



brebank.pl

Wyróżniają nas ludzie.

MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

Lipiec 2010, Nr 100(7)

SPIS TREŚCI

| | |
|--------------------------------------|-------|
| Główne wskaźniki makroekonomiczne | s. 2 |
| Sfera realna | s. 3 |
| Sfera nominalna i polityka monetarna | s. 5 |
| Gospodarka globalna | s. 8 |
| Euromonitor | s. 11 |
| Na rynku | s. 12 |
| Kalendarz | s. 14 |

RYSZARD PETRU
główny ekonomista
tel. (22) 829 15 26
ryszard.petru@brebank.pl

ERNEST PYTLARCZYK
główny analityk
tel. (22) 829 01 66
ernest.pytlarczyk@brebank.pl

MARCIN MAZUREK
analityk
tel. (22) 829 01 83
marcin.mazurek@brebank.pl

PIOTR PIĘKOŚ
analityk
tel. (22) 829 90 34
piotr.piekos@brebank.pl

MICHAŁ ROT
analityk
tel. (22) 829 15 28
michal.rot@brebank.pl

- Czerwiec w sferze realnej gospodarki polskiej był miesiącem zaskakującym – jeśli chodzi o „twarde” dane to jednoznacznie pozytywnie. Niepokojąca jest natomiast znaczna obniżka optymizmu konsumentów, która stanowi największe ryzyko dla wzrostu PKB w kolejnych miesiącach i to właśnie ona wymaga monitoringu w kolejnych miesiącach.
- Spadkowy trend inflacji, oparty głównie na efektach wysokiej bazy statystycznej z zeszłego roku, jest kontynuowany, lecz ulega stopniowemu wygasaniu. Czerwcowa projekcja inflacji NBP zarysowuje z jednej strony obraz wyraźnie szybszego wzrostu gospodarczego w średnim i dłuższym terminie niż projekcja lutowa, lecz z drugiej zdecydowanie bardziej stabilną ścieżkę przyszłej inflacji. Pierwsze posiedzenie RPP pod przewodnictwem nowego szefa NBP M.Belki przyniosło zaostrożenie stanowiska Rady.
- Słabe odczyty danych z gospodarki amerykańskiej i strefy euro (za wyjątkiem Niemiec) wskazują coraz bardziej na materializację ryzyka powolnego odbicia od dołka. Moment podwyżek stóp procentowych przez Fed i EBC może się opóźnić. Tymczasem EBC de facto rozpoczął realizację strategii wyjścia – banki strefy euro zwróciły prawie 450 mld EUR pożyczonych od EBC rok temu. Jednocześnie utrzymująca się niepewność odnośnie sytuacji fiskalnej wywarła presję na kurs CHF (aprecjacja w wyniku poszukiwania „bezpiecznej przystani”) i zmusiła bank centralny Szwajcarii do znaczących interwencji na rynku walutowym.

| Wskaźnik | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|------|------|------|------|------|
| PKB r/r | 6.8 | 5.1 | 1.8 | 3.1 | 4.2 |
| Inflacja (średnia w okresie) | 2.4 | 4.3 | 3.5 | 2.6 | 2.9 |
| Saldo na rachunku obrotów bież. (% PKB) | -4.5 | -5.3 | -1.6 | -1.8 | -2.9 |
| Stopa bezrobocia (koniec okresu) | 11.4 | 9.5 | 11.9 | 12.1 | 10.9 |
| Stopa bazowa NBP (koniec okresu) | 5.00 | 5.00 | 3.50 | 3.75 | 5.00 |

| Wskaźnik | 2009 | | | | 2010 | |
|----------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 |
| PKB r/r | 1.8 | 3.3 | 3.0 | 2.7 | 3.2 | 3.9 |
| Inflacja r/r (średnia w okresie) | 3.5 | 3.3 | 3.0 | 2.1 | 2.2 | 2.8 |
| Stopa bazowa NBP (koniec okresu) | 3.50 | 3.50 | 3.50 | 3.50 | 3.50 | 3.75 |

