walut na rynku nie spowodował wzrostu zmienności i przełamał trend aprecjacyjny liry. Duże i oddalone w czasie zakupy walut zostały przeprowadzone w formie aukcji w II połowie 2003 r. Jednocześnie te interwencje nie wpływały na wzrost zmienności, obserwowano po nich osłabienie waluty krajowej jednak nie następowała istotna statystycznie zmiana trendu.</p> <p>Wyniki analizy MFW z 2004 r. wykazały, że wpływ interwencji walutowych na poziom kursu okazał się nieistotny statystycznie zarówno w przypadku zakupu jak i sprzedaży walut, co było zgodne z założeniem banku centralnego o minimalizowaniu wpływu interwencji na poziom kursu walutowego. Ponadto sprzedaż walut obcych zmniejszała zmienność krótkoterminową, ale zwiększała długoterminową. Wyniki analiz MFW wskazały, że interwencje nie są użytecznym narzędziem ograniczania czy wygładzania zmienności.</p>
Węgry	2003 2008-	<p>W styczniu 2003 r. doszło do silnego ataku spekulacyjnego na forinta. Gracze chcieli wymusić na banku centralnym obniżenie pasma wahań kursowych. Inwestorzy oczekiwali wzrostu inflacji, szybkiego wejścia do ERM2 i przyjęcia euro. Na umocnienie forinta wskazywało wiele rekomendacji. Inwestorzy oczekiwali, że bank centralny nie obniży stóp procentowych, gdyż będzie chciał bronić celu inflacyjnego, a ówczesny poziom stóp sprawiał, że interwencja byłaby dla banku bardzo droga. Bank centralny zakupił 5,3 mld € w ciągu dwóch dni, obniżył stopy procentowe, ustalił niski maksymalny poziom depozytów w banku centralnym i odparł atak. Mniej wiarygodność systemu kursowego. Aby analityków uzasadniony fundamentalnie, mimo pojawiającej się presji na rynku pracy i presji popytowej. Gracze rynkowi nie zdawali sobie też do końca sprawy z regulacji prawnych (do obniżenia pasma wahań była potrzebna zgoda rządu). Wzrost podaży krajowej waluty jedynie przejściowo obniżył krótkoterminowe stopy rynkowe. Po nieudanym ataku większość pozycji spekulacyjnych zostało zamkniętych w ciągu kilku dni, a inwestorzy ponieśli dotkliwe straty. Bank centralny Węgier zrealizował spory zysk i wzmościł wiarygodność systemu kursowego. Aby utrzymać kurs z dala od mocnego końca pasma bank centralny zdecydował o poluzowaniu polityki pieniężnej. Po interwencji hamującej aprecjację forinta MNB wraz z wycofywaniem kapitału rozpoczął sprzedaż euro, za pomocą aukcji, sprzedaży oficjalnej na rynku oraz sprzedaży nieoficjalnej. Działania banku były skuteczne i pozwoliły na uniknięcie nadmiaru wahań na rynku oraz powrotu gry na aprecjację.</p> <p>Interwencyjne podwyżki stóp procentowych pod koniec 2008 r. w okresie nasilenia awersji do ryzyka nie powstrzymały osłabienia forinta, a straty na obligacjach i zamykanie pozycji na rynku długu przez inwestorów zagranicznych negatywnie wpływało na forinta, choć trzeba zauważyć, że skala deprecjacji forinta była mniejsza niż złotego. W ostatnich miesiącach reakcją na zbyt szybkie umocnienie się forinta były głośnie komentarze MNB oraz obniżki stóp procentowych i interwencje werbalne.</p>

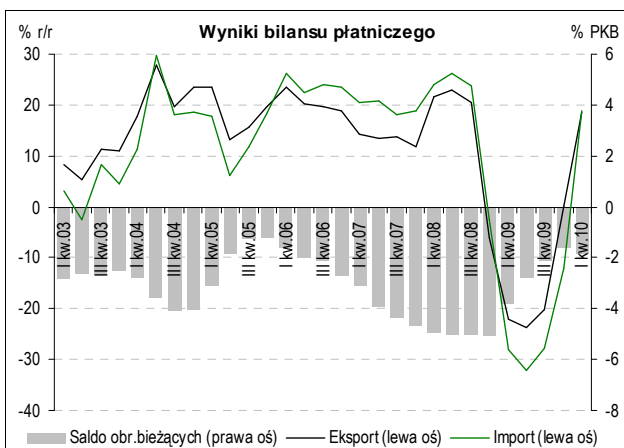
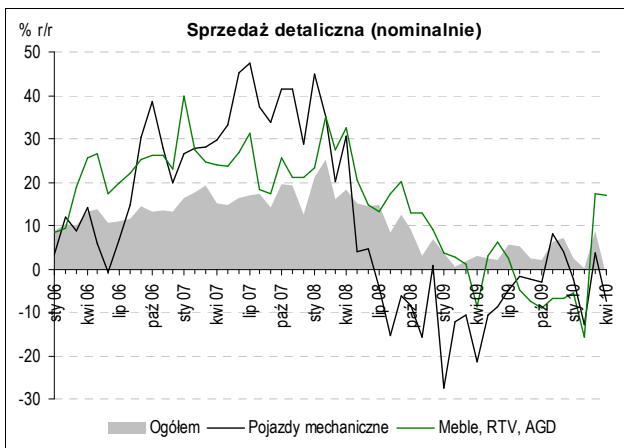
Gospodarka Polski

**Słabszy wzrost PKB w I półroczu, potem odbicie**

- Wzrost PKB w I kw. br. lekko spowolnił do 3,0% r/r i był mniej zgodny z oczekiwaniami, chociaż jego struktura dostarczyła kilku niespodzianek. Znacznie głębszy od prognoz spadek inwestycji o 12,4% r/r (prawdopodobnie związany z fatalną pogodą na początku roku) zrekompensowany został w dużej części przez lepsze wyniki handlu zagranicznego i odbudowę zapasów. Te dwa ostatnie czynniki mogą być lepsze niż wcześniej zakładaliśmy również w kolejnych kwartałach. Wzrost konsumpcji indywidualnej lekko przyspieszył (2,2%).
- W II kwartale możliwe jest obniżenie dynamiki PKB poniżej 3% ze względu na zaburzenia związane z katastrofą smoleńską oraz powodzią, ale w kolejnych kwartałach powinno nastąpić ożywienie aktywności gospodarczej, dzięki któremu wzrost PKB w całym 2010 r. wyniesie nieco powyżej 3%.

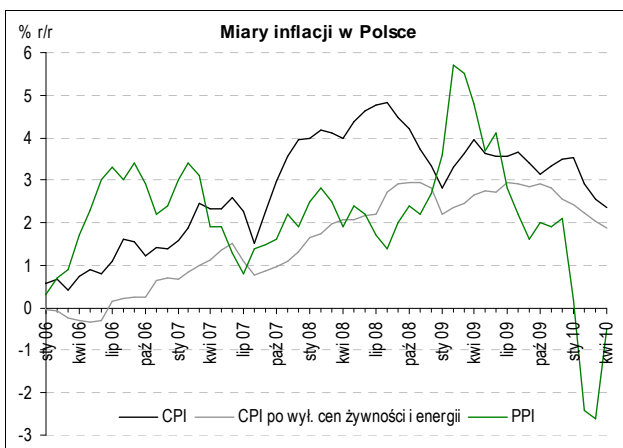
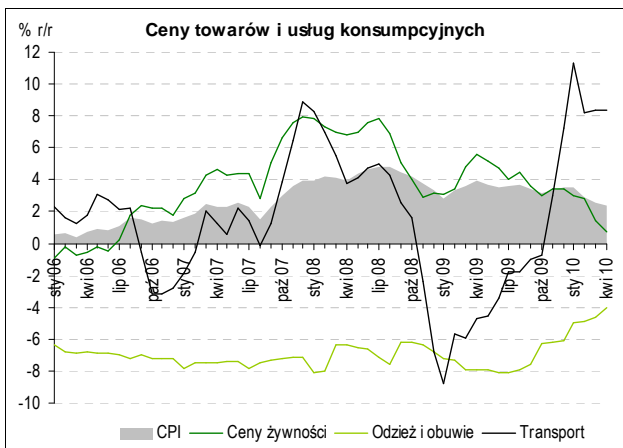
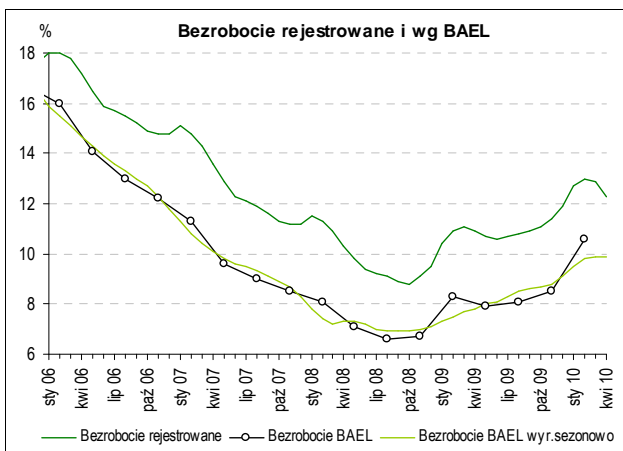
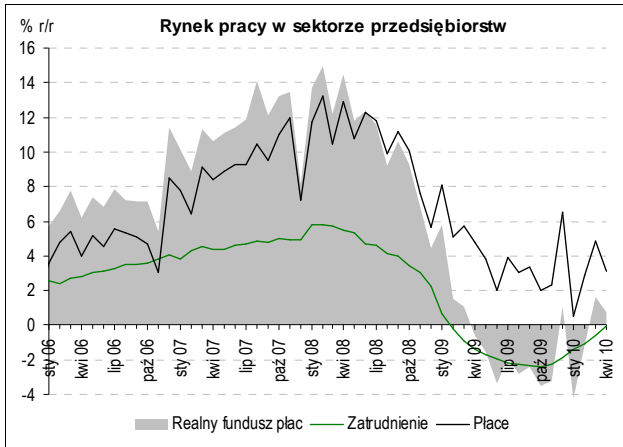
**Słabsze od prognoz dane z początku II kwartału**

