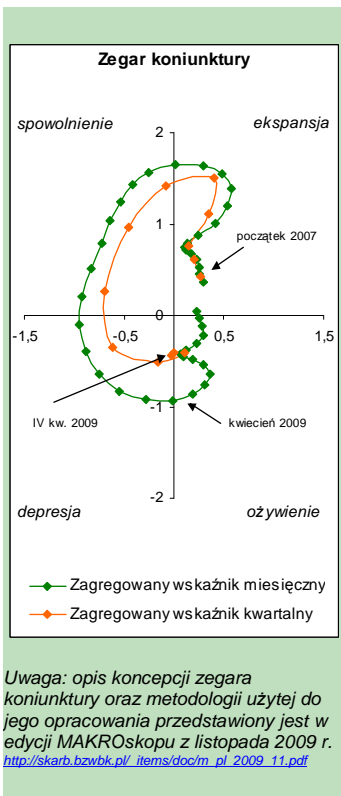


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Lipiec-Sierpień 2010



Przed nami gorące lato

▪ **Podobnie jak w ubiegłym roku, niniejszy MAKROskop jest dwumiesięcznikiem.** Nie łudzimy się co prawda, że okres wakacyjny upłynie w spokoju na rynkach finansowych. Wprost przeciwnie, lato zapowiada się raczej gorące i zapewne wysoka zmienność będzie kontynuowana. Nie zabraknie wydarzeń w kraju i za granicą (jak chociażby planowana wielkość polskiego deficytu budżetowego czy publikacja wyników stress-testów dla europejskiego sektora bankowego), do których odniesiemy się w raporcie na początku września. Wtedy również, po publikacji danych o PKB za drugi kwartał, dokonamy ewentualnych rewizji prognoz na dalszą część roku. Czytelników zainteresowanych naszymi częstszymi komentarzami ekonomicznymi i rynkowymi odsyłamy do raportów tygodniowych i dziennych.

▪ **Dane ekonomiczne opublikowane w ostatnich tygodniach były optymistyczne jeśli chodzi ożywienie w polskiej gospodarce.** Produkcja przemysłowa wzrosła o 14%, produkcja w budownictwie wyraźnie zaczęła odrabiać straty z początku roku, powstają kolejne miejsca pracy, wzrost płac i sprzedaży detalicznej był powyżej oczekiwań. Do tego dochodzi szybki wzrost eksportu i importu oraz wyraźne odbicie wskaźnika wyprzedzającego PMI w czerwcu. Taki obraz sugeruje, że w drugim kwartale tempo wzrostu gospodarczego utrzymało się na podobnym poziomie jak w pierwszych trzech miesiącach roku oraz utwierdza nas w przekonaniu, że w całym roku gospodarka wzrośnie o ponad 3%. Nasz miesięczny zegar koniunktury wszedł nawet w fazę ekspansji. Mimo to, ze względu na znaczące ryzyka związane z możliwym osłabieniem aktywności ekonomicznej w strefie euro, nasz optymizm na 2011 pozostaje umiarkowany (wzrost PKB 3,5%). Szczególnie, że głównym czynnikiem stojącym za ożywieniem w przemyśle jest znaczący wzrost zamówień eksportowych.

▪ **Wakacyjną przerwę robi sobie Rada Polityki Pieniężnej, która na lipiec nie zaplanowała nawet swojego decyzyjnego spotkania.** Pierwsze spotkanie Rady pod przewodnictwem nowego Prezesa przyniosło likwidację nieformalnego nastawienia w polityce pieniężnej i zaostrzenie tonu jeśli chodzi o wydźwięk komunikatu - wraz z ożywieniem gospodarczym i zawirowaniami na rynkach finansowych (słabszy złoty) pojawia się szereg ryzyk dla inflacji w średnim terminie. Tym samym Rada utwierdziła nas w oczekiwaniu rozpoczęcia podwyżek stóp procentowych w dalszej części roku.

▪ **Jeśli chodzi o politykę fiskalną, to wciąż nie znamy wielkości deficytu budżetowego na przyszły rok.** Założenia makroekonomiczne Ministerstwa Finansów są mniej więcej zbliżone z naszymi prognozami, jednak trudno ocenić czy zaproponowana skala zacieśnienia fiskalnego dla całego sektora będzie większa niż w aktualizacji programu konwergencji (5,9% PKB w 2011 wobec 6,9% w 2010, przy założeniu szybszego wzrostu gospodarczego). Naszym zdaniem, nawet biorąc pod uwagę wybór Bronisława Komorowskiego na prezydenta kraju, trudno jest liczyć na głębokie reformy fiskalne w najbliższym czasie, ze względu na zbliżające się wybory samorządowe (jesień) i parlamentarne (2011).

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

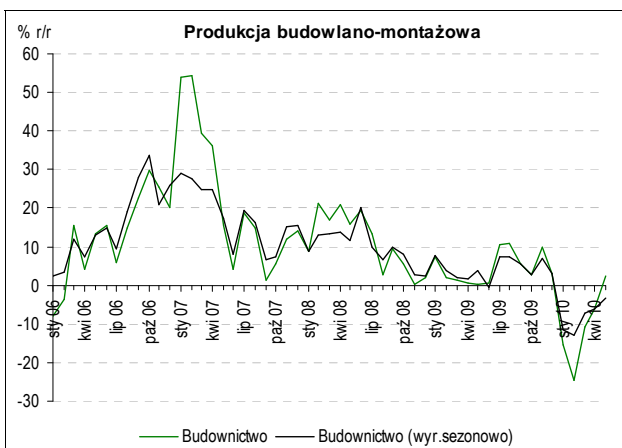
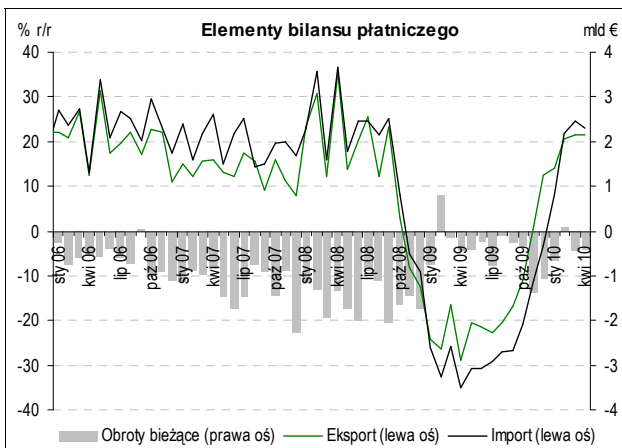
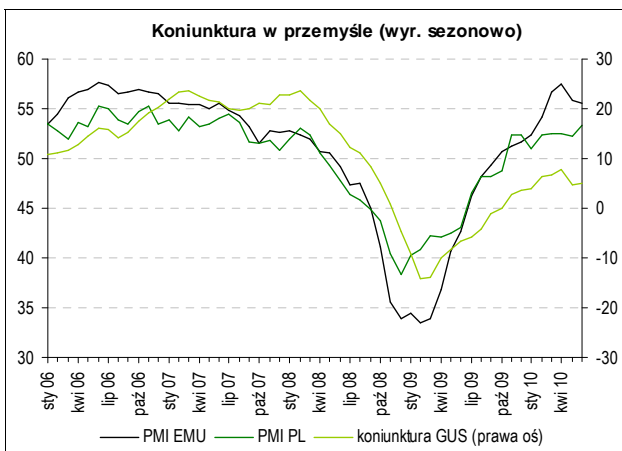
Email: ekonomia@bzwbk.pl

Na rynku finansowym 30 czerwca 2010 r.:

| | | | | | |
|------------------------|------|--|------|--------|--------|
| Stopa depozytowa NBP | 2,00 | WIBOR 3M | 3,87 | USDPLN | 3,3946 |
| Stopa referencyjna NBP | 3,50 | Rentowność obligacji skarbowych 2 lata | 4,81 | EURPLN | 4,1458 |
| Stopa lombardowa NBP | 5,00 | Rentowność obligacji skarbowych 5 lat | 5,38 | EURUSD | 1,2213 |

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 08.07.2010 r.

Gospodarka Polski

**Świetnie w przemyśle w maju, i zapewne też w czerwcu**

- Produkcja przemysłowa wzrosła w maju o 14% r/r, co było wynikiem znacznie powyżej prognoz (konsensus rynkowy 8,4% r/r, nasza prognoza 8,9% r/r). Po wyeliminowaniu czynników o charakterze sezonowym wzrost produkcji wyniósł 10,9% r/r, co było najlepszym wynikiem od stycznia br. i drugim najlepszym od stycznia 2008.
- Wzrost produkcji nastąpił w 25 z 34 działów, w tym, podobnie jak w poprzednich miesiącach, przede wszystkim w tych zorientowanych na eksport. Popyt zagraniczny pozostaje głównym motorem napędowym polskiego przemysłu i ogólnie wzrostu gospodarczego, w czym pomaga poprawa koniunktury u naszych głównych partnerów handlowych (Niemcy) i powstrzymanie aprecjacji złotego.
- Wygląda na to, że również w czerwcu produkcja przemysłowa wzrośnie wyraźnie. Wskaźnik wyprzedzający PMI dla polskiego przemysłu pokazał bowiem wzrost przekraczający najbardziej optymistyczne prognozy na rynku. PMI wyniósł 53,3 w porównaniu z naszą prognozą 52,6, która była powyżej rynkowego konsensusu (52,3). Na uwagę zwraca fakt, że wzrost PMI był głównie wynikiem wzrostu zamówień (tempo wzrostu powyżej średniej długoterminowej), szczególnie w przypadku zamówień eksportowych (najszybszy wzrost od grudnia 2005).
- Według badania PMI tempo wzrostu produkcji było w czerwcu najszybsze od 3 miesięcy i ponownie nastąpił wzrost zdolności produkcyjnych. Wspiera to nasze prognozy, według których dynamika produkcji w czerwcu, po skorygowaniu o czynniki sezonowe, była najwyższa w tym roku. Przed publikacją PMI nasza prognoza produkcji na czerwiec (niewyrównana sezonowo) wynosiła 11,3% (nieco powyżej konsensusu rynkowego). Przeliczenie modelu produkcji po danych PMI sugeruje, że może to być niemal 12%.