Lipiec 2010

GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

| | Gru 09 | Sty 10 | Lut 10 | Mar 10 | Kwi 10 | Maj 10 | Cze 10 |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| PKB i produkcja | | | | | | | |
| PKB | 3,3% | | | 3,0% | | | 2,7% |
| Popyt krajowy | 0,9% | | | 2,2% | | | |
| Spożycie indywidualne | 1,7% | | | 2,2% | | | |
| Nakłady brutto na środki trwałe | 1,1% | | | -12,4% | | | |
| Wartość dodana | 3,3% | | | 2,8% | | | |
| w przemyśle | 5,5% | | | 11,2% | | | |
| w budownictwie | 3,5% | | | -5,8% | | | |
| w sektorze usług rynkowych | 2,3% | | | -0,7% | | | |
| Produkcja przemysłowa r/r | 7,4% | 8,5% | 9,2% | 12,3% | 9,7% | 14,0% | 11,0% |
| Produkcja przemysłowa m/m | -5,3% | -5,4% | 3,1% | 18,9% | -9,2% | 2,0% | 3,3% |
| Sprzedaż detaliczna r/r | 7,2% | 2,5% | 0,1% | 8,7% | -1,6% | 4,3% | 2,7% |
| Sprzedaż detaliczna m/m | 21,1% | -24,4% | -4,0% | 21,9% | -5,6% | 3,1% | 1,1% |
| Rynek pracy | | | | | | | |
| Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN) | 3 652,40 | 3 231,13 | 3 288,29 | 3 493,42 | 3 398,67 | 3 346,61 | 3376,65 |
| Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r | 6,5% | 0,5% | 2,9% | 4,8% | 3,2% | 4,8% | 2,7% |
| Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m | 7,3% | -11,5% | 1,8% | 6,2% | -2,7% | -1,5% | 0,9% |
| Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r | -1,8% | -1,4% | -1,1% | -0,6% | 0,0% | 0,5% | 1,0 |
| Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m | -0,2% | 0,9% | -0,2% | 0,0% | 0,3% | 0,2% | 0,2% |
| Stopa bezrobocia | 11,9% | 12,7% | 13,0% | 12,9% | 12,3% | 11,9% | 11,6% |
| Handel zagraniczny | | | | | | | |
| Rachunek obrotów bieżących (mln EUR) | -1 070 | -672 | 67 | -458 | -424 | 120 | |
| Saldo wymiany towarów na bazie trans. (mln EUR) | -627 | -104 | -177 | -526 | -368 | -220 | |
| Eksport na bazie transakcji r/r (w EUR) | 12,6% | 14,0% | 20,5% | 21,5% | 21,5% | 21,1% | |
| Import na bazie transakcji r/r (w EUR) | -3,3% | 8,3% | 21,7% | 24,6% | 23,0% | 23,7% | |
| Rachunek obrotów bieżących (% PKB) | -1,6% | -1,5% | -1,8% | -1,9% | -1,8% | -1,8% | |
| Ceny | | | | | | | |
| Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m | 0,0% | 0,6% | 0,2% | 0,3% | 0,4% | 0,3% | 0,2% |
| Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r | 3,5% | 3,5% | 2,9% | 2,6% | 2,4% | 2,2% | 2,1% |
| Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r | 2,6% | 2,4% | 2,2% | 2,0% | 1,9% | 1,6% | 1,5% |
| Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m | -0,2% | 0,4% | -0,1% | -0,2% | 1,4% | 1,6% | 0,8% |
| Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r | 2,1% | 0,2% | -2,4% | -2,6% | -0,4% | 1,5% | 1,5% |
| Agregaty monetarne | | | | | | | |
| Podaż pieniądza M3 (mld PLN) | 720,3 | 711,0 | 715,6 | 721,5 | 721,2 | 737,7 | 748,5 |
| Podaż pieniądza r/r | 8,1% | 6,3% | 5,1% | 5,5% | 6,1% | 7,6% | 7,9% |
| Kredyty dla gospodarstw domowych r/r | 12,0% | 8,6% | 5,5% | 5,7% | 8,4% | 9,6% | |
| Kredyty dla przedsiębiorstw r/r | -3,7% | -5,5% | -7,2% | -9,1% | -7,4% | -6,0% | |
| Depozyty gospodarstw domowych r/r | 15,3% | 13,0% | 11,4% | 9,5% | 8,9% | 9,2% | |
| Depozyty przedsiębiorstw r/r | 10,4% | 6,3% | 7,8% | 10,4% | 13,3% | 14,7% | |
| Kursy walutowe | | | | | | | |
| Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca) | 4,10 | 4,05 | 3,94 | 3,86 | 3,93 | 4,08 | 4,14 |
| Kurs USD/PLN (koniec miesiąca) | 2,86 | 2,92 | 2,89 | 2,85 | 2,95 | 3,31 | 3,38 |
| Stopy procentowe | | | | | | | |
| Stopa interwencyjna NBP | 3,50% | 3,50% | 3,50% | 3,50% | 3,50% | 3,50% | 3,50% |
| Stopa lombardowa | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% | 5,00% |
| Stopa depozytowa | 2,00% | 2,00% | 2,00% | 2,00% | 2,00% | 2,00% | 2,00% |
| WIBOR 3M | 4,17% | 4,09% | 4,05% | 4,00% | 3,76% | 3,76% | 3,76% |
| Rentowność obligacji 2Y | 5,22% | 4,99% | 4,91% | 4,57% | 4,58% | 4,66% | 4,85% |
| Rentowność obligacji 5Y | 5,96% | 5,60% | 5,51% | 5,15% | 5,17% | 5,27% | 5,42% |
| Rentowność obligacji 10Y | 6,26% | 6,11% | 6,06% | 5,51% | 5,62% | 5,80% | 5,94% |
| Gospodarka światowa | | | | | | | |
| Inflacja w strefie euro (r/r) | 0,9% | 1,0% | 0,9% | 1,4% | 1,5% | 1,6% | 1,4% |
| Wzrost PKB w strefie euro (r/r) | -2,1% | | | 0,6% | | | |
| Stopa podstawowa ECB | 1,00% | 1,00% | 1,00% | 1,00% | 1,00% | 1,00% | 1,00% |
| Inflacja w USA (r/r) | 2,7% | 2,6% | 2,1% | 2,3% | 2,2% | 2,0% | |
| Wzrost PKB w USA (k/k, ann.) | 5,6% | | | 2,7% | | | |
| Stopa docelowa Fed Funds | 0,00-0,25% | 0,00-0,25% | 0,00-0,25% | 0,00-0,25% | 0,00-0,25% | 0,00-0,25% | 0,00-0,25% |