- Dane za kwiecień potwierdzają, że dynamika PKB w II kw. może być niższa niż w I kw. Wzrost produkcji przemysłowej wyniósł w kwietniu 9,9% r/r (wyrównany sezonowo 8,8% r/r, najmniej w roku), a produkcja budowlano-montażowa zanotowała spadek o 6,1% r/r. Oba wyniki były gorsze od prognoz.
- Produkcja na eksport jest nadal istotnym źródłemżywienia gospodarczego, co potwierdzają również wyniki badania PMI za maj (najszybszy od trzech lat wzrost zamówień eksportowych). Z kolei w budownictwie straty z początku roku są odbierane w wolniejszym tempie niż zakładaliśmy. W maju pojawił się nowy czynnik ryzyka w postaci skutków powodzi, który prawdopodobnie negatywnie wpłynął na wartość produkcji, powodując zakłócenia w transporcie i w dostawach oraz wstrzymanie części robót.
- Indeks PMI dla polskiego przemysłu obniżył się w maju do 52,2 pkt. z 52,5 w kwietniu. Mimo pogorszenia głównego indeksu, badanie pokazało utrzymanie tempa wzrostu produkcji w przemyśle na poziomie z kwietnia. Osłabiło się tempo wzrostu nowych zamówień, ale jedynie krajowych.
- Dane o sprzedaży detalicznej za kwiecień okazały się dużo słabsze od oczekiwań (nominalny spadek roczny o 1,6% zamiast oczekiwanego wzrostu o blisko 4%). Trzeba jednak pamiętać, że istotny wpływ na zachowanie konsumentów w kwietniu miały święta wielkanocne, a później żałoba narodowa. Precyzyjne uwzględnienie tych efektów w prognozach nie było możliwe.
- Również dane o sprzedaży za maj mogą nie być miarodajne dla siły konsumpcji ze względu na wpływ powodzi na zachowanie konsumentów. Niemniej jednak, warto zwrócić uwagę, że cały czas poprawiają się nastroje konsumentów, co potwierdziły m.in. majowe badania nastrojów konsumentów opublikowane przez GUS i Ipsos. Wraz z poprawą na rynku pracy daje to podstawy by oczekiwać ożywienia wzrostu konsumpcji w kolejnych kwartałach.

**Wyraźne ożywienie w handlu zagranicznym**

- W marcu zanotowano deficyt obrotów bieżących 559 mln €, zgodny z oczekiwaniami. W obrotach handlowych odnotowano dalsze wyraźne przyspieszenie. Eksport w euro wzrósł o 24,1% r/r, a import o 27%. Wartość eksportu wyrażona w złotych osiągnęła najwyższy poziom w historii, co sugeruje, że wyniki finansowe polskich eksporterów w I kw. były również rekordowo dobre.
- Nadwyżka na rachunku usług (350 mln €) w marcu została osiągnięta głównie dzięki sektorowi transportowemu, co potwierdza ożywienie w handlu zagranicznym, podobnie jak wyniki badań koniunktury w firmach.
- Napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie – w marcu ok. 1,3 mld €, a w ostatnich 12 miesiącach ponad 8 mld €.

Gospodarka Polski



Umiarkowanie pozytywne sygnały z rynku pracy

▪ Dane z rynku pracy za kwiecień były w sumie dość pozytywne. Niższemu od oczekiwań wzrostowi płac (3,2% r/r) towarzyszyła pozytywna niespodzianka w przypadku zatrudnienia (0% r/r po 14 miesiącach spadków). W porównaniu z marcem przeciętne zatrudnienie zwiększyło się o 0,3% i było to wynikiem wzrostu popytu na pracę w większości branż sektora przedsiębiorstw, a więc odzwierciedla raczej ogólną tendencję na rynku pracy, a nie jednorazową zmianę w jednej z dużych sekcji. Pozytywne tendencje na rynku pracy potwierdza również utrzymująca się duża liczba ofert pracy (najwyższy poziom od dwóch lat).

▪ Spadek stopy bezrobocia rejestrowanego w kwietniu do 12,3% (z 12,9% w marcu) był silniejszy niż wynikałoby z sezonowego wzorca – liczba bezrobotnych zmniejszyła się w ciągu miesiąca o ponad 100 tys. osób, najsilniej od 3 lat.

▪ Według metodologii BAEL stopa bezrobocia w I kwartale wyniosła 10,6%. Kwartalny wzrost (o 2,3 pkt. proc.) był silniejszy niż w przypadku stopy bezrobocia rejestrowanego, co można wiązać z tym, że duża część zatrudnienia w budownictwie nie jest rejestrowana, w związku z czym wpływ trudnych warunków pogodowych w I kw. był bardziej widoczny w danych BAEL niż w urzędowych statystykach bezrobocia.

▪ W kolejnych miesiącach poprawa danych z rynku pracy może nie być tak silna jak w kwietniu, ponieważ nie będzie już efektu odeagowania po ostrej zimie. Z drugiej strony, pojawi się wpływ odbudowy zniszczeń powodziowych.

▪ Według szacunków Ministerstwa Pracy, w maju stopa bezrobocia spadła do 12% (kilka tygodni wcześniej ministerstwo zakładało, że będzie nieco poniżej 12%), a w kolejnych miesiącach powinna się obniżyć.

Inflacja poniżej celu, będzie dalej spadać

▪ Inflacja w kwietniu była nieco wyższa od oczekiwań, ale spadła do 2,4% r/r, poniżej celu inflacyjnego po raz pierwszy od ok. 2,5 roku. Zaskoczeniem po raz drugi z rzędu okazały się podwyżki cen odzieży i obuwia, jednak wydaje się, że był to efekt przejściowy związany ze zmianą kolekcji. Znaczący wzrost zanotowały ceny paliw i żywności, natomiast w większości pozostałych kategorii kontynuowana była stabilizacja cen, przy braku presji popytowej.

▪ Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii spadła do 1,9% r/r. Obniżyły się też pozostałe miary inflacji bazowej, potwierdzając, że fundamentalna presja inflacyjna pozostaje stłumiona.

▪ Dynamika cen produkcji była w kwietniu powyżej prognoz i wyniosła -0,5% r/r. Wzrost cen widoczny był głównie w branżach surowcowych i w kolejnych miesiącach może być kontynuowany z uwagi na osłabienie złotego.

▪ W kolejnych miesiącach spodziewany jest dalszy spadek inflacji, chociaż jego tempo może być nieco mniejsze niż wcześniej zakładano ze względu na wpływ osłabienia złotego oraz ewentualny wzrost cen żywności na skutek powodzi (który jednak nie powinien być nadmiernie silny). W II półroczu powinien nastąpić powrót inflacji do celu.

▪ Ministerstwo Finansów spodziewa się spadku inflacji w maju do 2,1% r/r, a w czerwcu być może poniżej 2%. Zdaniem MF prognoza na maj jest jednak obciążona większą niż zwykle niepewnością, a głównym ryzykiem są ceny żywności, dla których MF założyło wzrost o zaledwie 0,1% m/m. Naszym zdaniem żywność zdrożeła bardziej (0,9% m/m), głównie w II połowie miesiąca pod wpływem powodzi, a inflacja w maju wyniesie 2,3% r/r.

Pod lupą: Bank centralny

Fragmety majowego komunikatu RPP

(...) W związku z kryzysem fiskalnym w Grecji oraz dużą niepewnością co do tempa ograniczania nierównowag w finansach publicznych w niektórych innych krajach strefy euro pogorszyły się krótkookresowe perspektywy wzrostu gospodarczego tego regionu. Jednocześnie w największych gospodarkach wschodzących ma miejsce szybki wzrost gospodarczy. Związane z tym ryzyko silnego pogłębienia się nierównowagi gospodarczej w wyniku boomu prowadzi do stopniowego zaostrzenia polityki makroekonomicznej w tych krajach.

Niepewność związana z greckim kryzysem fiskalnym wpłynęła na wzrost zmienności cen aktywów na międzynarodowych rynkach finansowych, w tym cen surowców energetycznych. Wzrost awersji do ryzyka na rynkach finansowych przyczynił się także do wyraźnej deprecjacji kursu euro wobec dolara amerykańskiego oraz do osłabienia walut gospodarek wschodzących, w tym kursu złotego.

Według dostępnych prognoz, w najbliższych miesiącach roczny wskaźnik inflacji będzie nadal obniżał się ze względu na ujemne efekty bazy związane z silnym wzrostem cen wyrobów akcyzowych i cen żywności w 2009 r. W kierunku obniżenia inflacji będą oddziaływać także czynniki ekonomiczne: niska obecnie presja popytowa oraz umiarkowane tempo wzrostu kosztów pracy. Spadek inflacji w 2010 r. może być natomiast ograniczony przez wzrost cen surowców na rynkach światowych – który jednak w ostatnim okresie wyhamował – a także utrzymywanie się podwyższonej dynamiki części cen administrowanych, w tym cen nośników energii oraz usług związanych z użytkowaniem mieszkania.

Rada ocenia prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej lub powyżej celu inflacyjnego za zbliżone.

Ważnym uwarunkowaniem polityki pieniężnej jest sytuacja finansów publicznych. Podjęcie działań mających na celu trwale zmniejszenie deficytu sektora finansów publicznych i zahamowanie narastania długu publicznego będzie sprzyjać stabilności makroekonomicznej oraz umożliwi spełnienie kryteriów niezbędnych dla przyjęcia euro.