Wciąż znaczący wzrost zagranicznych obrotów handlowych

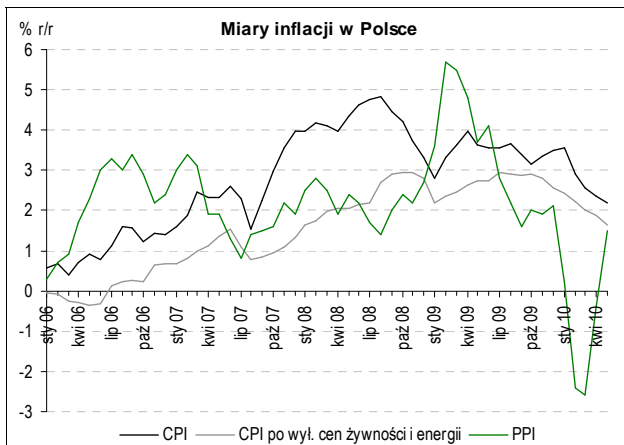
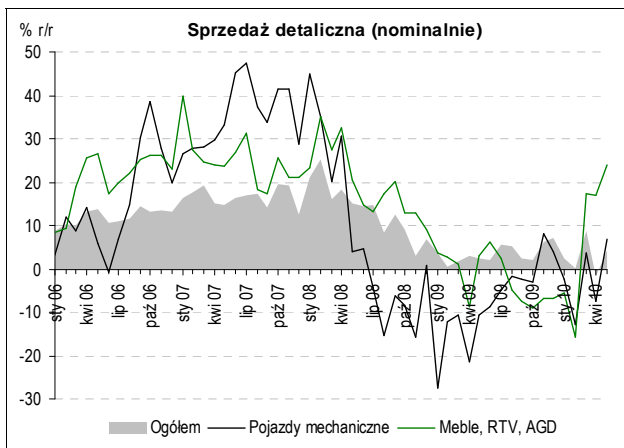
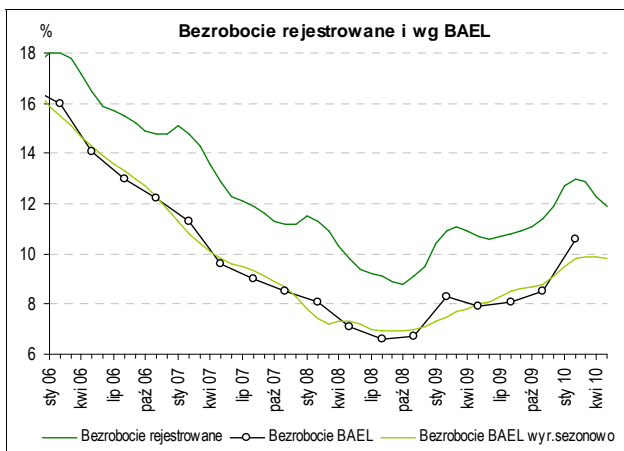
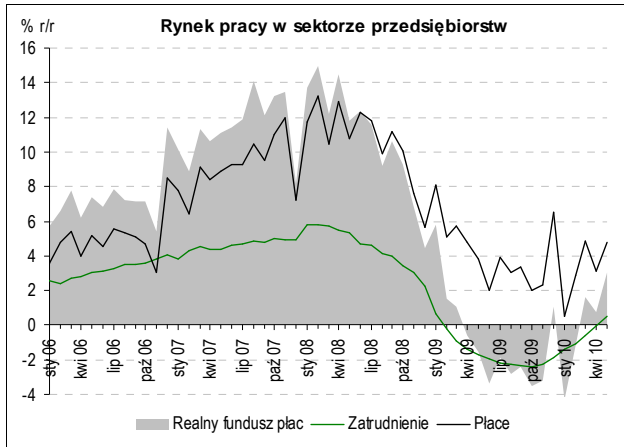
- Zgodnie z naszymi prognozami, w kwietniu odnotowano bardzo szybki wzrost eksportu i importu – w ujęciu euro odpowiednio 21,5% i 23% r/r. Wart uwagi jest fakt, że obroty handlowe w przeliczeniu na polską walutę przyspieszają w ostatnich dwóch miesiącach – w kwietniu wzrost eksportu i importu wyniósł odpowiednio 6,5% i 7,7% r/r. Potwierdza to ożywienie popytu zarówno zagranicznego jak i krajowego.
- Deficyt obrotów bieżących wyniósł 424 mln €. Deficyt handlowy wyniósł niecałe 370 mln €, bilans usług i transferów był mniej więcej zgodny z oczekiwaniami. Natomiast zaskoczeniem powodującym, że deficyt obrotów bieżących był poniżej oczekiwań, był mniejszy deficyt dochodów.
- Prognozujemy, że w danych za maj zobaczymy nadwyżkę obrotów bieżących ze względu na duże transfery unijne.

Coraz lepiej w budownictwie

- Produkcja budowlano-montażowa również zaskoczyła na plus i zanotowała w maju wzrost o 2,3% r/r, po czterech miesiącach wyraźnych spadków, których źródłem były bardzo złe warunki atmosferyczne na początku roku.
- Po wyeliminowaniu czynników sezonowych wzrost wyniósł 3,4% r/r. Dane sugerują, że firmy kontynuują nadrabianie wcześniejszych zaległości, a negatywny wpływ warunków atmosferycznych w maju (ulewne deszcze, powódź) nie był na tyle istotny aby powstrzymać ten proces.
- W dalszej części roku odbudowa strat powodziowych może dodatkowo wspierać wyniki produkcji budowlano-montażowej, co jednocześnie będzie stało za znaczącym przyspieszeniem tempa wzrostu inwestycji (po wyraźnym spadku w pierwszym kwartale).

Źródło: GUS, NBP, Reuters, obliczenia własne

Gospodarka Polski



Dalsza poprawa na rynku pracy...

- Dane z rynku pracy w maju okazały się bardzo zbliżone do naszych oczekiwań. Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w maju o 0,2% m/m (trzeci miesiąc z rządu, co pozwala mówić o początku bardziej trwałego trendu), przekładając się na poprawę rocznej dynamiki z 0,0% w kwietniu do 0,5%, co jest pierwszym wzrostem w ujęciu rocznym od stycznia 2009 r. Jednocześnie roczny wzrost płac przyspieszył do 4,8% z 3,2% z kwietniu.
- Potwierdziło to, że zaskakująco wyraźne spowolnienie wzrostu płac w kwietniu było przejściowe i nie było miarodajne dla oceny siły wzrostowego trendu dynamiki płac. Poprawa dynamiki zatrudnienia i płac przełożyła się na przyspieszenie wzrostu funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw, stanowiącego istotny składnik łącznych dochodów gospodarstw domowych.
- Stopa bezrobocia na koniec maja wyniosła zgodnie z naszą prognozą 11,9%. Zanotowany wynik potwierdza, że szczyt stopy bezrobocia w obecnym cyklu koniunkturalnym mamy już za sobą. Co prawda w ujęciu rocznym nadal obserwujemy wzrost stopy bezrobocia i liczby bezrobotnych, ale z każdym miesiącem jest on coraz mniejszy.
- Przewidujemy, że pod koniec roku roczna dynamika stopy bezrobocia przejdzie do wartości ujemnych i na koniec grudnia stopa bezrobocia rejestrowanego osiągnie ok. 11,5% wobec 11,9% na koniec 2009 r. Na kontynuację pozytywnych tendencji na rynku pracy wskazują szczegółowe statystyki dotyczące bezrobocia rejestrowanego. Liczba bezrobotnych nowo zarejestrowanych była mniejsza niż przed rokiem. Jednocześnie, z urzędów pracy zostało wyrejestrowanych więcej osób niż w analogicznym okresie 2009 r.

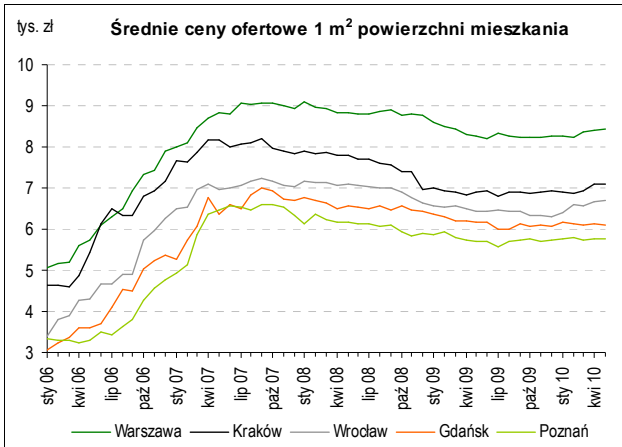
... wspiera perspektywy popytu konsumpcyjnego

- Również dane o sprzedaży detalicznej za maj okazały się lepsze od oczekiwań. Roczna dynamika nominalna poprawiła się do 4,3% z -1,6% w kwietniu wobec średniego wzrostu o 3,8% w I kw. br. W ujęciu realnym roczny wzrost sprzedaży wyniósł w maju 2,0% po spadku o 4% w kwietniu i średnim wzroście o 0,6% w I kw. br.
- Co ważne, poprawa dynamiki sprzedaży detalicznej nastąpiła we wszystkich kategoriach, sugerując, że ożywienie popytu konsumpcyjnego następuje na szeroko zakrojonej skali.
- Obserwowana poprawa oraz oczekiwany przez nas dalszy pozytywny rozwój sytuacji na rynku pracy pozytywnie świadczy o perspektywach popytu konsumpcyjnego. Prognozujemy, że po przejściowym spowolnieniu do ok. 2% r/r, w II połowie roku wzrost spożycia indywidualnego przyspieszy do ok. 2,5%.

Inflacja póki co w trendzie spadkowym

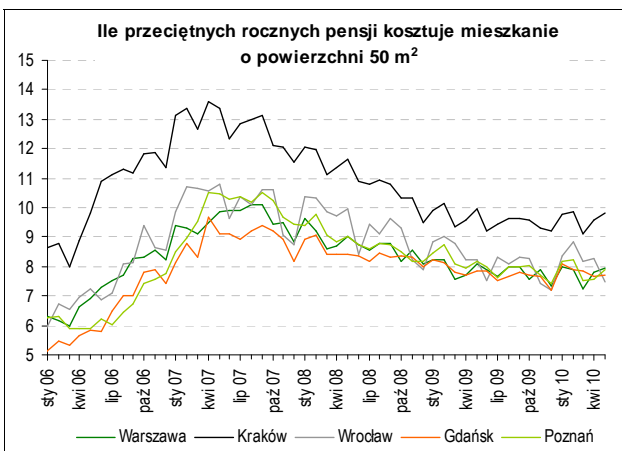
- Inflacja CPI wyniosła w maju 2,2% (spadek z 2,4% w kwietniu), czyli była dokładnie pomiędzy prognozami Ministerstwa Finansów (2,1%) i naszą (2,3%). Mediana oczekiwań rynkowych była na poziomie 2,4%. CPI po wyłączeniu cen żywności i energii spadła w maju do 1,6% z 1,9%.
- W efekcie powodzi niewiadomą pozostają ceny żywności i ewentualna skala ich spadku w miesiącach letnich. Według prognozy Ministerstwa Finansów inflacja w czerwcu spadła do 2,1% (ceny żywności bez zmian), co jest zgodne z naszą prognozą i konsensusem. W ujęciu miesięcznym ministerstwo prognozuje wzrost CPI o 0,2%, a nasza prognoza to 0,1%.
- W kolejnych miesiącach możliwy jest jej spadek poniżej 2%, po czym wciąż zakładamy wzrost do ok. 2,5% na koniec roku.

Rynek nieruchomości



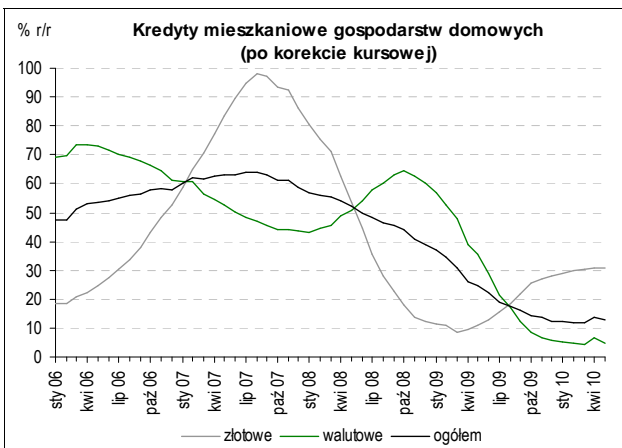
Trwa stabilizacja cen mieszkań

- Ceny ofertowe mieszkań na rynku wtórnym ulegają w ostatnich miesiącach niewielkim zmianom. W maju w części miast nastąpiły lekkie wzrosty, w innych miejscowościach ceny pozostały stabilne lub lekko spadły. Raporty z różnych źródeł dają niejednoznaczne wnioski.
- W okresie wakacyjnym ruch na rynku mieszkaniowym jest zazwyczaj mniejszy, a ceny bardziej stabilne. Dlatego w najbliższych kilku miesiącach analitycy nie spodziewają się wyraźnej zmiany sytuacji.
- Ceny ofertowe nadal są wyraźnie wyższe od cen, po jakich klienci są skłonni dokonywać zakupów. Nadal jednak widoczny jest opór sprzedających przed obniżaniem ofert cenowych.
- Ceny najmu mieszkań w głównych miastach nadal pozostają pod presją dość dużej podaży wolnych lokali.