Źródło: GUS, NBP, Eurostat, Reuters, ECB, Rezerwa Federalna, BRE Bank S.A. Kursywą oznaczono prognozy.

Lipiec 2010

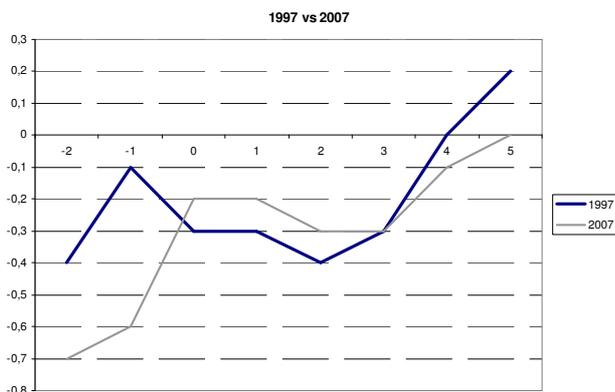
SFERA REALNA

Czerwiec w sferze realnej gospodarki polskiej był miesiącem zaskakującym – jeśli chodzi o „twarde” dane to jednoznacznie pozytywnie. Niepokojąca jest natomiast znaczna obniżka optymizmu konsumentów, która stanowi największe ryzyko dla wzrostu PKB w kolejnych miesiącach i to właśnie ona wymaga monitoringu w kolejnych miesiącach.

Rynek pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 0,5% r/r. W ujęciu absolutnym przekłada się to na wzrost liczby miejsc pracy o 11 tys. Tempo poprawy sytuacji na rynku pracy uległo w ostatnich dwóch miesiącach wyjątkowemu przyspieszeniu i oczekujemy utrzymania tej tendencji. Efekt powodzi powinien być co najwyżej neutralny dla zatrudnienia. Nie wykluczamy natomiast pozytywnego wpływu na stopę bezrobocia (gdzie w statystyce ujęte są roboty interwencyjne) – historycznie okres po powodzi łączył się z przyspieszeniem sezonowych spadków stopy bezrobocia, co jest widoczne na przedstawionym wykresie (wyraźne załamanie zależności w czasie 3 miesięcy łącznie z miesiącem powodzi). Z tego też względu przyspieszenie spadków stopy bezrobocia począwszy od czerwca do sierpnia może być znaczne. Potwierdzeniem tej hipotezy jest najnowszy szacunek stopy bezrobocia MPIPS w czerwcu, zakładający spadek do 11,6% z 11,9% (a może nawet do 11,5%), co na tle pozostałych miesięcy wydaje się spadkiem znacznym.