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.

Sylwetka nowego prezesa NBP

Marek Belka ma 58 lat. Jest absolwentem Uniwersytetu Łódzkiego i profesorem ekonomii. Ma bogate doświadczenie akademickie (prace nt. polityki pieniężnej), znajomość rynków finansowych i duże doświadczenie praktyczne zdobyte w instytucjach rządowych, doradczych i naukowych.

Ostatnio pełnił funkcję dyrektora Departamentu Europejskiego w Międzynarodowym Funduszu Walutowym. Wcześniej m.in. pełnił funkcję sekretarza wykonawczego w Komisji Gospodarczej ONZ, był szefem koalicyjnej Rady Koordynacji Międzynarodowej w Iraku, gdzie był odpowiedzialny za stworzenie tymczasowego rządu, a potem dyrektorem ds. polityki gospodarczej w Tymczasowych Władzach Koalicyjnych w Iraku. Był premierem i dwukrotnie ministrem finansów, doradcą ekonomicznym Aleksandra Kwaśniewskiego i banku inwestycyjnego JP Morgan.

Wynik głosowania w Sejmie nt. powołania prezesa NBP

	Za	Przeciw	Wstrzymało się	Nie głosowało
PO	202	1	-	3
PiS	-	149	-	7
Lewica	39	-	-	4
PSL	-	26	-	5
Polska Plus	-	6	-	1
SDPL	4	-	-	-
DKP SD	3	-	-	-
niezależni	5	2	-	3
SUMA	253	184	-	23

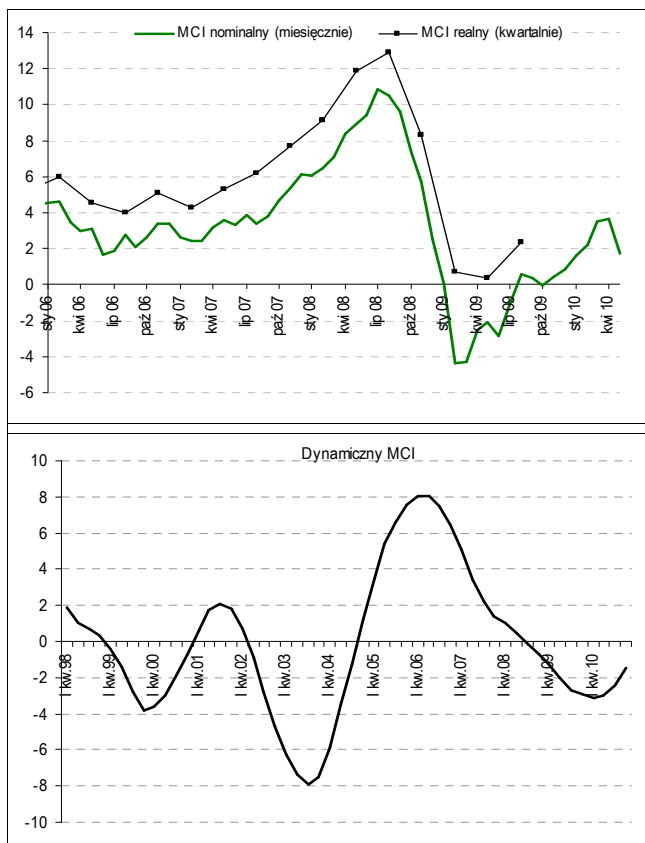
W czerwcu będzie ciekawiej

- W maju RPP nie zmieniła stóp procentowych (stopa referencyjna nadal na poziomie 3,5%) ani nieformalnego nastawienia w polityce pieniężnej. W komunikacie Rada zwróciła uwagę na kolejne sygnały ożywienia na świecie przy nierównomiernym jego rozłożeniu oraz pogorszenie krótkoterminowych perspektyw wzrostu w niektórych krajach strefy euro na skutek kryzysu fiskalnego. Rada zauważa, że kryzys ten wpłynął również na osłabienie złotego, choć trudno doszukać się dłuższego komentarza na ten temat.
- Jeśli chodzi o polską gospodarkę, to Rada podkreśla kontynuację poprawy koniunktury i stopniową poprawę sytuacji na rynku pracy, choć przy utrzymaniu umiarkowanego wzrostu wynagrodzeń i niskiego poziomu wykorzystania mocy produkcyjnych. Podsumowując argumenty anty- i proinflacyjne Rada zwraca uwagę na wciąż niską presję popytową, a z drugiej strony wskazała na ryzyka w postaci cen surowców oraz cen administrowanych.
- W sumie wydaje się, że ocena Rady odnośnie sytuacji w polskiej gospodarce nie uległa zasadniczej zmianie. Możliwe pogorszenie perspektyw wzrostu PKB w strefie euro oraz idące za tym odłożenie w czasie podwyżek stóp przez EBC, może działać w kierunku późniejszego zaostrzenia polityki pieniężnej również w Polsce. Jednak z drugiej strony, obserwowane ostatnio osłabienie złotego oraz możliwe inflacyjne efekty powodzi na ceny żywności, wraz z postępującym ożywieniem gospodarczym w kraju, mogą działać w przeciwnym kierunku. Dlatego też nie zmieniamy naszych prognoz, mówiących o rozpoczęciu cyklu podwyżek stóp w IV kwartale i łącznej skali podwyżek o 100 pb do końca 2011. Niewątpliwie bardzo ważnym czynnikiem w ocenie średnioterminowych perspektyw inflacji będzie dla RPP nowa projekcja CPI i PKB, którą poznamy już w tym miesiącu.

Marek Belka nowym prezesem NBP

- Pełniący obowiązki Prezydenta Bronisław Komorowski zdecydował się jednak na wskazanie kandydata na Prezesa NBP przed wyborami prezydenckimi. Nie wiadomo czy zaskoczył tym faktem posłów PO, ale koalicjanta na pewno. Wspólnie z opozycyjnym PiS, PSL nie poparł tej kandydatury. Głównie ze względów proceduralnych, choć wicepremier Pawlak podał również szereg cech kandydata, które mu się nie spodobały. Belka zyskał akceptację dzięki koalicji PO-SLD.
- Naszym zdaniem, Marek Belka posiada większość cech, które powinien mieć bankier centralny. Poza dużą wiedzą merytoryczną i bogatym doświadczeniem w gospodarce, polityce zarządzaniu (funkcje ministra i premiera), jest postacią znaną na arenie międzynarodowej.
- Oceniamy, że Marek Belka prezentował będzie pragmatyczne podejście, lokując się mniej więcej pośrodku w rankingu „restrykcyjności” członków RPP, z możliwym nieznacznym przesunięciem w stronę „gołębi”.
- Kwietniowy raport Międzynarodowego Funduszu Walutowego nt. Polski zatwierdzony m.in. przez prof. Belkę, sugerował, że nie należy się spieszyć z zacieśnianiem polityki pieniężnej, a w przypadku presji na aprecjację złotego możliwe byłoby nawet obniżki stóp. Raport zalecał też bardziej aktywną politykę kursową. Wybór Marka Belki daje też pewną nadzieję na złagodzenie podziałów w RPP i wzrost znaczenia czynników merytorycznych w dyskusji.
- Pierwsze wypowiedzi nowego Prezesa NBP wskazują na kontynuację dotychczasowej polityki pieniężnej. Można też się spodziewać, że nowy Prezes będzie raczej powściągliwy w wypowiedziach o stopach i kursie. Oby zaraził tym niektórych członków RPP.

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



- Chcąc uwzględnić zmiany zachodzące w polskiej gospodarce od 2007 r., dokonaliśmy reestymacji wag stopy procentowej i kursu walutowego na potrzeby obliczania MCI. Wraz ze wzrostem otwartości polskiej gospodarki (oraz spadkiem efektywności polityki stóp proc. za sprawą wzrostu udziału kredytów walutowych) uwzględnienie ostatnich lat w naszych obliczeniach zmniejszyło relatywną wagę stopy procentowej kosztem kursu walutowego w łącznym wpływie tych dwóch zmiennych na inflację. Innymi słowy, MCI ratio, tj. relacja wagi stopy procentowej do wagi kursu walutowego, obniżył się (do 1,5 z 1,8). Niemniej, zmiana wag nie zmieniła zasadniczo przebiegu MCI. Nominalny MCI za maj spadł jako efekt spadku stawek WIBOR3M i wzrostu kursu EURPLN.
- Ponadto, po raz pierwszy obliczyliśmy dynamiczny MCI, czyli MCI uwzględniający rozkład opóźnień wpływu zmian stóp procentowych i kursu walutowego na inflację (różny dla obu zmiennych). Ze względu na swoją konstrukcję, w przeciwieństwie do tradycyjnych MCI, dynamiczny MCI nie jest wskaźnikiem zmiany stopnia restrykcyjności warunków monetarnych (stóp procentowych i kursu) w danym okresie, lecz wskaźnikiem natężenia presji inflacyjnej w danym okresie związanej z przeszłymi zmianami warunków monetarnych (pomijając inne czynniki mające wpływ na inflację).
- Dynamiczny MCI dla Polski pokazuje, że od połowy 2006 do końca 2009 natężenie presji inflacyjnej związanej z warunkami monetarnymi spadało, co jest efektem wzrostu realnych stóp procentowych w latach 2004-2006 i aprecjacji REER od II kw. 2004 do III kw. 2008. W kolejnych kwartałach natężenie presji inflacyjnej będzie jednak rosnąć ze względu na spadek realnych stóp od końca 2008 i deprecjację REER w 2009 r.