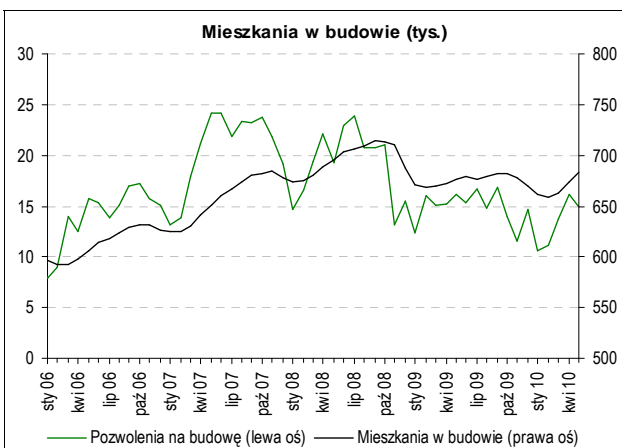
Poprawa na rynku pracy sprzyja wzrostowi popytu

- Coraz wyraźniejsza poprawa sytuacji na rynku pracy i dynamiki dochodów gospodarstw domowych powoduje, że ceny mieszkań stają się stopniowo coraz bardziej przystępne dla przeciętnego kupującego. Tempo tego procesu jest nadal stosunkowo powolne, ale powinno przyspieszyć w drugim półroczu, wraz z wyraźniejszym ożywieniem na rynku pracy.
- Rosnąca dostępność mieszkań wynika również z poprawiającej się oferty kredytów mieszkaniowych.
- W maju średnia cena 50-metrowego mieszkania w Warszawie odpowiadała równowartości niemal 8 rocznych przeciętnych pensji (ok. 2% mniej niż przed rokiem). Skorzystanie z kredytu w złotych pozwalało za to przeciętnemu Warszawiakowi kupić mieszkanie o powierzchni ok. 53 m², niemal o 10% większe niż przed rokiem.



Dalsze łagodzenie warunków kredytów przez banki

- W maju i czerwcu banki kontynuowały uatrakcyjnianie oferty kredytów mieszkaniowych. W efekcie promocyjnej polityki banków, a także w obawie o to, że od sierpnia warunki kredytowania mogą się pogorszyć (po wejściu w życie zaleceń rekomendacji T, zakazujących m.in. udzielania kredytów walutowych na 100% wartości nieruchomości), wzrosło zainteresowanie klientów kredytami.
- Dostępne dane NBP nt. kredytów mieszkaniowych wskazują na stopniowy wzrost popytu – wg naszych szacunków wzrost kredytów mieszkaniowych po wyeliminowaniu zmian kursowych wyniósł w maju. 2,4 mld zł. Jednak według nieoficjalnych szacunków w czerwcu nastąpił znaczny wzrost sprzedaży kredytów mieszkaniowych (ok. 4 mld zł).



Podaż się rozkręca

- Dane GUS potwierdzają stopniowe ożywienie po stronie podaży na rynku mieszkaniowym, które było sygnalizowane od pewnego czasu przez deweloperów. Rośnie liczba rozpoczętych inwestycji mieszkaniowych oraz liczba mieszkań w budowie. Po wyraźnym zastoju w pierwszym kwartale odbiły się od dna nowe pozwolenia na budowę.
- Ekspertzy zwracają uwagę na to, że spora część firm deweloperskich nadal dysponuje zapasem projektów inwestycyjnych z ważnymi pozwoleniami na budowę, co pozwoli płynnie zwiększać podaż nowych inwestycji na rynku pierwotnym wraz ze wzrostem zainteresowania klientów. Będzie to czynnik ograniczający potencjał wzrostowy cen nieruchomości w najbliższym czasie.

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

Pod lupą: Bank centralny

Fragmety czerwcowego komunikatu RPP

W gospodarce światowej pojawiają się kolejne sygnały ożywienia. Utrzymuje się jednak istotne zróżnicowanie tempa wzrostu gospodarczego między poszczególnymi regionami.

Niekorzystnie na krótkookresowe perspektywy wzrostu gospodarczego strefy euro oddziałuje niepewność co do tempa ograniczania nierównowagi finansów publicznych w tym regionie, w tym niepewność dotycząca kryzysu fiskalnego w Grecji. Jednocześnie w największych gospodarkach wschodzących utrzymuje się szybki wzrost gospodarczy. Związane z tym ryzyko silnego pogłębienia się nierównowagi gospodarczej w wyniku boomu prowadzi do stopniowego zaostrzenia polityki makroekonomicznej w tych krajach.

Utrzymują się zaburzenia na międzynarodowych rynkach finansowych związane z niepewnością odnośnie do ograniczania nierównowagi fiskalnej w części krajów strefy euro. Skala tych zaburzeń zmniejszyła się jednak w ostatnim okresie, co przyczyniło się do wyhamowania spadku cen części aktywów finansowych.

Dane dotyczące polskiej gospodarki wskazują na stabilizację tempa wzrostu gospodarczego. Utrzymuje się wyraźny wzrost produkcji przemysłowej. Wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw (po raz pierwszy od stycznia 2009 r. także w ujęciu rocznym) oraz (po usunięciu czynników sezonowych) w maju br. sygnalizują stopniową poprawę sytuacji na rynku pracy. Aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw jest nadal ograniczona i w najbliższych kwartałach najprawdopodobniej taka pozostanie, zwłaszcza, że wykorzystanie mocy produkcyjnych w przedsiębiorstwach, mimo wzrostu, jest wciąż niskie.

W kierunku dalszego spadku inflacji w najbliższym okresie oddziaływać będą ujemne efekty bazy związane z silnym wzrostem cen wyrobów akcyzowych i cen żywności w 2009 r.

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

Ważnym uwarunkowaniem polityki pieniężnej jest sytuacja finansów publicznych, zwłaszcza w obliczu zmiany nastawienia w wielu krajach Europy wobec wysokości deficytów budżetowych i rosnącego długu publicznego. Podjęcie zdecydowanych działań mających na celu trwałe zmniejszenie deficytu sektora finansów publicznych i zahamowanie narastania długu publicznego jest niezbędne dla stabilności makroekonomicznej oraz umożliwi spełnienie kryteriów niezbędnych dla przyjęcia euro.

Jastrzębio, choć bez nastawienia

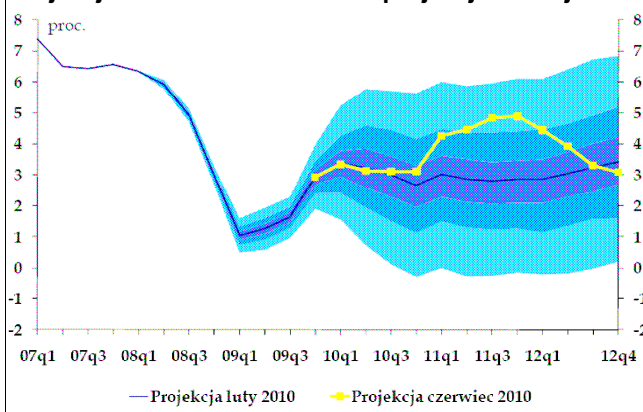
Na pierwszym posiedzeniu decyzyjnym po nominacji nowego prezesa NBP prof. Marka Belki, Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawiła główne stopy procentowe bez zmian. Stopa referencyjna wynosi wciąż 3,5%.

Wraz z nadejściem nowego prezesa NBP nastąpiła jednak zmiana w komunikacji z rynkiem. Dość niespodziewanie z komunikatu zniknęło zdanie o bilansie ryzyk dla inflacji, traktowane jako nieformalne „nastawienie” polityki pieniężnej. Z treści komunikatu RPP zniknęły również obecne wcześniej stwierdzenia o tym, że presję inflacyjną ograniczać mogą czynniki ekonomiczne: niska presja popytowa i umiarkowane tempo wzrostu kosztów pracy (pozostały jedynie efekty bazy). Marek Belka zwrócił za to uwagę, że Rada dyskutowała nt. czynników, które mogą wzmacniać presję inflacyjną, co „wskazuje kierunek zainteresowania” RPP.

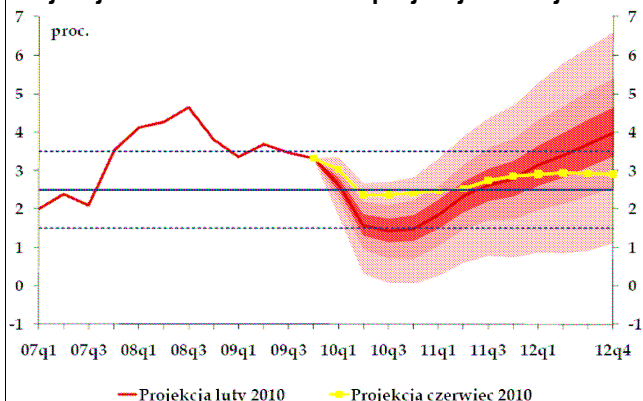
W sumie, zarówno wymowa komunikatu RPP w czerwcu, jak i wypowiedzi prezesa NBP miały wyraźnie bardziej jastrzębi ton niż na posiedzeniu majowym. Mimo tego na rynku długu nie było istotnej reakcji. Naszym zdaniem słusznie, ponieważ wzrost oczekiwań rynkowych na podwyżki stóp nastąpił już wcześniej (po wypowiedziach członków Rady – szczegóły na następnej stronie). Czerwcowe posiedzenie potwierdziło, że Rada będzie gotowa na rozpoczęcie cyklu podwyżek, kiedy pojawią się wyraźne ryzyka dla inflacji w średnim terminie, związane na przykład z ożywieniem gospodarczym i zawirowaniami na rynkach finansowych (słabszy złoty). W naszej ocenie sytuacja taka nastąpi dopiero w IV kwartale tego roku.

Marek Belka powiedział, że wyniki projekcji nie niepokoją bardzo RPP i nie można ich fetyszycować.

Projekcja czerwcową PKB na tle projekcji lutowej



Projekcja czerwcową CPI na tle projekcji lutowej



Spore zmiany w projekcji PKB i CPI

Projekcje NBP pokazały wyższą niż w raporcie lutymy ścieżkę PKB. Według NBP nastąpi zdecydowane przyspieszenie wzrostu gospodarczego w 2011 r. – centralna ścieżka zakłada wzrost PKB na poziomie 4,6%, co wynika z kumulacji inwestycji przed ME 2012 oraz wyższego wzrostu spożycia indywidualnego. Zakładane jest następnie wyraźne spowolnienie w 2012 zarówno inwestycji (z 8,3% w 2011 do 4,7%), jak i konsumpcji (z 3,3% do 2,9%). W rezultacie centralna ścieżka PKB obniża się do 3,7% w 2012 r.