Wykres 1. Porównanie miesięcznych spadków stopy bezrobocia (w pp.) w roku 1997 i 2007. Okres „0” wyznacza lipiec (miesiąc powodzi z 1997 roku).



Powódź w 1997 roku uderzyła w czasie, gdy gospodarka wchodziła w fazę spowolnienia. Dlatego też szukając odpowiednich analogii w czasie należy odnaleźć nie tylko lata bez efektów jednorazowych, lecz także w podobnej fazie cyklu (mniej więcej oczywisty powinien być fakt, że w trendzie spadkowym sezonowe spadki są ostrzejsze i vice versa). Stąd też dobrym punktem odniesienia jest 2007 rok, kiedy gospodarka wchodziła w fazę spowolnienia po okresie silnych spadków stopy bezrobocia.

W maju dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw wzrosła do 4,8% r/r z 3,2% r/r zanotowanych w kwietniu. Wzrost dynamiki wynagrodzeń częściowo tłumaczą efekty jednorazowe (silne podwyżki w sekcji górnictwo), jednak trend na najbardziej elastycznym sektorze przetwórstwa przemysłowego pozostaje zdecydowanie pozytywny. Stąd też oczekujemy, że kolejne miesiące mogą przynieść dalszy wzrost przeciętnej płacy, co byłoby spójne ze stabilizacją zatrudnienia w polskiej gospodarce. W całym 2010 oczekujemy wzrostu płac o 4-5%, zgodnie także z trendami obserwowanymi w zatrudnieniu.

Sektor przemysłowy

W maju roczna dynamika produkcji przemysłowej wzrosła do 14,0% z 9,7% zanotowanych w kwietniu; ponad 15% r/r wzrost zanotowano w przetwórstwie przemysłowym. Podkreślić należy, że wysokim wzrostem produkcji przemysłowej towarzyszyły gorsze wskazania badań koniunktury (nie uległy one istotnej poprawie także w czerwcu). Również powódź, wbrew doniesieniom medialnym, okazuje się bez większego wpływu na polski przemysł. Wzrosty produkcji zanotowano w 25 z 34 sekcji przemysłu. Struktura wzrostu produkcji (elektronika ponad 95% wzrost r/r, komputery, metale) wskazuje, że polski przemysł podlega coraz większemu wpływowi ożywienia w napędzanej eksportem gospodarce niemieckiej.

Popyt na towary przetwórstwa przemysłowego można z grubsza dekomponować na 3 składniki: 1) popyt ze strony gospodarki niemieckiej (sekcje podłączone pod handel wewnątrz-korporacyjny i sekcje całkowicie autonomiczne, korzystające z korzystnych warunków zaistniałych w wyniku deprecjacji złotego), 2) odbudowa zapasów (autonomiczny cykl względem cyklu tradycyjnie wyznaczanego wahaniami realnego PKB), 3) finalny (konsumpcyjny) popyt wewnętrzny. Znaczenie pierwszych dwóch czynników powinno w najbliższym czasie pozostawać pozytywne (patrz silne wzrosty zamówień w gospodarce niemieckiej + początek wyższych przyrostów zapasów, zwłaszcza w odniesieniu do poziomu PKB). Istotnym ryzykiem pozostaje natomiast zachowanie krajowego popytu finalnego, o czym poniżej.

Sprzedaż i konsumpcja krajowa

Sprzedaż detaliczna wzrosła w maju nieoczekiwanie o 4,3% w ujęciu rocznym. Część wzrostu wynika – jak sygnalizowaliśmy wcześniej – z wyczyszczenia efektu bazowego związanego z Wielkanocą (oraz po części żałobą narodową), który szacujemy na około

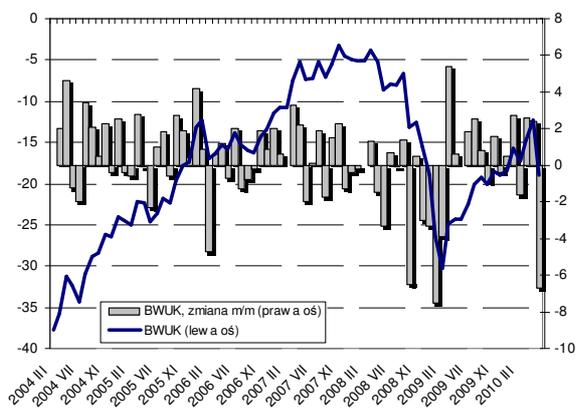
Lipiec 2010

+3-4pp. Wyższa dynamika sprzedaży stoi natomiast w sprzeczności z publikowanymi indeksami koniunktury oraz notowaną przez MF bardzo niską dynamiką wpływów z podatku VAT.