Filar 1,63 (1,61)

Wasilewska-Trenkner 1,59 (1,48)

Noga 1,53 (1,52)

Wojtyła 1,50 (0,91)

Sławiński 1,25 (0,91)

Czekaj 1,00 (0,86)

Owsiak 0,88 (0,91)

Nieckarz 0,88 (0,83)

Skrzypek 0,81 (b.d.)

Pietrewicz 0,80 (0,74)



Winięcki

Rzońca

Zielińska-Głębocka

Bratkowski

Belka

Hausner

Chojna-Duch

Gilowska

Glapiński

Każmierczak



Pierwsze wypowiedzi Prezesa NBP nie zaskakują

Po nominacji na stanowisko Prezesa NBP (oraz w trakcie przesłuchania przed Komisją Finansów Publicznych) prof. Marek Belka przedstawił swoje poglądy. Powiedział między innymi, że w sytuacji realizacji bezpośredniego celu inflacyjnego bank centralny nie powinien sugerować docelowego poziomu kursu walutowego, ale interwencje w celu zapobiegania nadmiernym wahaniom kursu są dopuszczalne. Oceniał też, że dotychczasowa polityka pieniężna w Polsce, była właściwa. Jego zdaniem Polska powinna wejść do strefy euro w momencie sprzyjającym, kiedy gospodarka będzie gotowa, ale odmówił wskazania daty. Co ciekawe, wypowiedzi Belki wskazywały niezbyt dużą otwartość jeśli chodzi o konkretne odpowiedzi na pytania (np. kiedy pierwsza podwyżka stóp? jaki wzrost PKB w 2010?). Belka powiedział nawet, że prezes banku centralnego powinien być powściągliwy w wypowiedziach. Mamy nadzieję, że nowy prezes przekona do tego punktu widzenia również niektórych członków Rady Polityki Pieniężnej.

Większość członków RPP pozytywnie zareagowała na kandydaturę Marka Beki na Prezesa NBP, choć na przykład Adam Glapiński (podobnie jak przedstawiciele PSL i PiS) uznał, że tryb wyboru Prezesa NBP jest „bulwersujący”, a decyzja powinna być podjęta dopiero po wyborach prezydenckich.

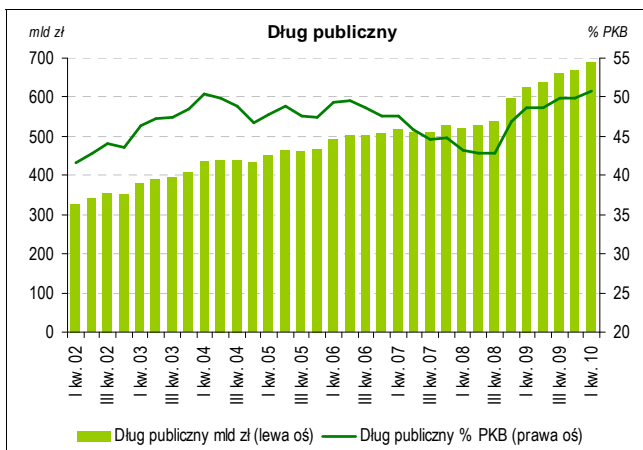
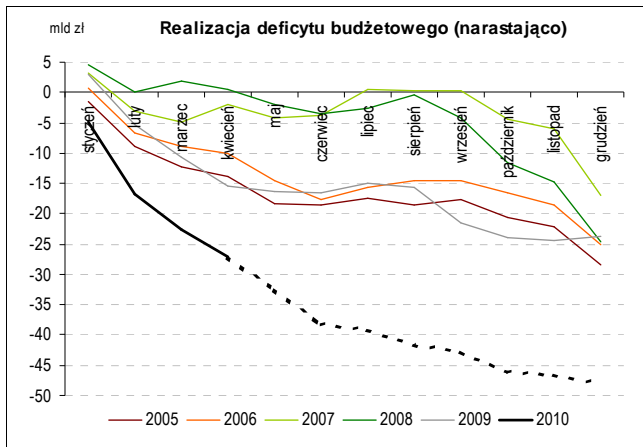
Problem FCL rozwiązany? Czas spojrzeć na stopy

Pełniący obowiązki Prezesa NBP Piotr Wiesiołek powiedział, że NBP otrzymał zmodyfikowany projekt stanowiska Ministerstwa Finansów w sprawie elastycznej linii kredytowej z MFW, zaopiniował go pozytywnie i jest gotowy podpisać wniosek o odnowienie FCL. Oznacza to, że po rozwiązaniu konfliktu w Radzie odnośnie zysku NBP za 2009 rok, teraz zniknie drugi problem dotyczący elastycznej linii kredytowej. Rada więc będzie mogła zająć się próbą określenia optymalnej ścieżki kursu walutowego i stóp procentowych, w kontekście nowej projekcji CPI i PKB.

Wiesiołek powiedział również, że istnieje zagrożenie dla inflacji, ze strony cen żywności, ale wzrost CPI powinien się kształtować w okolicach celu inflacyjnego i stopy procentowe do końca roku powinny pozostać bez zmian. Ta opinia nie ma rzecz jasna większego znaczenia z punktu widzenia oczekiwań na stopy procentowe. Wiesiołek dodał, że reakcja złotego na wydarzenia na Węgrzech była emocjonalna.

Objaśnienia do naszego indeksu restrykcyjności członków RPP i osi restrykcyjności znajdują się w poprzednich wydaniach MAKROskopu.

Pod lupą: Rząd i polityka



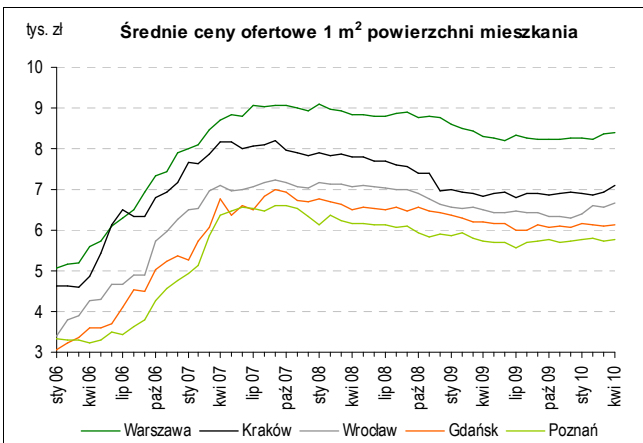
Czy powódź zaszkodzi realizacji budżetu?

- Deficyt budżetu państwa po kwietniu wyniósł 27,04 mld zł, czyli 51,8% rocznego planu. Wynik był o 5,6 mld zł poniżej poziomu zapisanego w harmonogramie realizacji budżetu. Wg sugestii MF, po maju deficyt był nadal wyraźnie poniżej harmonogramu, ale różnica mogła być mniejsza niż miesiąc wcześniej.
- W kwietniu dosyć dobry wynik został zanotowany przede wszystkim w podatkach pośrednich (wzrost 26,4% r/r). Znacznie niższe niż przed rokiem były wpływy z PIT, co wynikało zapewne z efektów rocznego rozliczenia podatkowego za 2009 r. (pierwszy rok obowiązywania niższych stawek podatkowych).
- Szacunki kosztów powodzi i ich wpływ dla budżetu nie są na razie znane, ale nie powinny one doprowadzić do nowelizacji. Środki na usuwanie skutków powodzi i odszkodowania będą pochodziły z rezerw i przesunięć z innych celów.

Lepsza taka reguła wydatkowa niż żadna, ale...

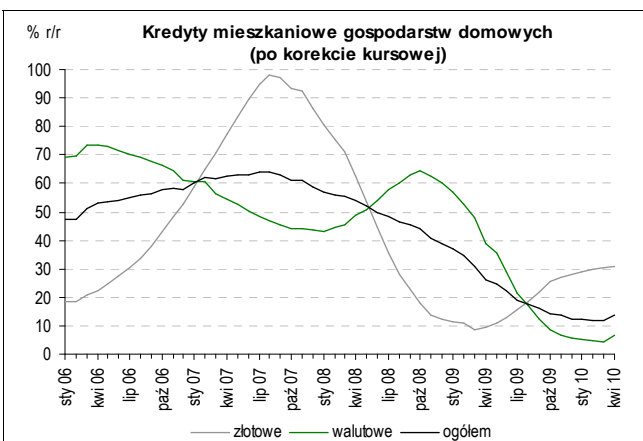
- Wg MF „reguła dyscyplinująca” ograniczająca realny wzrost wydatków elastycznych do 1% rocznie, będzie zastosowana już w budżecie na 2011 r., co pozwoli zaoszczędzić w przyszłym roku 3 mld zł, a w ciągu dwóch lat ok. 8,5 mld zł.
- Naszym zdaniem, nie można mówić o jakichkolwiek „oszczędnościach”, bo i tak koniecznością jest ograniczanie tempa wzrostu wydatków w porównaniu z poprzednimi latami (i uwzględnione to było w programie konwergencji).
- Pozytywnie postrzegamy formalne zobowiązanie władz do ograniczenia wzrostu wydatków, jednak pamiętajmy, że reguła wydatkowa dotyczy tylko ok. ¼ wydatków budżetu centralnego, a te z kolei stanowią tylko połowę całości wydatków sektora finansów publicznych. Więcej szczegółów odnośnie przyszłorocznego budżetu poznamy w lipcu.