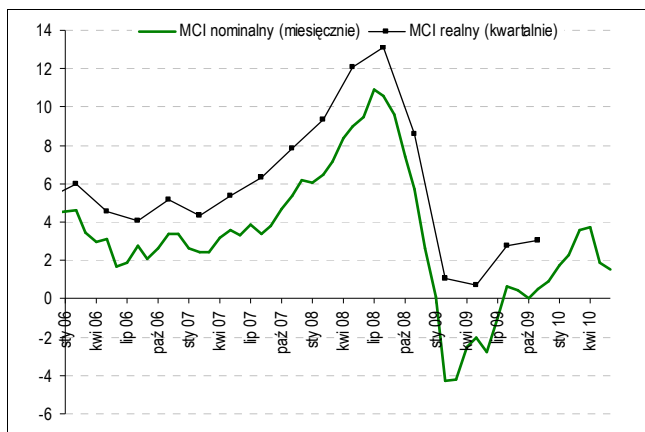
Jednocześnie jednak, autorzy raportu zwracają uwagę na niesymetryczne ryzyko ukształtowania ścieżki PKB poniżej ścieżki centralnej, głównie ze względu na ryzyka związane z sytuacją za granicą. Warto zauważyć, że obniżony został szacunek produktu potencjalnego do ok. 3% w 2011-12.

Projekcja inflacji zakłada wyższą niż wynikała z majowej projekcji inflację CPI w latach 2010-2011 (nie wychodzącą istotnie powyżej celu) i niższą niż poprzednio przewidywana w 2012 r. (2,9% w porównaniu z 3,5% w lutym). Tak więc obecnie mamy do czynienia z bardzo umiarkowanym wzrostem CPI, podczas gdy poprzednio prognozowano, że CPI będzie kształtował się poniżej celu CPI w 2010-11, po czym miał nastąpić wyraźny wzrost w 2012.

Zmiany w ścieżce projekcji inflacji CPI w obydwie strony wynikają zarówno z projekcji inflacji bazowej, jak i prognoz cen energii i żywności.

Na zmianę ścieżki inflacji wpłynęła ścieżka mocniejszego kursu złotego w porównaniu z szacunkami lutymi. NBP zakłada też obecnie mniejszy wpływ deficytu budżetowego i dysparytetu stop procentowych na kurs walutowy.

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



Słabszy złoty obniża restrykcyjność polityki pieniężnej

- Realny indeks MCI lekko wzrósł w ostatnim kwartale 2009 r. potwierdzając wzrost restrykcyjności polityki pieniężnej w tym okresie, sygnalizowany wcześniej przez nominalny MCI.
- Po ponad rocznym okresie wzrostu restrykcyjności polityki pieniężnej, ostatnie dwa miesiące przyniosły jednak odwrócenie trendu, na co złożyło się obniżenie stóp rynku pieniężnego oraz osłabienie złotego.
- Miesięczny nominalny wskaźnik MCI lekko obniżył się w czerwcu, na co decydujący wpływ miał dalszy wzrost kursu EURPLN, przy stabilizacji średnich stawek WIBOR 3M.
- O ile w drugiej połowie lipca nie nastąpi kolejna fala osłabienia złotego, można liczyć na stabilizację nominalnego indeksu MCI w tym miesiącu.

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)



Winiecki

Zielińska-Głębocka

Rzońca

Bratkowski

Belka

Hausner

Chojna-Duch

Gilowska

Glapiński

Każmierczak



Zmiany w komunikacji, ale rewolucja nie jest potrzebna

Po nominacji na stanowisko prezesa Narodowego Banku Polskiego profesor Marek Belka stwierdził, między innymi, że prezes banku centralnego powinien być powściągliwy w wypowiedziach. Można było mieć nadzieję, że przekona on do tego punktu widzenia również co niektórych członków Rady Polityki Pieniężnej. Po pierwszym posiedzeniu można powiedzieć, że w tym zakresie jest pewien sukces. Minęło kilka dni, a w mediach niemalże cisza. Żaden z członków Rady nie zabrał głosu, nawet podczas konferencji prasowej odpowiedzieli tylko na pytanie dotyczące atmosfery spotkania. Oby był to znak pierwszego sukcesu prezesa na polu komunikacji NBP, bo niektóre wypowiedzi członków Rady z ostatnich miesięcy raczej w ogóle nie powinny mieć miejsca.

Nie przypuszczaliśmy jednak, że powściągliwość prezesa będzie oznaczała, że już na pierwszym spotkaniu Rada zdecyduje zrezygnować z nieformalnego nastawienia. Marek Belka przyznał zresztą, że tę zmianę należy wiązać z nominacją nowego prezesa NBP, ponieważ jego zdaniem nie był to niezbędny element komunikatu. Swoją drogą, jakoś łatwo prezesowi przyszło przekonanie pozostałych członków do takiego ruchu. Przecież jeśli nie lubili tego zdania, to mogli je wykreślić już dawno... Być może nie mieli pomysłu czym je zastąpić? A nowy prezes taki pomysł ma. Powiedział, że woli się komunikować z rynkiem w inny sposób. W jaki? Profesor Belka zwrócił uwagę, że kierunek zainteresowania RPP wskazuje zdanie w komunikacie mówiące, że Rada „przeprowadziła dyskusję nad czynnikami, które w średnim okresie mogą wzmacniać presję inflacyjną”.

Czy bez nastawienia w polityce pieniężnej (nawet nieformalnego) trudniej będzie prognozować kolejne ruchy Rady? Niekoniecznie, pod warunkiem, że zachowana zostanie dobra komunikacja, taka jak po czerwcowym posiedzeniu. Poza tym, w interesie banku centralnego może przecież leżeć, aby czasami zaskoczyć rynek. Jednocześnie należy jednak zaznaczyć, że jeśli miałoby dojść do dalszych modyfikacji sposobu komunikacji banku centralnego, to warto, aby nowi członkowie Rady pamiętali, że w ostatnich latach dokumenty RPP systematycznie się poprawiały i nie odbiegają dziś od standardów banków centralnych. Tak więc, ewentualne przyszłe zmiany w tym zakresie nie powinny być krokiem wstecz. Na szczęście, profesor Belka powiedział przecież w Sejmie, że „nie chciałby sugerować, że oto przychodzi ktoś, kto chciałby dokonywać zasadniczych rewolucji, kiedy takich rewolucji nie potrzeba”.

Przed spotkaniem członkowie Rady mówili jastrzębiu

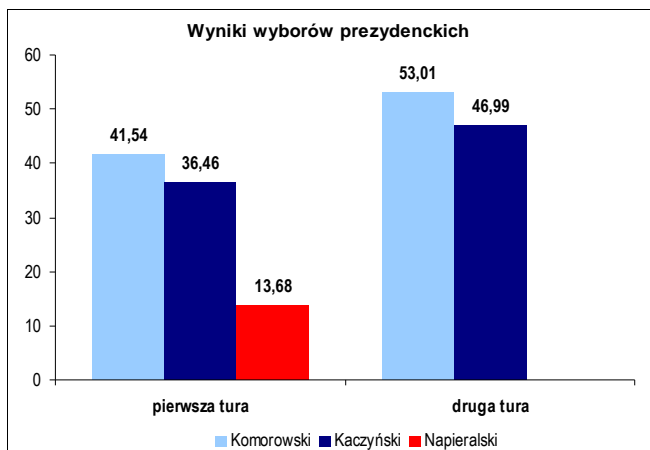
Tydzień przed spotkaniem czerwcowym, członkini RPP uznawana za reprezentantkę frakcji jastrzębiej, Anna Zielińska-Głębocka, stwierdziła, że opowiada się za jedną podwyżką o 50 punktów bazowych na jesieni. Decyzja taka miałaby według niej zakotwiczać oczekiwania inflacyjne, z jednoczesnym sygnałem, że polityka pieniężna po tej podwyżce pozostanie niezmienną na najbliższe miesiące. Dodała ona również, że są opinie, że trzeba podnieść stopy procentowe już po publikacji czerwcowej projekcji inflacyjnej. Wypowiedzi te (i Adam Glapińskiego w podobnym tonie jeśli chodzi o możliwość podwyżki o 50 pb) spowodowały wzrost oczekiwań na podwyżki (stawki FRA w górę). Co ciekawe, Zielińska-Głębocka powiedziała, że „obecnie nie trzeba zmieniać nastawienia” Najwyraźniej nie przypuszczała, że nastawienia za chwilę nie będzie.

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 poprzedniej RPP to wartości indeksu liczone dla okresu od początku kadencji prezesa Skrzypka, a liczby w nawiasach to wartości indeksu dla lat 2004-2006.

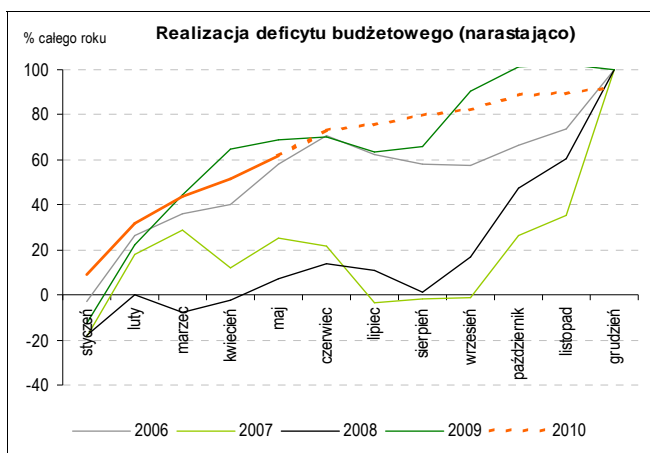
Kierunek osi restrykcyjności wskazuje oczekiwany przez nas kierunek zmian stóp procentowych w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Pod lupą: Rząd i polityka



Bronisław Komorowski prezydentem. I co dalej?

- W drugiej turze wyborów prezydenckich Bronisław Komorowski zdobył 53,01% głosów, pokonując Jarosława Kaczyńskiego, który uzyskał poparcie 46,99% obywateli. Frekwencja wyniosła 55,31%.
- Podczas kampanii wyborczej wydawało się, że obaj kandydaci nie do końca zdawali sobie sprawę z powagi sytuacji jeśli chodzi o polski deficyt fiskalny i dług publiczny.
- Wygrana Komorowskiego może być odebrana jako czynnik wspierający reformy fiskalne, gdyż jest on z tej samej partii co rządzący. Jednak należy pamiętać, że przed nami wybory samorządowe (jesień) i parlamentarne (2011) i trudno oczekiwać niepopularnych decyzji. Niewątpliwie, faktem jest, że rząd nie ma już wytłumaczenia, że potencjalne weto prezydenta nie pozwala mu proponować ważnych ustaw.