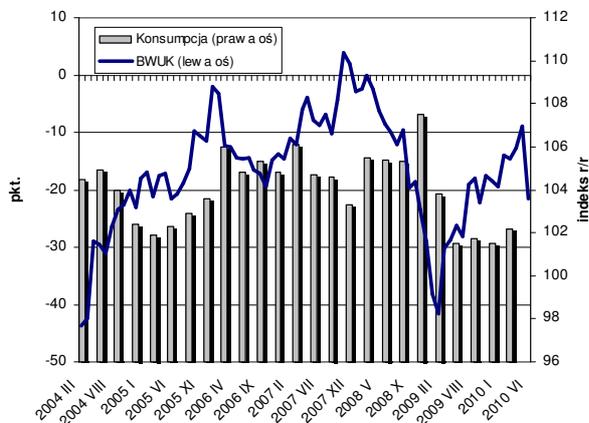
Przechodząc do szczegółów, pozytywne niespodzianki odnotowano w kategorii sprzedaż samochodów (+6,9% r/r wobec -7,6% w poprzednim miesiącu), sprzedaż mebli, RTV i AGD (+24,4% r/r wobec 18,8% r/r miesiąc wcześniej), odzież i obuwie (7,5% wobec -6,3). Co prawda część wzrostów to wynik przeniesienia konsumpcji kwietniowej, to jednak kompozycja wzrostów sugerowałaby także, że odbudowa majątku po powodzi powoli się rozpoczyna i powinna trwać w kolejnych miesiącach, kiedy jej efekty będą najlepiej identyfikowalne. Z punktu widzenia rynku pracy (na którym trwające procesy mają charakter w dużej mierze inercyjny, stąd też nagłe zmiany trendu są bardzo mało prawdopodobne) nie widzimy obecnie zagrożeń dla sprzedaży i konsumpcji indywidualnej. Niemniej jednak, skłonność do konsumpcji gospodarstw domowych może zostać obecnie wystawiona na ciężką próbę.

Powodem jest ostry spadek optymizmu konsumentów odnotowany w czerwcu (w identycznej niemal skali i podobnie nieoczekiwany jak zachowanie indeksu Conference Board w USA co rodzi także pytania o przyczynę koincydencji), niepokojący tym bardziej, że odnotowany „na” wzrostowym trendzie tego wskaźnika – patrz rysunek.

Wykres 2. Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej.



Wykres 3. Bieżący wskaźnik ufności konsumenckiej i konsumpcja indywidualna. Ryzyko wypłaszczenia ścieżki konsumpcji?



Warto zwrócić w tym kontekście uwagę na dwie kwestie: 1) zaburzenie tej skali notowane na wzrostowym trendzie historycznie łączyło się z wyhamowaniem wzrostów na co najmniej kilka miesięcy (oczywiście jest to stwierdzenie dość kruche z uwagi na krótki szereg czasowy i oparcie go na zaledwie jednym wydarzeniu, niemniej jednak w podobnej fazie cyklu koniunkturalnego) – patrz wiosna 2006, 2) wypłaszczenie wzrostów wskaźnika ufności konsumenckiej łączyło się w tym okresie z wypłaszczeniem ścieżki konsumpcji – patrz wykres 3. Co ciekawe, w komentarzu do najnowszej ankiety o koniunkturze GUS odnotował, że „zaobserwowane w czerwcu 2010 r. znaczne pogorszenie skłonności konsumentów do dokonywania zakupów konsumpcyjnych może wpłynąć na spowolnienie dynamiki konsumpcji indywidualnej w najbliższych miesiącach, jeżeli zanotowany poziom ocen się utrwali, natomiast nie powinny istotnie wpłynąć na poziom dynamiki konsumpcji w II kwartale br.”. Biorąc pod uwagę powyższe kwestie trudno się z tym stwierdzeniem nie zgodzić.