Rynek nieruchomości



Ceny mieszkań lekko w górę

- Ceny mieszkań na rynku wtórnym lekko drgnęły w kwietniu i w maju, chociaż wzrostowa tendencja nie jest jeszcze zbyt silna i ugruntowana i nie potwierdzają jej niektóre źródła danych (szczególnie w przypadku mniejszych miast).
- Oferta mieszkań na sprzedaż na rynku wtórnym nadal znacznie przeważa nad liczbą zainteresowanych kupujących, chociaż pośrednicy zwracają uwagę na wyraźny wzrost liczby transakcji na rynku, sugerujący ożywienie popytu.
- Rośnie liczba nowych projektów mieszkaniowych rozpoczynanych przez deweloperów.
- Przewaga podaży nad popytem jest nadal widoczna na rynku wynajmu mieszkań w dużych miastach, co ma negatywny wpływ na ceny najmu, szczególnie w przypadku większych mieszkań.

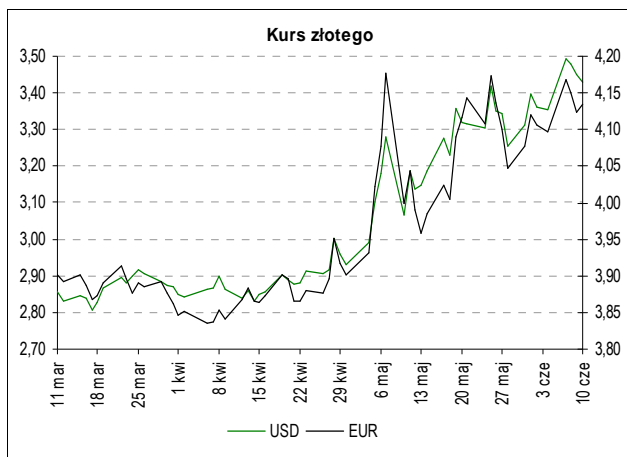


Rośnie popyt na kredyty mieszkaniowe

- Łuźniejsze warunki udzielania kredytów mieszkaniowych przez banki i stabilizacja ich oprocentowania, rosnąca popularność programu „Rodzina na swoim”, a także stopniowa poprawa sytuacji na rynku pracy, przyczyniają się do wzrostu zainteresowania gospodarstw domowych zakupem mieszkania.
- Wzrost kredytów mieszkaniowych zaczął przyspieszać. Największą popularnością cieszą się kredyty w złotych (ich wzrost w pierwszych czterech miesiącach roku ponad trzykrotnie przekraczał wzrost kredytów walutowych skorygowany o wahania kursu), chociaż banki stopniowo rozszerzają ofertę kredytów w walutach obcych.
- KNF zapowiada wprowadzanie dalszych ograniczeń i zakazów gdyby wzrost walutowych kredytów mieszkaniowych niebezpiecznie przyspieszał w kolejnych miesiącach.

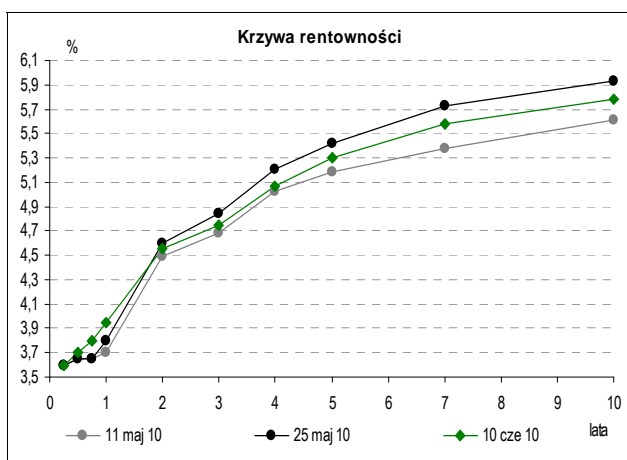
Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, NBP, szybko.pl, obliczenia własne

Monitor rynku



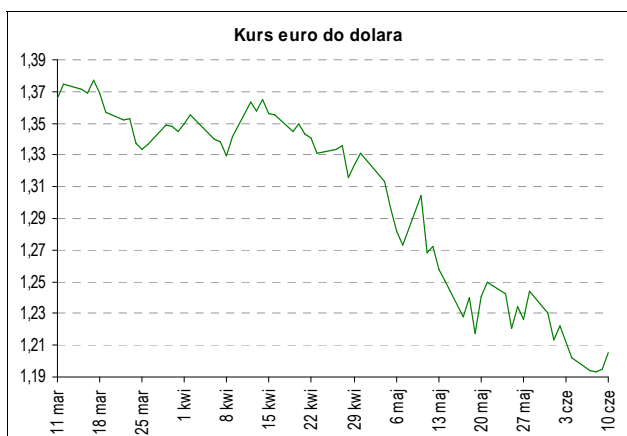
Złoty pod presją negatywnych nastrojów i słabego euro

- W ostatnim miesiącu złoty był pod negatywnym wpływem wydarzeń w UE. Po odreagowaniu złotego do 3,94 po uchwaleniu pakietu UE i MFW dla krajów strefy euro przy aktywności BGK na rynku, kolejne tygodnie przyniosły ponowy wzrost awersji do ryzyka i słabszego złotego (ok. 4,20) po wprowadzeniu przez Niemcy zakazu krótkiej sprzedaży obligacji, CDS i wybranych akcji i wypowiedziach z Węgier o rzekomym fałszowaniu danych fiskalnych.
- Analiza techniczna nie wskazuje jednoznacznych sygnałów, w którą stronę może podążyć rynek. Kurs EURPLN od góry będzie ograniczać pasmo 4,18-4,20 z możliwą obecnością MinFin (przez BGK) powyżej tego pasma, a od dołu istotnym wsparciem pozostaje 4,08 (potem 4,04 i 4,00). W tą stronę może podążyć złoty po pokonaniu linii trendu wzrostowego. W dalszym umocnieniu złotemu może przeszkadzać powrót presji na euro.



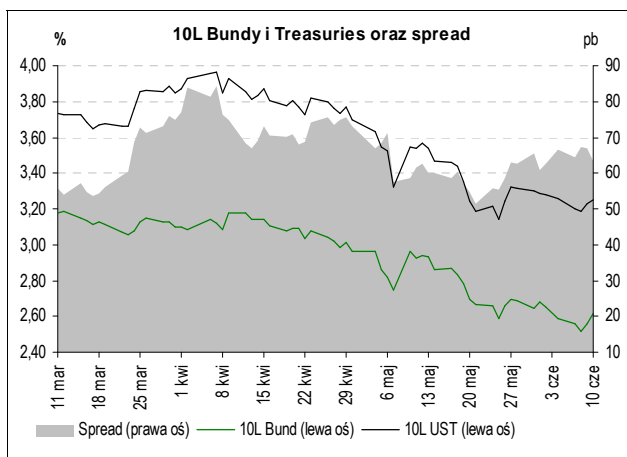
Znaczne osłabienie krajowych obligacji

- W ostatnim miesiącu doszło także do sporego osłabienia rynku długu. Rynek obligacji zachowywał się analogicznie do sytuacji na rynku walutowym. Od połowy maja kolejne tygodnie przebiegały pod znakiem wzrostu rentowności. Negatywnie na długi koniec mogły w pewien sposób wpłynąć negatywne wydarzenia w regionie oraz wypowiedzi premiera i ministra finansów o tym, że euro nie jest obecnie priorytetem. W ciągu miesiąca doszło do wypłaszczenia krzywej za sprawą większego wzrostu stóp na krótszym końcu krzywej. Nastąpił też wyraźny wzrost spreadu asset swap.
- Oczekujemy niewielkiego odreagowania na rynkach obligacji przy zakładanym lekkim umocnieniu złotego. Krajowe dane będą miały niewielkie znaczenie, choć w kierunku obniżenia stóp na krótszym końcu mogą działać dane o CPI (nasza prognoza i szacunek MinFin poniżej rynku) czy sprzedaży detalicznej. Istotne mogą być za to komentarze nowego prezesa NBP w sprawie polityki pieniężnej.