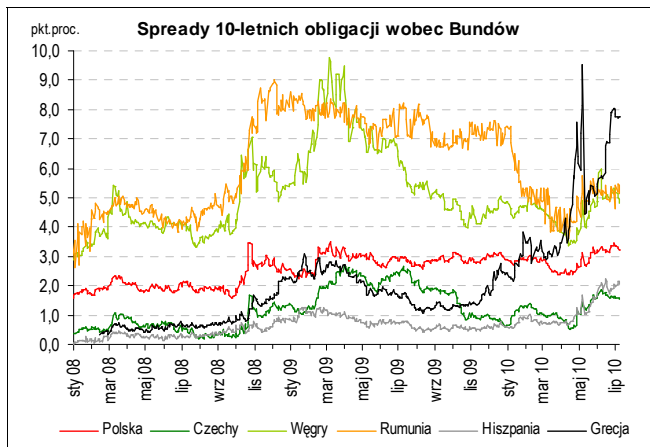
Budżet w tym roku bez znaczących napięć

- Według danych Ministerstwa Finansów deficyt budżetowy po pięciu miesiącach roku wyniósł 32,1 mld zł, czyli 61,6% rocznego planu, co było mniej więcej zgodne z podawanymi wcześniejszymi szacunkami. Dochody zostały zrealizowane w 38,9% planu, a wydatki 41,4%.
- Zanotowano solidny wzrost wpływów z podatków pośrednich (wzrost w maju o ponad 6% r/r), który sugeruje kontynuację ożywienia gospodarczego w Polsce.
- Spadki w ujęciu rocznym odnotowane były w przypadku podatków od firm i osób prywatnych, ale one stanowią znacznie mniejszy udział w podatkach ogółem.
- W najbliższych miesiącach w realizacji budżetu pomoże zysk z NBP i wciąż oczekujemy realizacji deficytu w tym roku kilka miliardów poniżej planu.

| | Spread vs Bundy (10 lat) w pb | | | CDS | | |
|------------|-------------------------------|-----------------|--------------------|-------|-----------------|--------------------|
| | 08.07 | zmiana od 31.05 | zmiana od 31.12.09 | 08.07 | zmiana od 31.05 | zmiana od 31.12.09 |
| Polska | 322 | 10 | 33 | 151 | 10,9 | 17,2 |
| Czechy | 155 | -6 | 91 | 99 | 4,7 | 5,8 |
| Węgry | 483 | 11 | -2 | 341 | 91,9 | 95,9 |
| Rumunia | 513 | 4 | -231 | 396 | 134,0 | 108,5 |
| Hiszpania | 205 | 41 | 142 | 251 | 36,0 | 138,2 |
| Grecja | 775 | 63 | -53 | 903 | 205,9 | 620,5 |
| Portugalia | 283 | 67 | 213 | 297 | -19,5 | 207,4 |
| Włochy | 143 | -6 | 66 | 175 | -30,9 | 66,9 |

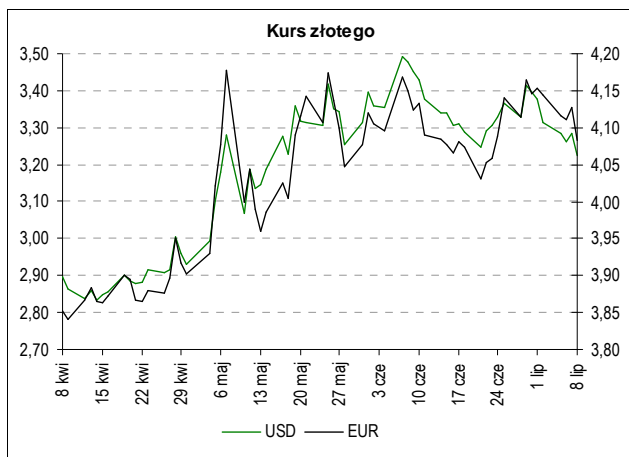
Jak inwestorzy postrzegają ryzyko fiskalne?

- W oczekiwaniu na szczegółowy odnośnik budżetu na przyszły rok, w tym miesiącu rozpoczynamy stałe monitorowanie ryzyka fiskalnego wycenianego przez rynki finansowe. Posłużą nam do tego dwa proste wskaźniki rynkowe: różnica w rentowności obligacji wobec niemieckich Bundów oraz stawki credit default swap (CDS) dla różnych krajów (tabela).
- Spread w rentowności 10-letnich obligacji zależy również od stopy krótkoterminowej i kształtu krzywej, więc zwracamy uwagę na zmiany tej różnicy w ostatnich miesiącach. Od końca maja jedynie w przypadku Czech w naszym regionie ta różnica spadła. W Rumunii co prawda wyraźnie wzrosły stawki CDS, ale spread dla obligacji utrzymał się bez większych zmian (na bardzo wysokim poziomie). Na południu Europy rynki wciąż widzą największe ryzyko fiskalne w Grecji.
- Spread polskich obligacji był w minionym miesiącu względnie stabilny, choć osiągnął pod koniec czerwca poziom najwyższy od wielu miesięcy (344pb). W porównaniu z innymi krajami skala wzrostu tego spreadu i stawek CDS od początku roku była raczej umiarkowana, choć wskazuje, że inwestorzy wyceniają spore ryzyko fiskalne.
- Niewątpliwie deficyt budżetowy oraz potrzeby pożyczkowe w 2011 będą jednymi z ważniejszych czynników wpływającym na postrzeganie ryzyka fiskalnego w Polsce. Póki co, znamy tylko założenia makroekonomiczne, które są raczej umiarkowanie optymistyczne, a nie przesadnie konserwatywne. Warto przypominąć, że w aktualizacji programu konwergencji w lutym zakładano redukcję deficytu o 1 pkt proc. przy wyższej prognozie wzrostu PKB (4,5% wobec 3,5% obecnie). Według elastyczności podawanych przez Ministerstwo Finansów, taka zmiana PKB mogłaby skutkować wyższym deficytem o 0,5% PKB, przy założeniu braku innych działań.



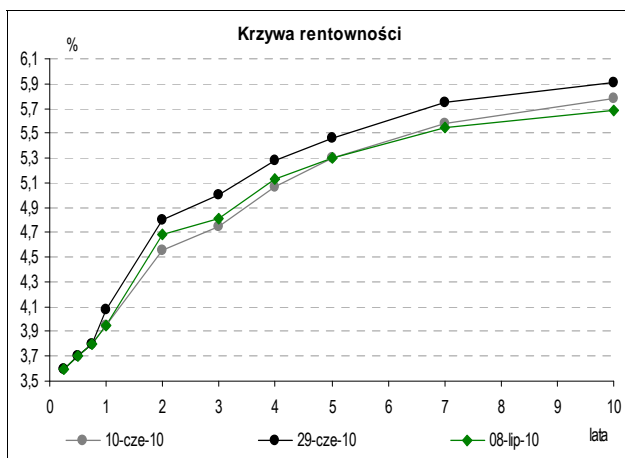
Źródło: Ministerstwo Finansów, Państwowa Komisja Wyborcza, Reuters, obliczenia własne

Monitor rynku



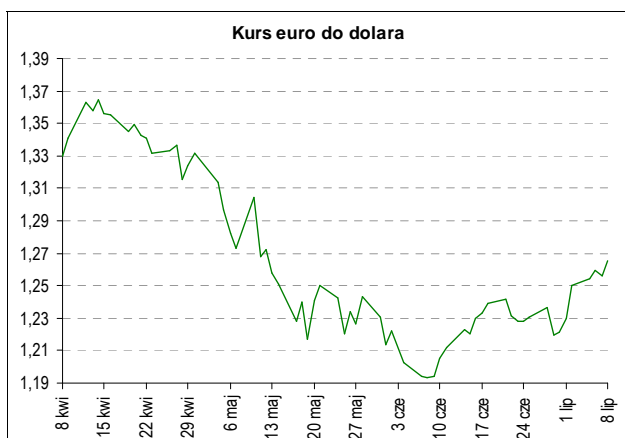
Złoty barometrem rynkowych nastrojów

- W okresie od początku czerwca do początku lipca EURPLN poruszał się w szerokim kanale trendu bocznego 4,04-4,18, tymczasowo tylko osiągając 4,20. Poza wzrostem awersji do ryzyka na globalnych rynkach, na złoto wywierana była dodatkowa negatywna presja związana z kłopotami w Rumunii i na Węgrzech. Poprawa sytuacji w tym regionie jaka miała miejsce na przełomie czerwca i lipca zwiększyła potencjał aprecjacyjny złota.
- Bardzo dynamiczne wahania w ostatnim czasie sprawiają, że krótkoterminowe prognozy obciążone są większym niż zazwyczaj błędem. Oczekujemy, że w lipcu będziemy obserwować stopniowe umacnianie się złota, a kurs EURPLN nie przekroczy trwale 4,16. Istotnym wsparciem dla kursu jest testowany na początku lipca przedział 4,06-4,08. W przypadku dalszego umocnienia złota kolejne wsparcie to 4,04, następnie 4,00.



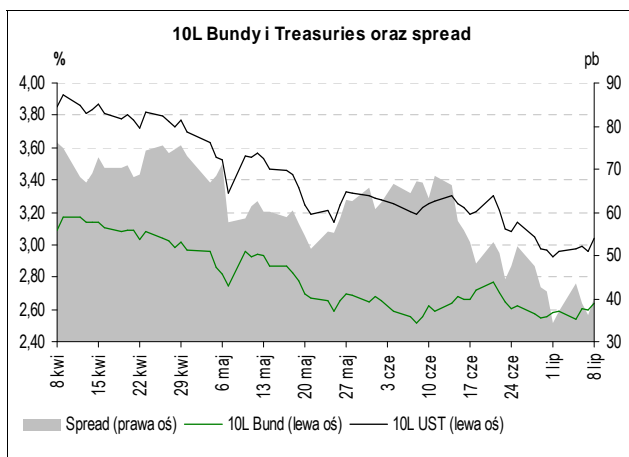
Wzrosty rentowności na krótkim końcu krzywej

- Krajowy rynek długu wycenił w minionym miesiącu szybsze niż dotychczas oczekiwano podwyżki stóp procentowych. „Jastrzębie” wypowiedzi członków RPP oraz komentarz po czerwcowym posiedzeniu RPP znalazły odzwierciedlenie we wzrostach rynkowych stóp procentowych.
- Zakładamy przez nas spadek awersji do ryzyka na globalnym rynku (zależny od publikacji wyników stress-testów w Europie) będzie działał w stronę spadku rentowności. Krajowym czynnikiem, który może wpływać na rynek w najbliższym czasie będą założenia przyszłorocznego budżetu i związana z nimi podaż obligacji. Relatywnie duża podaż papierów może zniwelować pozytywny impuls z zagranicy, a niższe potrzeby pożyczkowe państwa mogłyby wesprzeć spadek rentowności. Do momentu publikacji wyników stress-testów i założeń budżetu zakładamy trend boczny na rynku obligacji.