Marcin Mazurek

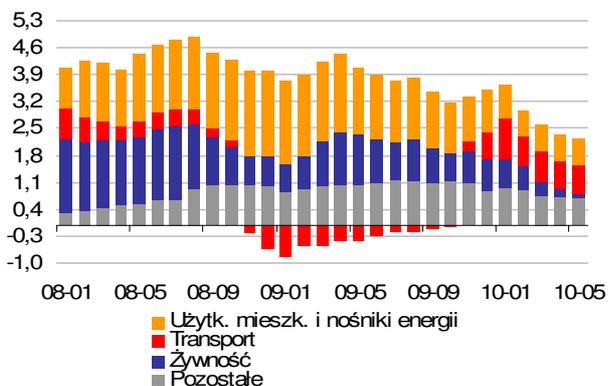
Lipiec 2010

SFERA NOMINALNA I POLITYKA MONETARNA

Coraz wolniejszy spadek inflacji

Maj przyniósł dalszy spadek inflacji CPI - do 2,2%/r z 2,4%/r w kwietniu. Za obniżanie się inflacji wciąż odpowiedzialne są w głównej mierze silne ujemne efekty wysokiej bazy statystycznej z zeszłego roku (vide: szybki wzrost cen w I poł. 2009 r. będący pokłosiem deprecjacji złotego). Widoczne są one w szczególności w kategoriach „żywność i napoje bezalkoholowe”, „transport” i „użytkowanie mieszkania i nośników energii” (patrz: Wykres 4), a także w nieco mniejszym stopniu „rekreacja i kultura” oraz „restauracje i hotele”, wskutek czego spadkowi głównego wskaźnika inflacji towarzyszy spadek inflacji bazowej (z wyłączeniem cen żywności i energii).

Wykres 4. Udziały w dynamice CPI (pp, r/r)



Źródło: GUS, obliczenia BRE.

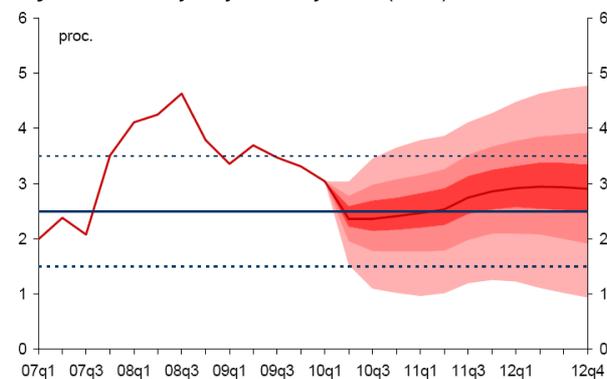
Od początku roku wskaźnik inflacji (w ujęciu rocznym) obniżył się o 1,3pp., przy czym w samym Q1 jego spadek wyniósł 0,9pp., zaś kolejne miesiące przyniosły już znacznie mniejsze zniżki inflacji. Spadkowy trend dynamiki cen konsumentów jest więc wciąż utrzymywany, lecz widoczne jest jego stopniowe wyhamowywanie wraz z wygaszaniem się negatywnych efektów bazy statystycznej. Minimum inflacja CPI osiągnie najprawdopodobniej w miesiącach wakacyjnych (na poziomie nieco poniżej 2,0%/r), po czym na jesieni wraz z zanikiem efektów bazy oraz pojawieniem się opóźnionych proinflacyjnych efektów obecnego osłabienia złotego dynamika cen konsumentów zacznie stopniowo iść w górę.

Łagodniejszy wzrost inflacji w czerwcowej projekcji NBP

Według najnowszej, czerwcowej projekcji inflacji NBP, inflacja CPI wyniesie w 2010 r. 2,5%/r, po czym w kolejnych latach przyspieszy do 2,7%/r w 2011 r. oraz 2,9%/r w 2012 r. Z kolei wzrost gospodarczy w 2010 r. szacowany jest przez analityków

NBP na 3,2%/r, a w latach 2011-12 odpowiednio na 4,6%/r (2011 r.) i 3,7%/r (patrz: Wykresy 5 i 6).