Silna wyprzedaż euro

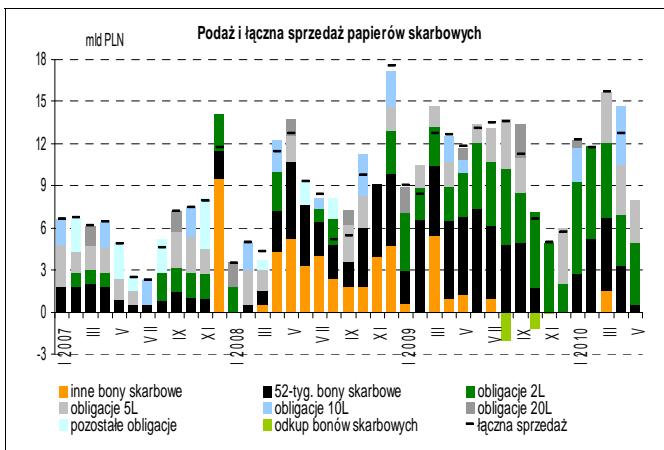
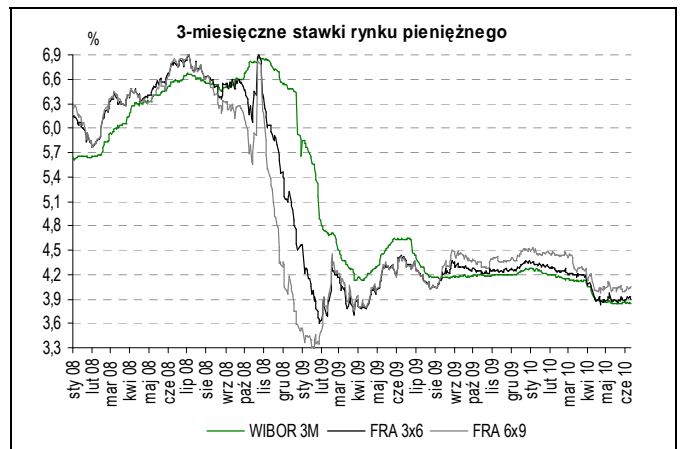
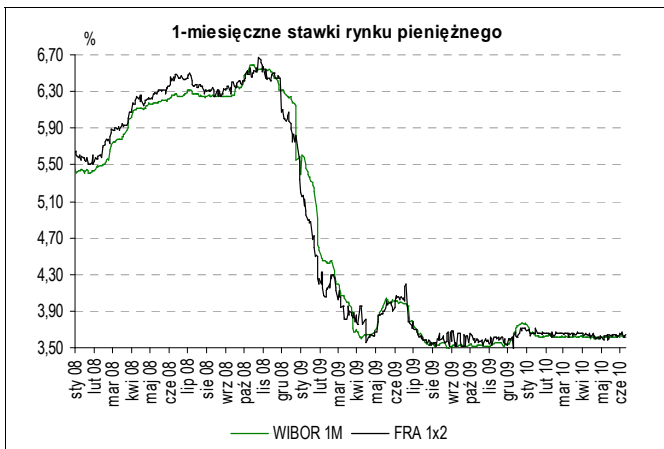
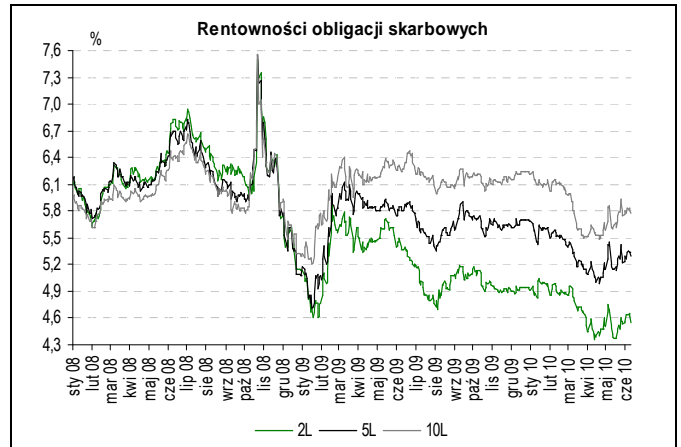
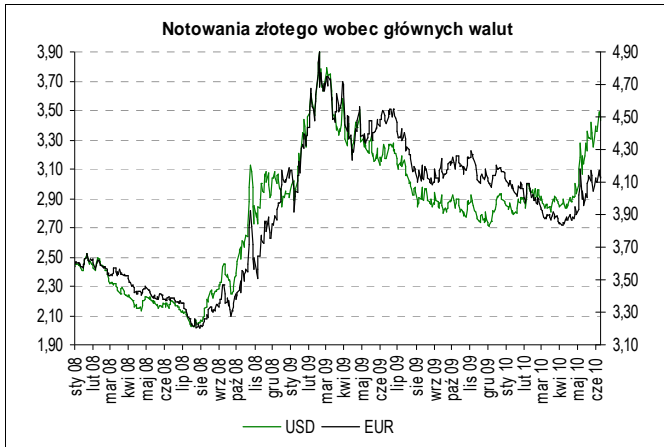
- Odreagowanie euro po przyjęciu pakietu stabilizacyjnego UE i MFW był przejściowe, a kurs EURUSD spadł do 1,22. Ponowny wzrost do 1,26 był tymczasową korektą, wywołaną przez spekulacje o interwencjach banków centralnych. Po uchwaleniu zakazu krótkiej sprzedaży przez Niemcy, wzrosło napięcie na Płw. Koreańskim, spekulacjach, że Chiny mogą ograniczyć zakup długu strefy euro ostrzeżeniach EBC o możliwych stratach banków i komentarzach o problemach Węgier kurs EURUSD spadł chwilowo poniżej 1,20.
- O ile nie dojdzie do znaczącej poprawy apetytu na ryzyko euro w dalszym ciągu będzie pod presją. Czynniki fundamentalne, które przyczyniły się do osłabienia euro nie znikną w ciągu miesiąca, jednak tempo deprecjacji euro może wyhamować, gdyby okazało się, że słabsze euro wspiera europejską gospodarkę. Techniczna dywergencja kursu EURUSD i MACD wspiera korektę euro w górę.



Rentowności niemieckich obligacji rekordowo niskie

- Szereg wydarzeń, które wpływały negatywnie na euro, apetyt na ryzyko i ceny akcji w ubiegłym miesiącu przyczynił się do znacznego umocnienia bazowych rynków długu (spadek rentowności o 25-30 pb). Po uchwaleniu pakietu stabilizacyjnego UE i MFW doszło do zawężenia spreadów między rentownościami obligacji krajów PIIGS i niemieckich Bundów, jednak umocnienie Bundów i Treasuries było kontynuowane. Rentowności niemieckich obligacji obniżyły się do rekordowo niskich poziomów.
- W związku z tym, że pojawiły się obawy, że tempo ożywienia gospodarczego w USA spowolni w II połowie roku perspektywa podwyżek stóp procentowych jest dość odległa (oczekujemy pierwszego ruchu w 2011 r.), co będzie hamować wzrost rentowności. W związku z zacieśnieniem fiskalnym w strefie euro polityka pieniężna pozostanie luźna także przez dłuższy czas (do 2011 r.), co również będzie hamować wzrost stóp rynkowych.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)		
Data przetargu	OFERTA	POPYT / SPRZEDAŻ
22.03.2010	52-tyg.: 700-1200; 39 tyg.: 1000-1500	2653/1150; 2862/1498
29.03.2010	52 tyg.: 700-1000	2637/1000
1.04.2010	52 tyg.: 700-1000	4409/760
12.04.2010	52 tyg.: 700-1000	4429/855
19.04.2010	52 tyg.: 700-800	3941/750
26.04.2010	52 tyg.: 400-500	2183/500
30.04.2010	odwołany	odwołany
10.05.2010	52 tyg.: 400-500	2632/500
17.05.2010	52 tyg.: 600-1000	1886/676
24.05.2010	52 tyg.: 600-1000	1518/794
7.06.2010	52 tyg.: 1100-1600	4096/1458
14.06.2010	52 tyg.: 800-1200	-
21.06.2010	52 tyg.: 600-1000	-

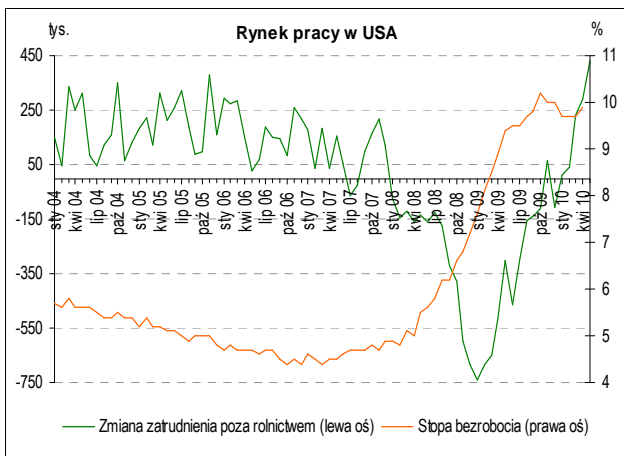
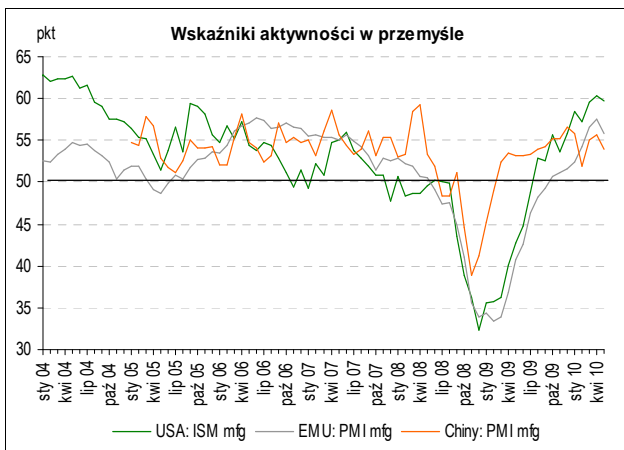
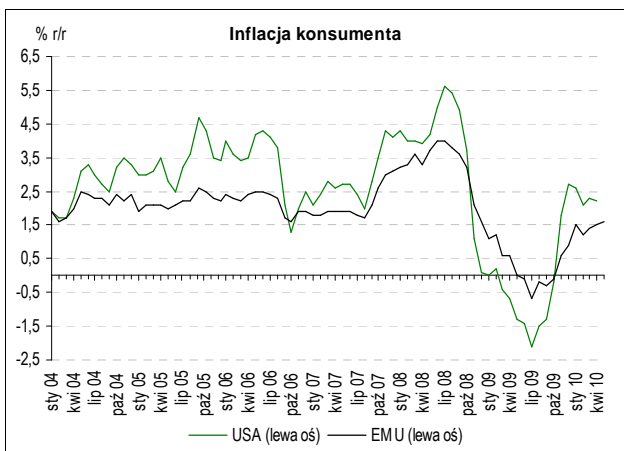
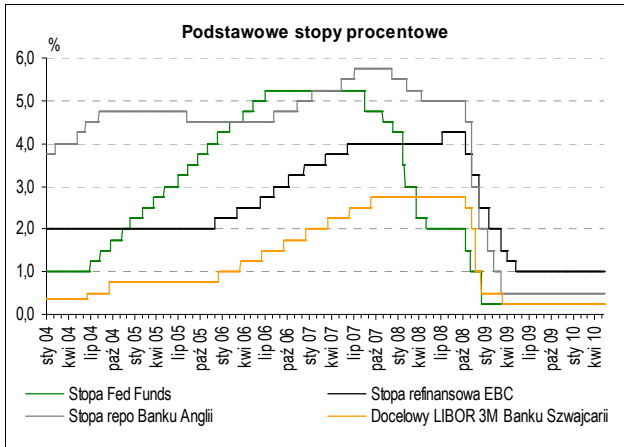
* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