Silne wzrosty kursu EURUSD

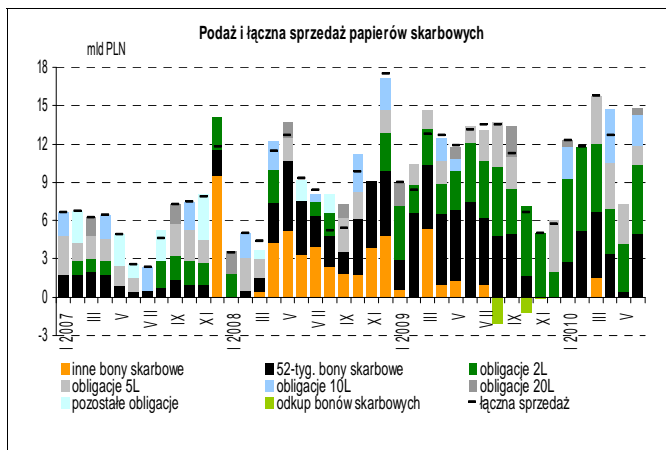
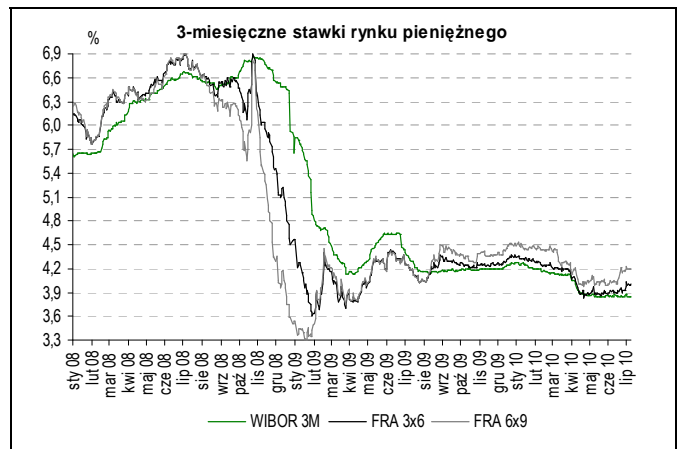
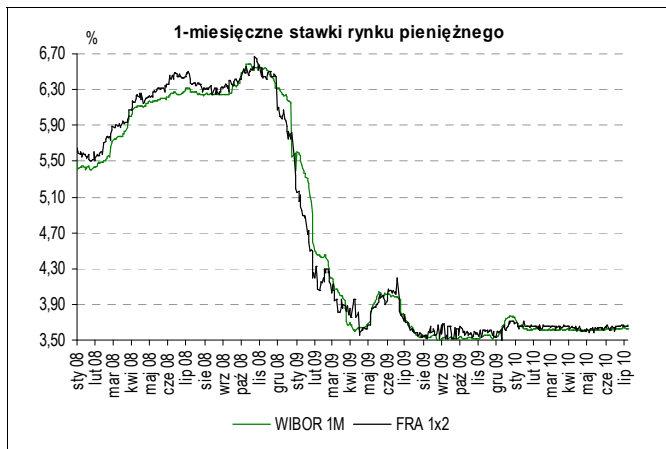
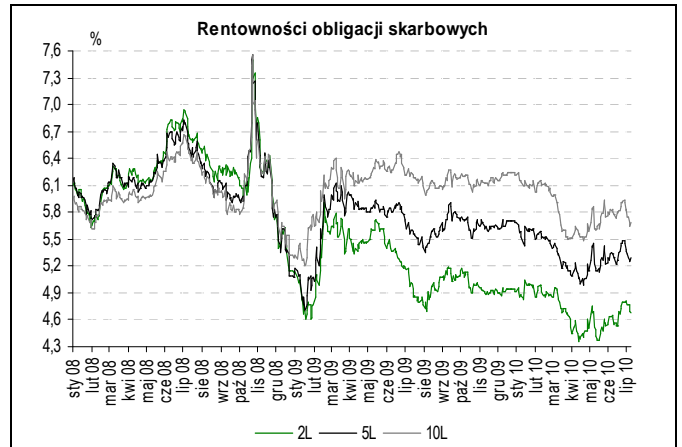
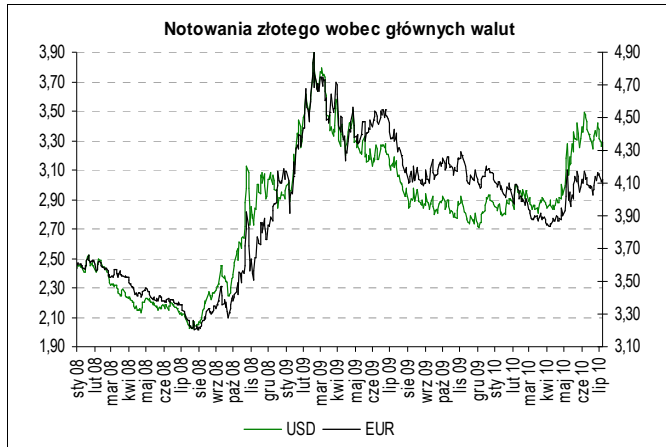
- Dzięki ogólnej poprawie nastrojów na świecie na początku miesiąca euro zdołało z nawiązką nadrobić straty po gwałtownym osłabieniu z początku czerwca. Ogólne obawy o kondycję państw strefy euro w obliczu wycofywania pakietów pomocowych oraz niepewność o płynność europejskich banków spowodowały wzrost awersji do ryzyka w dalszej części miesiąca, co nieco wyhamowało wzrosty kursu EURUSD. Przełom czerwca i lipca to złe dane z USA, co było kolejnym wsparciem dla euro, które odzyskało wzrostowy wigor.
- Na początku lipca kurs EURUSD pokonał pierwszy poziom oporu – 1,26. Daje to potencjał do dalszych wzrostów do kolejno 1,28, 1,30. Należy się liczyć z możliwością korekcyjnego spadku do 1,24-1,25. Wsparciem dla euro jest strefa 1,22-1,23 oraz linia trendu wzrostowego przebiegająca przez ten obszar.



Rentowności Bundów i Treasuries w trendzie spadkowym

- Bazowe rynki obligacji jednoznacznie zareagowały na ogólne pogorszenie perspektyw globalnego ożywienia. Za główne zagrożenie uznano zapowiedzi wycofywania pakietów stymulacyjnych oraz programy oszczędnościowe wprowadzane przez państwa strefy euro. Według Bena Bernanke, może to stanowić zagrożenie dla tempa wzrostu amerykańskiej gospodarki. Niezależnie od miejsca występowania negatywnych szoków – czy to strefa euro czy USA – rentowności Bundów i Treasuries systematycznie spadały, ponownie osiągając rekordowo niskie poziomy wyznaczone w pierwszym tygodniu czerwca.
- Brak perspektyw na podwyżki stóp procentowych przez EBC i Fed sprawia, że rentowności papierów zależec będą głównie od poziomu awersji do ryzyka. Zakładając scenariusz stabilizacji z lekką tendencją do poprawy, można oczekiwać wzrostu rentowności na bazowych rynkach długu.

Monitor rynku



| Przetargi bonów skarbowych (mln zł) | | |
|-------------------------------------|--------------------|------------------|
| Data przetargu | OFERTA | POPYT / SPRZEDAŻ |
| 7.06.2010 | 52 tyg.: 1100-1600 | 4096/1458 |
| 14.06.2010 | 52 tyg.: 800-1200 | 3058/1176 |
| 21.06.2010 | 52 tyg.: 600-1000 | 1872/945 |
| 28.06.2010 | 52 tyg.: 1300-1800 | 2788/1442 |
| 5.07.2010 | 52 tyg.: 700-1100 | 4151/1100 |
| 12.07.2010 | - | - |
| 26.07.2010 | - | - |
| 2.08.2010 | - | - |
| 9.08.2010 | - | - |
| 16.08.2010 | - | - |
| 23.08.2010 | - | - |
| 30.08.2010 | - | - |
| 6.09.2010 | - | - |

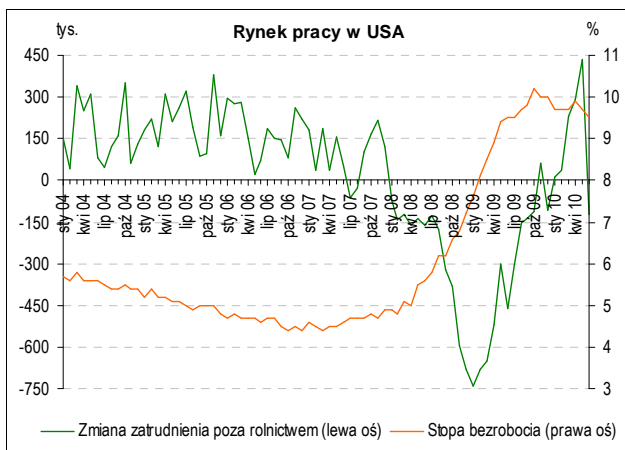
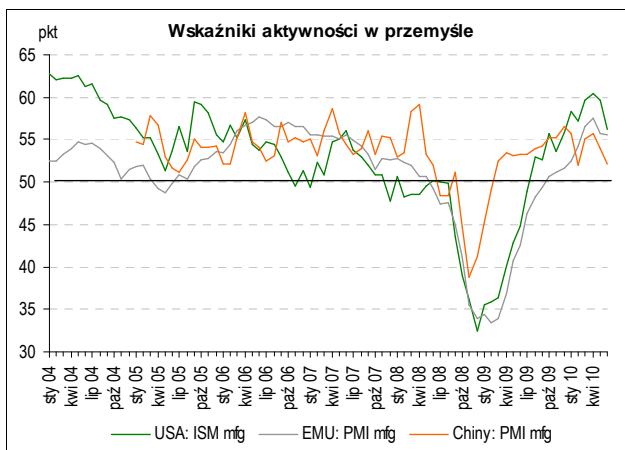
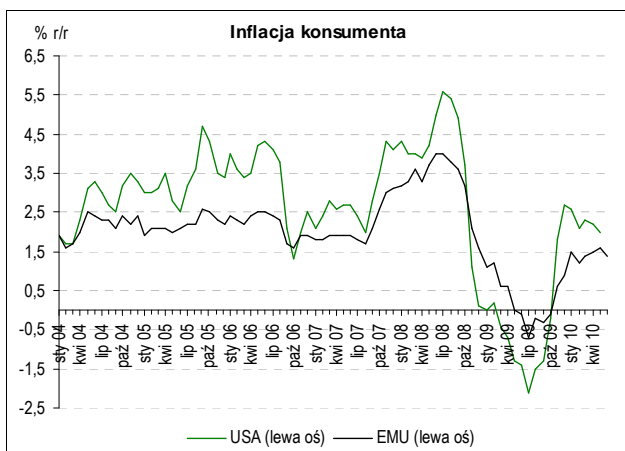
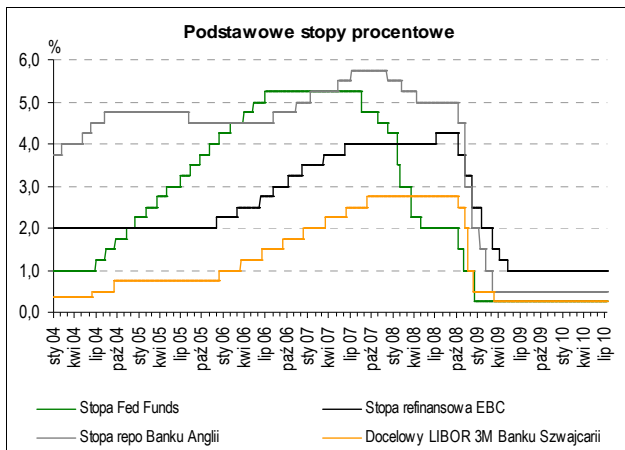
* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

| 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 |
| 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 |
| luty | 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 | 1500-3000 | 2430 | 23.06 | PS0415/WS0429 | 1549/54 |
| lipiec | 7.07 | OK1012 | 3000-5000 | 4971 | 14.06 | PS0415 | - | - | 21.07 | - | - |
| sierpień | 4.08 | OK1012 | - | - | 11.08 | - | - | - | 18.08 | - | - |

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

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Przegląd międzynarodowy



Płynność europejskich banków w centrum uwagi

- W wydarzeniem miesiąca na europejskim rynku stopy procentowej był zwrot do EBC €442mld pożyczki, jaką europejskie banki zaciągnęły rok temu. Europejskie banki zaopatrywały się w gotówkę podczas krótkookresowych operacji płynnościowych prowadzonych przez EBC, pozyskując w ten sposób środki w wysokości około połowy wartości pożyczki. Przedstawiciele EBC zapowiedzieli, że operacje krótkoterminowe (tygodniowe, miesięczne i 3-miesięczne) będą kontynuowane. Wzmożony popyt na pieniądź został odzwierciedlony w notowaniach 3-miesięcznego EURIBOR-u, który zanotował w czerwcu wartość 0,79% (najwyższą od września 2009) wobec 0,7% na początku minionego miesiąca.
- EBC zakończył 30 czerwca program skupu zabezpieczonych obligacji emitowanych przez banki wartych €60mld prowadzony od sierpnia 2009. Obligacje mają być trzymane do wykupu.
- Zgodnie z oczekiwaniami Fed pozostawił stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. Podobnie jak w poprzednich komunikatach, podkreślił, że obecny poziom ceny pieniądza będzie utrzymany przez dłuższy czas w obawie przed słabnięciem słabego jeszcze wzrostu gospodarczego w USA. Negatywnego wydzźwięku komunikatowi nadało wyrażenie obaw o niekorzystny wpływ jaki na odradzanie się gospodarki USA może mieć wycofywanie pakietów pomocowych oraz wprowadzanie planów oszczędnościowych przez państwa europejskie.
- Majowy CPI w USA obniżył się do 2,0% r/r z 2,2% w kwietniu. Dynamika miesięczna zanotowała spadek o 0,2% w stosunku do kwietnia. Inflacja bazowa bez uwzględnienia cen energii i żywności wyniosła w maju 0,1% m/m (wobec 0,0% w kwietniu) oraz 1,0% r/r (bez zmian). Dane pokazują brak presji inflacyjnej, co będzie wspierało dotychczasową ekspansywną politykę monetarną.
- Wstępne szacunki inflacji w strefie euro wskazują na spadek do 1,4% r/r w czerwcu z 1,6% w maju.