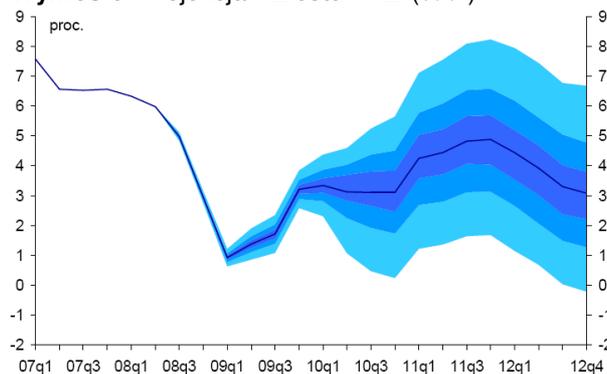
Wykres 5. Projekcja inflacji CPI (%/r)



Źródło: NBP.

Kluczowe zmiany w założeniach egzogenicznych modelu prognostycznego w stosunku do lutowej projekcji polegały na ustaleniu niższej ścieżki wzrostu gospodarczego i stóp procentowych zagranicą, niższego kursu EUR-USD (usztywniony w okolicach 1,25) oraz silnej rewizji w górę transferów z UE w 2011 r. (przesunięcie inwestycji infrastrukturalnych z roku 2012). Z kolei reestymacja modelu spowodowała m.in. osłabienie wpływu deficytu budżetowego i dysparytetu stóp procentowych na kurs walutowy oraz wzmocnienie przełożenia luki popytowej na ceny.

Wykres 6. Projekcja wzrostu PKB (%/r)



Źródło: NBP.

Powyższe modyfikacje wraz ze zmianą warunków startowych projekcji poskutkowały istotnymi zmianami w prognozie zarówno PKB jak i inflacji. Jeśli chodzi o strukturę PKB, w związku ze wspomnianą relokacją transferów unijnych przesunięciu z roku 2012 na 2011 uległa znaczna część inwestycji publicznych (chodzi głównie o inwestycje infrastrukturalne związane z przygotowaniem do EURO 2012), co znacząco podniosło dynamikę PKB w 2011 r. (do

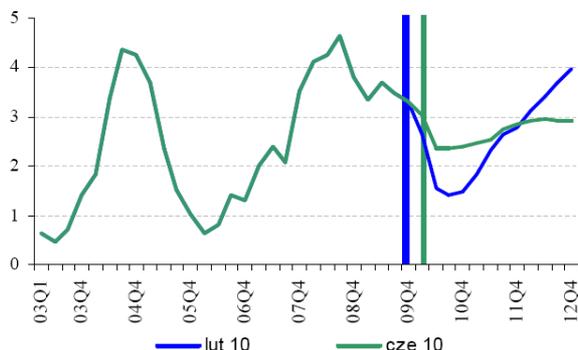
Lipiec 2010

4,6%/r z 2,9%/r w poprzedniej projekcji). Wyższa prognoza wzrostu gospodarczego na lata 2011-2012 to również efekt wyższej ścieżki spożycia indywidualnego.

Według analityków NBP przeważają negatywne ryzyka dla scenariusza projekcji w zakresie PKB, a składają się na nie przede wszystkim zagrożenie niższym wykorzystaniem funduszy UE oraz zacieśnieniem polityki fiskalnej przez rząd (zarówno cięcia wydatków jak i zwiększenie dochodów).

Z kolei prognozowana ścieżka inflacji uległa wyraźnemu wypłaszczeniu w stosunku do poprzedniej projekcji (patrz: Wykres 7), która zakładała co prawda głębszy jej spadek w 2010 r., lecz za to bardzo szybkie odbicie w kolejnych dwóch latach. Podczas gdy według lutowej projekcji inflacja CPI w 2012 r. wychodziła poza dopuszczalny przedział wahań wokół celu inflacyjnego (1,5-3,5%/r), czerwcową projekcją zakłada, że w całym horyzoncie projekcji utrzyma się ona poniżej 3,0%/r. Czynnikiem stojącym za niższą ścieżką inflacji są m.in. silniejszy kurs złotego oraz niższa dynamika jednostkowych kosztów pracy.