Przetargi obligacji skarbowych w 2009/2010 r. (mln zł)											
miesiąc	I przetarg				II przetarg				Przetarg zamian		
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	sprzedaż
lipiec	1.07	OK0112	3000-4500	4006	15.07*	PS0414	1000-2000	-	8.07	PS0414/ DS1019	0/1982
sierpień	5.08*	OK0112	3900-5400	5402	12.08	PS0414	2000-3500	3500	-	-	-
wrzesień	2.09	OK0112	2500-3500	3500	9.09	PS0414	1000-2500	1109	23.09*	WS0922	1000-2400/2400
październik	7.10*	OK0112	3000-5400	5400	-	-	-	-	29.10	PS0413/PS0414/DS1019	1573/1753/1290
listopad	10.11	OK0712	3500-5000	5000	-	-	-	-	26.11	OK0712/P0414	1121/2243
grudzień	2.12	OK0712/PS041	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/IZ	-	-	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/IZ	-	-	23.06	-	-

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

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Przegląd międzynarodowy

**EBC kupuje obligacje krajów strefy euro**

Z opublikowanych w maju minutes Fed z kwietniowego posiedzenia wynika, że bank podniósł prognozę wzrostu PKB, choć nadal uważa, że spowolnienie będzie widoczne jeszcze przez jakiś czas, a presja inflacyjna będzie ograniczona. Większość członków FOMC była zdania, że nie należy się spieszyć ze sprzedażą przez bank aktywów powiązanych z kredytami hipotecznymi. Członkowie Fed byli dość zgodni w sprawie utrzymania stwierdzenia w komunikacie, że stopy pozostaną niskie przez dłuższy czas. W czerwcu prezes Fed B. Bernanke powiedział przed Izłą Reprezentantów, że umiarkowane ożywienie w gospodarce USA będzie kontynuowane mimo słabej sytuacji na rynku nieruchomości i wysokiego bezrobocia. Jego zdaniem długo zajmie odtworzenie 8,5 mln utraconych w ostatnich 2 latach miejsc pracy, a Fed będzie podejmował kroki wspierające ożywienie.

Zgodnie z oczekiwaniami EBC na poziomie 1%. Z konferencji po posiedzeniu EBC wynikało, że bank jeszcze przez długi czas nie będzie podwyższał stóp procentowych. Lekko wzrósł szacunek EBC dla PKB na 2010 r. do 1% r/r i obniżył się na 2011 r. do 1,2% r/r. Jednocześnie EBC oczekuje inflacji w latach 2011-2012 na poziomach 1,5% r/r i 1,6% r/r, co wskazuje, że stopy procentowe mogą pozostać na niskim poziomie przez długi okres w 2011 r. J.C. Trichet powiedział, że zakupy obligacji krajów strefy euro są tymczasowe nie stanowią ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej, gdyż są sterylizowane.

Dane o inflacji w USA pokazały spadek indeksu CPI w kwietniu o 0,1% m/m (+2,2% r/r) wobec oczekiwanego wzrostu o 0,1%. Inflacja bazowa po wykluczeniu cen energii i żywności pozostała bez zmian w ujęciu m/m (0,9% r/r) wobec oczekiwanego wzrostu o 0,1%.

Według wstępnych szacunków Eurostatu inflacja w strefie euro wyniosła w maju 1,6% r/r, zgodnie z oczekiwaniami rosnąc z 1,5% r/r w kwietniu.

Spowolnienie wzrostu aktywności w przemyśle

Indeks PMI dla przemysłu chińskiego spadł w maju do 53,9 pkt z 55,7 wobec oczekiwanego mniejszego spadku do 54,5 pkt.

PMI dla przemysłu strefy euro spadł w maju do 55,8 pkt poniżej wstępnego odczytu 55,9 (57,6 w kwietniu). Istotny z punktu widzenia polskiego eksportu PMI dla Niemiec obniżył się mniej niż oczekiwano z 61,5 do 58,4. PMI dla usług strefy euro wzrósł w maju do 56,2 pkt wobec 55,6 pkt w kwietniu (oczekiwano 56,0).

Sprzedaż detaliczna w strefie euro obniżyła się w kwietniu o 1,2% m/m po wzroście o 0,5% w marcu (analitycy przewidywali wzrost o 0,1% m/m). Indeks nastrojów w gospodarce strefy euro spadł niespodziewanie w maju do 98,4 pkt ze 100,6 pkt w kwietniu po korekcie, a oczekiwano stabilizacji.

Wskaźnik ISM aktywności w amerykańskim przemyśle spadł w maju do 59,7 pkt z 60,4 pkt i był powyżej oczekiwań na poziomie 59,0. Pomogły w tym głównie zamówienia eksportowe. Z kolei indeks ISM dla sektora usług pozostał w maju bez zmian i wyniósł 55,4 pkt (spodziewano się wzrostu do 55,6). Sprzedaż detaliczna w USA rozczarowała (spadek o 1,2% m/m wobec oczekiwań na wzrost o 0,2%).

PKB w strefie euro wzrósł w I kw. o 0,6% r/r (s.a.) (0,2% kw/kw) wobec oczekiwanych 0,5% r/r (0,2% kw/kw).

Dane z USA o PKB w I kw. zostały zrewidowane w dół do 3,0% z 3,2%, wobec oczekiwanej rewizji w górę do 3,4%.

W maju w gospodarce USA poza rolnictwem przybyło 431 tys. miejsc pracy wobec 290 tys. miesiąc wcześniej i oczekiwanego przez analityków wzrostu o 513 tys. W tym, 411 tys. przypadło na tymczasowe zatrudnienie w sektorze publicznym przy organizacji spisu powszechnego, a w sektorze prywatnym zatrudniono zaledwie 41 tys. osób, mniej niż oczekiwano. Stopa bezrobocia wyniosła w maju 9,7% wobec 9,9% w kwietniu poniżej oczekiwań na poziomie 9,8%, za sprawą spadku zasobów siły roboczej.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
14 czerwca <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> <i>PL: Podaż pieniądza (V)</i> <i>PL: Bilans płatniczy (IV)</i> EZ: Produkcja przemysłu (IV)	15 <i>PL: CPI (V)</i> DE: Indeks ZEW (VI) US: Ceny importu (V) US: Indeks NY Fed (V) US: Przepływy kapitałowe (IV) JP: Decyzja Banku Japonii	16 <i>PL: Przetarg obligacji</i> EZ: Finalny HICP (V) US: Pozwolenia na budowę (V) US: PPI (V) US: Produkcja przemysłu (V) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (V)	17 <i>PL: Płace i zatrudnienie (V)</i> CH: Decyzja SNB US: CPI (V) US: Wskaźniki wyprzedzające (V) US: Philadelphia Fed (VI)	18 <i>PL: Produkcja przemysłowa (V)</i> <i>PL: PPI (V)</i>
21 <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i>	22 <i>PL: Inflacja bazowa (V)</i> <i>PL: Wskaźniki koniunktury (VI)</i> DE: Indeks Ifo (VI) US: Sprzedaż domów (V) US: Indeks cen domów (IV)	23 <i>PL: Przetarg zamiany</i> EZ: Wstępny PMI - sektor przetwórczy (V) EZ: Wstępny PMI - sektor usług (V) US: Sprzedaż nowych domów (V) US: Posiedzenie Fed (VI)	24 <i>PL: Sprzedaż detaliczna (V)</i> <i>PL: Bezrobocie (V)</i> <i>PL: Minutes RPP (V)</i> US: Zamówienia na dobra trwałe (V)	25 US: Finalny PKB (I kw.) US: Finalny Michigan (VI)
28 <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> EZ: Podaż pieniądza (V) US: Bazowy PCE (V)	29 <i>PL: Spotkanie RPP</i> <i>PL: Bilans płatniczy (I kw.)</i> EZ: Indeks nastrojów gospodarczych (VI) US: Raport Case/Shiller (IV)	30 <i>PL: Spotkanie RPP – decyzja</i> EZ: Wstępny HICP (VI) US: Raport ADP (V) US: Chicago PMI (VI)	1 lipca <i>PL: PMI (VI)</i> EZ: PMI - sektor przetwórczy (VI) US: ISM - sektor przetwórczy (VI) US: Niezakończone transakcje sprzedaży domów (V)	2 EZ: PPI (V) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (VI) US: Stopa bezrobocia (VI) US: Zamówienia w przemyśle (VI)
5 <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> EZ: PMI - sektor usług (VI) EZ: Sprzedaż detaliczna (V)	6 <i>PL: Spotkanie RPP</i> US: ISM - sektor usług (VI)	7 <i>PL: Przetarg obligacji 2-letnich</i> EZ: Zrewidowany PKB (I kw.)	8 EZ: Spotkanie EBC – decyzja	9 US: Zapasy hurtowe (V)
12 <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i>	13 <i>PL: CPI (V)</i> <i>PL: Bilans płatniczy (V)</i> DE: Indeks ZEW (VII) US: Bilans handlowy (V)	14 <i>PL: Przetarg obligacji 5-letnich</i> <i>PL: Podaż pieniądza</i> EZ: Produkcja przemysłowa (V) EZ: Finalny HICP (VI) US: Ceny w imporcie (VI)	15 US: Indeks NY Fed (VII) US: PPI (VI) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (VII) US: Produkcja przemysłu (VI) US: Philadelphia Fed (VII)	16 US: CPI (VI) US: Przepływy kapitałowe (V) US: Wstępny Michigan (VII)