Kontynuacja spadku aktywności gospodarczej na świecie

- Czerwiec był kolejnym miesiącem wygasania tempa ożywienia w światowym przemyśle. Wskaźniki dla strefy euro, USA oraz Chin solidarnie odnotowały niższe w stosunku do maja wartości.
- Ostateczny odczyt indeksu PMI dla przemysłu strefy euro w czerwcu wskazał nieznaczny spadek do 55,6 wobec 55,8 w maju i oczekiwanych 55,3. Dla Niemiec obserwowaliśmy stabilizację na poziomie 58,4. Dane wskazują na wyhamowanie tempa wzrostu gospodarki eurolandu.
- ISM dla amerykańskiego przemysłu spadł w czerwcu do 56,2 z 59,7 w maju. Dodatkowo, znaczny spadek do 52,9 (wobec oczekiwanych 62,8) zanotował indeks zaufania konsumentów Conference Board. Takie wyraźne spadki jednoznacznie oddają obecne na rynku obawy o tempo wzrostu gospodarki USA w nadchodzących miesiącach.
- Indeks PMI obrazujący aktywność przemysłu w Chinach spadł z 53,9 w maju do 52,1 w czerwcu, co było ważnym wydarzeniem dla globalnych rynków.
- Sprzedaż detaliczna w strefie euro wzrosła w maju o 0,2% m/m (oczekiwano 0,4%) oraz o 0,3% r/r (oczekiwano -0,3%) w porównaniu do kwietnia (po rewizji: -0,9% m/m i -0,5% r/r).
- Wedle ostatecznych danych nt. PKB w USA w pierwszym kwartale wzrósł o 2,7% wobec wstępnie podanych 3,0%. Pozytywnie na dynamikę wpłynął wzrost konsumpcji prywatnej, negatywnie natomiast spadek wydatków rządowych.
- W czerwcu w pozarolniczym sektorze gospodarki USA ubyło 125 tys. miejsc pracy, wobec wzrostu o 433 tys. w maju (po korekcie). Rynek spodziewał się mniejszego spadku, o 110 tys. Z drugiej strony, stopa bezrobocia spadła do 9,5% (wobec 9,7% w maju, oczekiwano wzrostu do 9,8%), co jest najniższym poziomem od lipca 2009.

Źródło: Reuters, EBC, Rezerwa Federalna,

Kalendarz wydarzeń i publikacji

| Poniedziałek | Wtorek | Środa | Czwartek | Piątek |
|--|--|---|--|--|
| 12 lipca <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> | 13 <i>PL: CPI (VI)</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 (VI)</i> EZ: Produkcja przemysłowa (V) EZ: Finalny HICP (VI) US: Ceny w imporcie (VI) US: Sprzedaż detaliczna (VI) | 15 US: Indeks NY Fed (VII) US: PPI (VI) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (VII) US: Produkcja przemysłowa (VI) US: Philadelphia Fed (VII) | 16 <i>PL: Płace i zatrudnienie (VI)</i> EZ: Bilans handlowy (V) US: CPI (VI) US: Przepływy kapitałowe (V) US: Wstępny Michigan (VII) |
| 19 <i>PL: PPI (VI)</i> <i>PL: Produkcja przemysłowa (VI)</i> EZ: Bilans płatniczy (V) | 20 <i>PL: Inflacja bazowa (VI)</i> US: Pozwolenia na budowę (VI) US: Rozpoczęcie budowy domów (VI) | 21 <i>PL: Przetarg zamiany obligacji</i> | 22 <i>PL: Koniunktura gospodarcza (VII)</i> EZ: Wstępny PMI – usługi (VII) EZ: Wstępny PMI – przemysł (VII) EZ: Zaufanie konsumentów (VII) US: Sprzedaż domów (VI) US: Wskaźniki wyprzedzające (VI) | 23 <i>PL: Stopa bezrobocia (VI)</i> <i>PL: Sprzedaż detaliczna (VI)</i> DE: Indeks Ifo (VII) |
| 26 <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> US: Sprzedaż nowych domów (VI) | 27 DE: Indeks GfK (VIII) EZ: Podaż pieniądza (VI) US: Indeks S&P/Case-Shiller (V) US: Zaufanie konsumentów (VII) | 28 <i>PL: Koniunktura konsumencka (VII)</i> US: Beżowa księga Fed US: Zamówienia na dobra trwałe (VI) | 29 DE: Stopa bezrobocia (VII) EZ: Koniunktura gospodarcza (VII) | 30 EZ: Wstępny HICP (VII) EZ: Stopa bezrobocia (VI) US: Wstępny PKB (II kw.) US: Indeks Chicago PMI (VII) US: Finalny Michigan (VII) |
| 2 sierpnia <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> <i>PL: PMI (VII)</i> EZ: PMI - przemysł (VI) EZ: Sprzedaż detaliczna (V) US: ISM – przemysł (VII) | 3 EZ: PPI (VI) US: Bazowy PCE (VI) US: Dochody osobiste (VI) US: Wydatki konsumpcyjne (VI) US: Zamówienia w przemyśle (VI) US: Niezakończona sprzedaż domów (VI) | 4 <i>PL: Przetarg obligacji 2-letnich</i> EZ: Sprzedaż detaliczna (VI) EZ: PMI – usługi (VII) US: Raport ADP (VII) US: ISM – usługi (VII) | 5 DE: Zamówienia w przemyśle (VI) EZ: Decyzja EBC | 6 DE: Produkcja przemysłowa (VI) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (VII) US: Stopa bezrobocia (VII) |
| 9 <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> | 10 US: Zapasy hurtowe (VI) US: Decyzja Fed JP: Decyzja BoJ | 11 <i>PL: Przetarg obligacji 5-letnich</i> <i>PL: Bilans płatniczy (VI)</i> US: Bilans handlowy (VI) | 12 EZ: Produkcja przemysłowa (VI) US: Ceny importu (VII) | 13 <i>PL: CPI (VII)</i> <i>PL: Podaż pieniądza (VII)</i> DE: Wstępny PKB (II kw.) EZ: Wstępny PKB (II kw.) US: CPI (VII) US: Sprzedaż detaliczna (VII) US: Wstępny Michigan (VIII) |
| 16 <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> EZ: HICP (VII) US: Indeks NY Fed (VIII) | 17 <i>PL: Płace i zatrudnienie (VII)</i> EZ: Bilans płatniczy (VI) DE: Indeks ZEW (VIII) US: Pozwolenia na budowę (VII) US: Rozpoczęcie budowy domów (VII) US: PPI (VII) US: Produkcja przemysłowa (VII) | 18 <i>PL: Przetarg zamiany obligacji</i> <i>PL: PPI (VII)</i> <i>PL: Produkcja przemysłowa (VII)</i> | 19 US: Wskaźniki wyprzedzające (VII) US: Philadelphia Fed (VIII) | 20 <i>PL: Inflacja bazowa (VII)</i> <i>PL: Koniunktura gospodarcza (VIII)</i> |
| 23 <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> <i>PL: Spotkanie RPP</i> EZ: Wstępny PMI - usługi (VIII) EZ: Wstępny PMI - przemysł (VIII) EZ: Zaufanie konsumentów (VIII) | 24 <i>PL: Spotkanie RPP – decyzja</i> EZ: Zamówienia w przemyśle (VI) US: Sprzedaż domów (VII) | 25 DE: Indeks Ifo (VIII) US: Zamówienia na dobra trwałe (VII) US: Sprzedaż nowych domów (VII) US: Ceny domów (VII) | 26 DE: Indeks GfK (IX) EZ: Podaż pieniądza (VII) | 27 <i>PL: Koniunktura konsumencka (VIII)</i> US: Bazowy PCE (II kw.) US: Wstępny PKB (II kw.) US: Finalny Michigan (VIII) |
| 30 <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> <i>PL: PKB (II kw.)</i> EZ: Koniunktura gospodarcza (VIII) US: Dochody osobiste (VII) US: Wydatki konsumpcyjne (VII) US: Bazowy PCE (VII) | 31 EZ: Stopa bezrobocia (VII) EZ: Wstępny HICP (VIII) US: Indeks S&P/Case-Shiller (VI) US: Indeks Chicago PMI (VIII) | 1 września <i>PL: Przetarg obligacji 2-letnich</i> <i>PL: PMI (VIII)</i> EZ: PMI – przemysł (VIII) US: Raport ADP (VIII) US: ISM – przemysł (VIII) | 2 EZ: PKB (II kw.) EZ: PPI (VII) EZ: Decyzja ECB US: Zamówienia w przemyśle (VII) US: Niezakończona sprzedaż domów (VII) | 3 EZ: PMI – usługi (VIII) EZ: Sprzedaż detaliczna (VII) EZ: Zatrudnienie poza rolnictwem (VIII) US: Stopa bezrobocia (VIII) US: ISM – usługi (VIII) |
| 6 <i>PL: Przetarg bonów skarbowych</i> US: dzień wolny | 7 DE: Zamówienia w przemyśle (VII) | 8 <i>PL: Przetarg obligacji</i> DE: Produkcja przemysłowa (VII) US: Beżowa księga Fed | 9 US: Bilans handlowy (VII) | 10 US: Zapasy hurtowe (VII) |

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

| | | 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 | lip 10 |
|--|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| PMI | pkt. | 43,0 | 46,5 | 48,2 | 48,2 | 48,8 | 52,4 | 52,4 | 51,0 | 52,4 | 52,5 | 52,5 | 52,2 | 53,3 | 53,6 |
| Produkcja przemysłowa | % r/r | -4,5 | -4,4 | 0,1 | -1,3 | -1,3 | 9,9 | 7,4 | 8,5 | 9,2 | 12,5 | 9,7 | 14,0 | 11,7 | 8,5 |
| Produkcja budowlano-montażowa | % r/r | 0,5 | 10,7 | 11,0 | 5,7 | 2,7 | 9,9 | 3,2 | -15,3 | -24,7 | -10,9 | -6,3 | 2,3 | 3,2 | -0,2 |
| Sprzedaż detaliczna ^a | % r/r | 2,1 | 5,7 | 5,2 | 2,5 | 2,1 | 6,3 | 7,2 | 2,5 | 0,1 | 8,7 | -1,6 | 4,3 | 4,5 | 1,8 |
| Stopa bezrobocia | % | 10,6 | 10,7 | 10,8 | 10,9 | 11,1 | 11,4 | 11,9 | 12,7 | 13,0 | 12,9 | 12,3 | 11,9 | 11,6 | 11,6 |
| Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a | % r/r | 2,0 | 3,9 | 3,0 | 3,3 | 2,0 | 2,3 | 6,5 | 0,5 | 2,9 | 4,8 | 3,2 | 4,8 | 4,4 | 3,6 |
| Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw | % r/r | -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 | 1,2 |
| Eksport (w euro) | % r/r | -21,3 | -22,8 | -20,6 | -17,0 | -10,9 | 1,0 | 12,6 | 14,0 | 20,5 | 21,5 | 21,5 | 24,6 | 22,8 | 17,5 |
| Import (w euro) | % r/r | -30,6 | -29,3 | -27,0 | -26,8 | -20,8 | -11,0 | -3,3 | 8,3 | 21,7 | 24,6 | 23,0 | 25,3 | 21,1 | 16,2 |
| Bilans handlowy | mln EUR | -279 | -445 | -420 | 59 | -200 | -291 | -627 | -104 | -177 | -526 | -368 | -90 | -194 | -402 |
| Rachunek bieżący | mln EUR | -232 | -776 | -116 | -250 | -330 | -1 376 | -1 070 | -672 | 67 | -458 | -424 | 60 | -294 | -402 |
| Rachunek bieżący | % PKB | -3,0 | -3,0 | -2,8 | -2,3 | -1,9 | -1,8 | -1,6 | -1,6 | -1,8 | -1,9 | -1,9 | -1,8 | -1,8 | -1,7 |
| Saldo budżetu (narastająco) | mld PLN | -16,7 | -15,0 | -15,6 | -21,5 | -24,0 | -24,4 | -23,8 | -4,8 | -16,7 | -22,7 | -27,0 | -32,1 | -37,3 | -39,3 |
| Saldo budżetu (narastająco) | % planu | 70,0 | 63,2 | 65,8 | 90,3 | 101,1 | 102,6 | 100,0 | 9,3 | 32,1 | 43,5 | 51,8 | 61,6 | 71,4 | 75,2 |
| Inflacja (CPI) | % r/r | 3,5 | 3,6 | 3,7 | 3,4 | 3,1 | 3,3 | 3,5 | 3,5 | 2,9 | 2,6 | 2,4 | 2,2 | 2,1 | 1,8 |
| Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii | % r/r | 2,7 | 2,9 | 2,9 | 2,9 | 2,9 | 2,8 | 2,6 | 2,4 | 2,2 | 2,0 | 1,9 | 1,6 | 1,5 | 1,3 |
| Ceny produkcji (PPI) | % r/r | 4,1 | 2,8 | 2,2 | 1,6 | 2,0 | 1,9 | 2,1 | 0,2 | -2,4 | -2,6 | -0,4 | 1,5 | 1,2 | 2,4 |
| Podaż pieniądza (M3) | % r/r | 14,4 | 11,9 | 9,0 | 9,6 | 11,9 | 8,0 | 8,1 | 6,3 | 5,1 | 5,5 | 6,0 | 7,6 | 6,5 | 6,2 |
| Zobowiązania | % r/r | 15,9 | 13,0 | 10,7 | 10,9 | 13,5 | 10,3 | 9,8 | 7,5 | 6,8 | 6,2 | 6,9 | 8,4 | 7,2 | 7,1 |
| Należności | % r/r | 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 | 7,9 |
| USD/PLN | PLN | 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 | 3,24 |
| EUR/PLN | PLN | 4,51 | 4,30 | 4,13 | 4,16 | 4,21 | 4,17 | 4,14 | 4,07 | 4,01 | 3,89 | 3,87 | 4,06 | 4,10 | 4,07 |
| Stopa referencyjna ^b | % | 3,50 | 3,50 | 3,50 | 3,50 | 3,50 | 3,50 | 3,50 | 3,50 | 3,50 | 3,50 | 3,50 | 3,50 | 3,50 | 3,50 |
| Stopa lombardowa ^b | % | 5,00 | 5,00 | 5,00 | 5,00 | 5,00 | 5,00 | 5,00 | 5,00 | 5,00 | 5,00 | 5,00 | 5,00 | 5,00 | 5,00 |
| WIBOR 3M | % | 4,60 | 4,26 | 4,16 | 4,18 | 4,18 | 4,19 | 4,23 | 4,24 | 4,17 | 4,13 | 3,92 | 3,85 | 3,86 | 3,85 |
| Rentowność bonów 52-tyg. | % | 4,73 | 4,43 | 4,23 | 4,33 | 4,35 | 4,26 | 4,25 | 4,01 | 3,90 | 3,92 | 3,84 | 3,71 | 3,93 | 3,95 |
| Rentowność obligacji 2L | % | 5,34 | 4,93 | 4,92 | 5,10 | 5,03 | 4,92 | 4,92 | 4,95 | 4,90 | 4,76 | 4,47 | 4,52 | 4,66 | 4,70 |
| Rentowność obligacji 5L | % | 5,83 | 5,55 | 5,53 | 5,74 | 5,65 | 5,64 | 5,67 | 5,58 | 5,51 | 5,27 | 5,10 | 5,26 | 5,35 | 5,30 |
| Rentowność obligacji 10L | % | 6,34 | 6,19 | 6,08 | 6,18 | 6,15 | 6,14 | 6,21 | 6,12 | 6,09 | 5,71 | 5,56 | 5,74 | 5,83 | 5,70 |

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 | 1 415,9 | 313,7 | 327,0 | 331,9 | 371,4 | 327,4 | 344,2 | 349,4 | 394,9 |
| PKB | % r/r | 6,8 | 5,1 | 1,8 | 3,2 | 0,7 | 1,1 | 1,8 | 3,3 | 3,0 | 3,0 | 3,4 | 3,4 |
| Popyt krajowy | % r/r | 8,7 | 5,6 | -1,0 | 3,6 | -1,6 | -2,3 | -1,3 | 0,9 | 2,2 | 3,4 | 3,7 | 4,8 |
| Spożycie indywidualne | % r/r | 4,9 | 5,7 | 2,3 | 2,4 | 3,3 | 1,6 | 2,3 | 1,7 | 2,2 | 2,2 | 2,5 | 2,8 |
| Nakłady brutto na środki trwałe | % r/r | 17,6 | 9,6 | -0,8 | 2,1 | -0,8 | -3,3 | -1,4 | 1,1 | -12,4 | 1,0 | 6,0 | 6,5 |
| Produkcja przemysłowa | % r/r | 10,7 | 3,6 | -3,2 | 9,2 | -10,0 | -6,7 | -1,3 | 5,5 | 9,4 | 11,8 | 10,1 | 5,2 |
| Produkcja budowlano-montażowa | % r/r | 16,5 | 10,0 | 4,6 | 3,1 | 3,1 | 0,5 | 9,0 | 4,8 | -16,7 | 0,1 | 6,0 | 12,9 |
| Sprzedaż detaliczna ^a | % r/r | 16,4 | 13,1 | 3,5 | 5,5 | 2,0 | 2,3 | 4,3 | 5,1 | 4,0 | 2,5 | 5,5 | 9,4 |
| Stopa bezrobocia ^b | % | 11,2 | 9,5 | 11,9 | 11,5 | 11,1 | 10,6 | 10,9 | 11,9 | 12,9 | 11,6 | 11,1 | 11,5 |
| Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a | % r/r | 9,3 | 10,3 | 4,4 | 4,1 | 6,3 | 3,7 | 3,9 | 3,8 | 2,8 | 3,5 | 4,3 | 6,0 |
| Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw | % r/r | 4,6 | 4,8 | -1,2 | 0,7 | 0,1 | -1,0 | -1,8 | -2,0 | -1,3 | 0,5 | 1,5 | 1,9 |
| Eksport (w euro) | % r/r | 13,4 | 14,2 | -17,1 | 20,1 | -22,2 | -23,8 | -20,1 | 0,1 | 18,3 | 22,9 | 19,3 | 19,9 |
| Import (w euro) | % r/r | 19,5 | 17,2 | -25,4 | 21,4 | -28,2 | -32,2 | -27,8 | -12,1 | 18,0 | 23,0 | 20,6 | 23,6 |
| Bilans handlowy | mln EUR | -12 369 | -17 724 | -3 183 | -5 123 | -744 | -513 | -812 | -1 114 | -796 | -652 | -1 318 | -2 358 |
| Rachunek bieżący | mln EUR | -14 696 | -18 302 | -5 039 | -5 447 | -30 | -1 088 | -1 159 | -2 762 | -1 064 | -658 | -1 418 | -2 308 |
| Rachunek bieżący | % PKB | -4,7 | -5,1 | -1,6 | -1,5 | -4,0 | -3,0 | -2,2 | -1,6 | -1,9 | -1,7 | -1,7 | -1,5 |
| Wynik general government | % PKB | -1,9 | -3,7 | -7,1 | -6,7 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Inflacja (CPI) | % r/r | 2,5 | 4,2 | 3,5 | 2,4 | 3,3 | 3,7 | 3,5 | 3,3 | 3,0 | 2,2 | 2,0 | 2,5 |
| Inflacja (CPI) ^b | % r/r | 4,0 | 3,3 | 3,5 | 2,6 | 3,6 | 3,5 | 3,4 | 3,5 | 2,6 | 2,1 | 2,3 | 2,6 |
| Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii | % r/r | 1,0 | 2,3 | 2,7 | 1,7 | 2,3 | 2,7 | 2,9 | 2,8 | 2,2 | 1,7 | 1,4 | 1,6 |
| Ceny produkcji (PPI) | % r/r | 2,0 | 2,2 | 3,3 | 0,8 | 4,9 | 4,2 | 2,2 | 2,0 | -1,6 | 0,8 | 2,3 | 1,6 |
| Podaż pieniądza (M3) ^b | % r/r | 13,4 | 18,6 | 8,1 | 6,2 | 17,5 | 14,4 | 9,6 | 8,1 | 5,5 | 6,5 | 6,6 | 6,2 |
| Zobowiązania ^b | % r/r | 14,5 | 20,6 | 9,8 | 6,1 | 19,4 | 15,9 | 10,9 | 9,8 | 6,2 | 7,2 | 6,8 | 6,1 |
| Należności ^b | % 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 | 3,08 | 3,45 | 3,27 | 2,94 | 2,83 | 2,88 | 3,15 | 3,16 | 3,07 |
| EUR/PLN | PLN | 3,78 | 3,52 | 4,33 | 3,95 | 4,50 | 4,45 | 4,20 | 4,17 | 3,99 | 4,01 | 3,98 | 3,81 |
| Stopa referencyjna ^b | % | 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 ^b | % | 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 | 3,99 | 4,75 | 4,81 | 4,33 | 4,29 | 3,94 | 3,83 | 4,00 | 4,20 |
| Rentowność obligacji 2L | % | 5,23 | 6,22 | 5,17 | 4,72 | 5,26 | 5,46 | 4,98 | 4,96 | 4,87 | 4,55 | 4,65 | 4,80 |
| Rentowność obligacji 5L | % | 5,52 | 6,15 | 5,65 | 5,34 | 5,50 | 5,85 | 5,61 | 5,66 | 5,46 | 5,24 | 5,30 | 5,35 |
| Rentowność obligacji 10L | % | 5,56 | 6,06 | 6,11 | 5,76 | 5,86 | 6,27 | 6,15 | 6,17 | 5,97 | 5,71 | 5,65 | 5,70 |

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 08.07.2010 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

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