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	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
Bezrobocie	28	23	24	23	26	24	-	-	-	-	-	-
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31	-	-	29	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	15	12	12	13	17	16	13	11	-	-	-	-
Podaż pieniądza	14	12	12	14	14	14	14	13	-	-	-	-
Bilans NBP	7	5	5	7	7	7	7	6	-	-	-	-
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

		maj 09	cze 09	lip 09	sie 09	wrz 09	paź 09	lis 09	gru 09	sty 10	lut 10	mar 10	kwi 10	maj 10	cze 10
PMI	pkt.	42,5	43,0	46,5	48,2	48,2	48,8	52,4	52,4	51,0	52,4	52,5	52,5	52,2	52,8
Produkcja przemysłowa	% r/r	-5,2	-4,5	-4,4	0,1	-1,3	-1,3	9,9	7,4	8,5	9,2	12,5	9,9	8,9	9,4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	0,3	0,5	10,7	11,0	5,7	2,7	9,9	3,2	-15,3	-24,7	-10,9	-6,1	-4,6	-1,4
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	2,4	2,1	5,7	5,2	2,5	2,1	6,3	7,2	2,5	0,1	8,7	-1,6	2,2	4,1
Stopa bezrobocia	%	10,7	10,6	10,7	10,8	10,9	11,1	11,4	11,9	12,7	13,0	12,9	12,3	11,9	11,5
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	3,8	2,0	3,9	3,0	3,3	2,0	2,3	6,5	0,5	2,9	4,8	3,2	4,4	3,8
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-1,7	-1,9	-2,2	-2,2	-2,4	-2,4	-2,2	-1,8	-1,4	-1,1	-0,6	0,0	0,5	1,0
Eksport (w euro)	% r/r	-20,6	-21,3	-22,8	-20,6	-17,0	-10,8	1,0	12,4	11,9	20,1	24,1	22,3	22,2	21,9
Import (w euro)	% r/r	-30,7	-30,6	-29,3	-27,0	-26,8	-20,9	-11,0	-3,3	7,6	22,1	27,0	24,1	24,3	22,6
Bilans handlowy	mln EUR	-26	-279	-445	-420	59	-185	-288	-645	-205	-233	-514	-400	-200	-400
Rachunek bieżący	mln EUR	-405	-232	-776	-116	-250	-342	-1 433	-959	-754	155	-559	-670	-550	-600
Rachunek bieżący	% PKB	-3,5	-3,0	-3,0	-2,8	-2,3	-1,9	-1,9	-1,6	-1,6	-1,8	-2,0	-2,0	-2,1	-2,2
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-16,4	-16,7	-15,0	-15,6	-21,5	-24,0	-24,4	-23,8	-4,8	-16,7	-22,7	-27,0	-32,4	-36,9
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	68,9	70,0	63,2	65,8	90,3	101,1	102,6	100,0	9,3	32,1	43,5	51,8	62,0	70,6
Inflacja (CPI)	% r/r	3,6	3,5	3,6	3,7	3,4	3,1	3,3	3,5	3,5	2,9	2,6	2,4	2,3	2,2
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,8	2,7	2,9	2,9	2,9	2,9	2,8	2,6	2,4	2,2	2,0	1,9	1,7	1,6
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,7	4,1	2,8	2,2	1,6	2,0	1,9	2,1	0,2	-2,4	-2,6	-0,5	1,5	0,3
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	14,2	14,4	11,9	9,0	9,6	11,9	8,0	8,1	6,3	5,1	5,5	6,0	6,1	5,7
Zobowiązania	% r/r	15,7	15,9	13,0	10,7	10,9	13,5	10,3	9,8	7,5	6,8	6,2	6,9	7,2	6,7
Należności	% r/r	29,3	26,8	23,3	19,8	18,6	14,9	13,4	8,6	5,4	3,0	2,2	3,8	5,0	5,1
USD/PLN	PLN	3,23	3,22	3,05	2,90	2,86	2,85	2,79	2,83	2,85	2,93	2,87	2,89	3,24	3,36
EUR/PLN	PLN	4,41	4,51	4,30	4,13	4,16	4,21	4,17	4,14	4,07	4,01	3,89	3,87	4,06	4,07
Stopa referencyjna ^b	%	3,75	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	%	5,25	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	%	4,52	4,60	4,26	4,16	4,18	4,18	4,19	4,23	4,24	4,17	4,13	3,92	3,85	3,85
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,91	4,73	4,43	4,23	4,33	4,35	4,26	4,25	4,01	3,90	3,92	3,84	3,71	3,80
Rentowność obligacji 2L	%	5,60	5,34	4,93	4,92	5,10	5,03	4,92	4,92	4,95	4,90	4,76	4,47	4,52	4,55
Rentowność obligacji 5L	%	5,85	5,83	5,55	5,53	5,74	5,65	5,64	5,67	5,58	5,51	5,27	5,10	5,26	5,25
Rentowność obligacji 10L	%	6,30	6,34	6,19	6,08	6,18	6,15	6,14	6,21	6,12	6,09	5,71	5,56	5,74	5,75

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK;

^a nominalnie; ^b wartość na koniec okresu;

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2007	2008	2009	2010	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
PKB	mld PLN	1 176,7	1 272,8	1 342,6	1 414,5	313,7	327,0	331,9	371,4	327,4	342,5	349,8	394,8
PKB	% r/r	6,8	5,1	1,8	3,2	0,7	1,1	1,8	3,3	3,0	2,8	3,4	3,7
Popyt krajowy	% r/r	8,7	5,6	-1,0	3,5	-1,6	-2,3	-1,3	0,9	2,2	3,1	3,8	4,7
Spożycie indywidualne	% r/r	4,9	5,7	2,3	2,3	3,3	1,6	2,3	1,7	2,2	2,0	2,5	2,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	17,6	9,6	-0,8	1,8	-0,8	-3,3	-1,4	1,1	-12,4	0,0	6,0	6,5
Produkcja przemysłowa	% r/r	10,7	3,6	-3,2	8,4	-10,0	-6,7	-1,3	5,5	9,4	9,4	8,5	5,8
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	16,4	10,0	4,6	2,2	3,1	0,5	9,0	4,8	-16,7	-3,9	6,2	12,8
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	7,6	5,0	2,7	2,7	1,0	1,0	3,6	4,7	0,3	-0,8	3,3	6,9
Stopa bezrobocia ^a	%	11,2	9,5	11,9	11,5	11,1	10,6	10,9	11,9	12,9	11,5	11,1	11,5
Place realne brutto w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	6,8	6,1	1,1	1,3	3,2	0,2	0,5	0,5	-0,2	0,9	1,6	2,7
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	4,6	4,8	-1,2	0,6	0,1	-1,0	-1,8	-2,0	-1,3	0,5	1,4	1,9
Eksport (w euro)	% r/r	13,4	14,2	-17,1	16,2	-22,2	-23,8	-20,1	0,1	18,6	22,1	15,0	10,0
Import (w euro)	% r/r	19,5	17,2	-25,4	18,5	-28,2	-32,2	-27,8	-12,1	18,9	23,6	17,0	15,0
Bilans handlowy	mln EUR	-12 369	-17 724	-3 183	-6 039	-744	-513	-812	-1 114	-952	-1 000	-1 460	-2 627
Rachunek bieżący	mln EUR	-14 696	-18 302	-5 005	-6 915	-30	-1 088	-1 159	-2 728	-1 158	-1 820	-1 560	-2 377
Rachunek bieżący	% PKB	-4,7	-5,1	-1,6	-1,9	-4,0	-3,0	-2,2	-1,6	-1,9	-2,0	-2,1	-1,9
Wynik general government	% PKB	-1,9	-3,7	-7,1	-6,7	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2,5	4,2	3,5	2,5	3,3	3,7	3,5	3,3	3,0	2,3	2,2	2,6
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	4,0	3,3	3,5	2,7	3,6	3,5	3,4	3,5	2,6	2,2	2,4	2,7
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	1,0	2,3	2,7	1,8	2,3	2,7	2,9	2,8	2,2	1,7	1,6	1,8
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,0	2,2	3,3	0,6	4,9	4,2	2,2	2,0	-1,6	0,5	2,0	1,7
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	13,4	18,6	8,1	6,2	17,5	14,4	9,6	8,1	5,5	5,7	6,6	6,2
Zobowiązania ^a	% r/r	14,5	20,6	9,8	6,1	19,4	15,9	10,9	9,8	6,2	6,7	6,8	6,1
Należności ^a	% r/r	29,9	36,0	8,6	8,2	34,5	26,8	18,6	8,6	2,2	5,1	6,9	8,2
USD/PLN	PLN	2,77	2,41	3,12	3,09	3,45	3,27	2,94	2,83	2,88	3,16	3,24	3,12
EUR/PLN	PLN	3,78	3,52	4,33	3,94	4,50	4,45	4,20	4,17	3,99	4,00	3,96	3,81
Stopa referencyjna ^a	%	5,00	5,00	3,50	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,75
Stopa lombardowa ^a	%	6,50	6,50	5,00	5,25	5,25	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,25
WIBOR 3M	%	4,73	6,36	4,42	3,98	4,83	4,44	4,20	4,20	4,18	3,88	3,85	4,03
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,69	6,26	4,54	3,98	4,75	4,81	4,33	4,29	3,94	3,78	4,00	4,20
Rentowność obligacji 2L	%	5,23	6,22	5,17	4,67	5,26	5,46	4,98	4,96	4,87	4,51	4,50	4,80
Rentowność obligacji 5L	%	5,52	6,15	5,65	5,30	5,50	5,85	5,61	5,66	5,46	5,20	5,20	5,35
Rentowność obligacji 10L	%	5,56	6,06	6,11	5,75	5,86	6,27	6,15	6,17	5,97	5,68	5,65	5,70

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK ;

^a wartość na koniec okresu;

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 11.06.2010 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

Cezary Chrapek 022 586 83 42

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