Wykres 7. Porównanie lutowej i czerwcowej projekcji inflacji CPI (%/r)

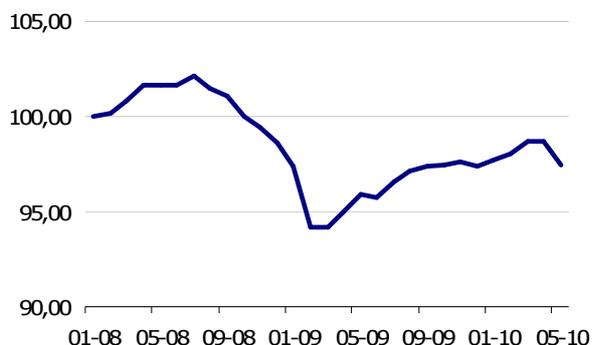


Źródło: NBP.

Ryzyka dla scenariusza inflacyjnego określone zostały przez analityków NBP jako zbilansowane. W naszej opinii przeważają jednak ryzyka wyższej inflacji. Po pierwsze, istnieje wciąż wysokie ryzyko dalszej deprecjacji złotego w związku z utrzymującą się niepewnością na światowych rynkach finansowych wskutek poważnych problemów fiskalnych peryferyjnych krajów strefy euro (już dotychczasowe osłabienie złotego wyraźnie poluzowało krajowe warunki monetarne – patrz: Wykres 8). Po drugie, w dłuższym okresie jednym z kluczowych ryzyk dla inflacji jest sytuacja na krajowym rynku energii – szeroko zakrojone plany inwestycyjne koncernów energetycznych na najbliższe lata, kwestia opłat za nadmiarowe emisje dwutlenku węgla, a także zamieszanie wokół podstaw prawnych regulacji detalicznego rynku energii w Polsce (niektóre firmy zmieniają już swoje taryfy bez akceptacji Urzędu Regulacji Energetyki) mogą

przyczynić się do znacznych wzrostów cen energii w kolejnych latach.

Wykres 8. Indeks warunków monetarnych¹



Źródło: Bloomberg, obliczenia BRE.

Podsumowując, czerwcową projekcją inflacji NBP zarysowuje z jednej strony obraz wyraźnie szybszego wzrostu gospodarczego w średnim i dłuższym terminie niż projekcja lutowa, lecz z drugiej zdecydowanie bardziej stabilną ścieżkę przyszłej inflacji, co w kontekście bezpośredniego celu inflacyjnego NBP sugeruje nieco bardziej gołębie perspektywy dla polityki monetarnej.

RPP zaostrza retorykę

Czerwcowe posiedzenie RPP było pierwszym pod przewodnictwem nowo wybranego szefa NBP M. Belki. Zgodnie z przewidywaniami nie przyniosło zmian stóp procentowych (główna nadal na poziomie 3,50%), nie mniej jednak zaszyły pewne dość istotne zmiany w komunikacie RPP opublikowanym po posiedzeniu.

Kluczową zmianą w stosunku do poprzedniego komunikatu było usunięcie zdania informującego o zbilansowanych ryzykach dla kształtowania się inflacji powyżej lub poniżej celu inflacyjnego, czyli wyrażonej *explicite* deklaracji o neutralnym nastawieniu w polityce pieniężnej. Zamiast powyższego zdania pojawiła się natomiast informacja o przeprowadzeniu przez Radę dyskusji nad czynnikami mogącymi wzmocnić presję inflacyjną w średnim okresie, sugerująca nie wprost przejście Rady do nastawienia restrykcyjnego.

Zaostrzenie antyinflacyjnej retoryki widoczne jest także we fragmencie, w którym Rada jako czynnik dalszego spadku inflacji w najbliższych miesiącach przytacza jedynie ujemne efekty bazy statystycznej z zeszłego roku, pomijając zupełnie czynniki ekonomiczne, które wymieniane były jeszcze w majowym komunikacie. Co ważne, zaostrzenie stanowiska

¹ Indeks oparty o realny efektywny kurs walutowy i realny poziom stóp procentowych. Wzrost indeksu oznacza zacieśnienie warunków monetarnych.

Lipiec 2010

RPP dokonane zostało mimo publikacji przez NBP omówionej powyżej nowej projekcji inflacji zakładającej wolniejszy niż w poprzedniej projekcji wzrost dynamiki cen.

Bardziej restrykcyjne nastawienie Rady potwierdzają wypowiedzi niektórych jej członków, którzy w ostat-

nich tygodniach sugerowali potrzebę podwyżek kosztu pieniądza jeszcze w tym roku (vide: wypowiedzi A. Zielińskiej-Głębockiej i A. Glapińskiego o potrzebie podwyżki stóp o 50pb do końca 2010 r.).

Piotr Piękoś

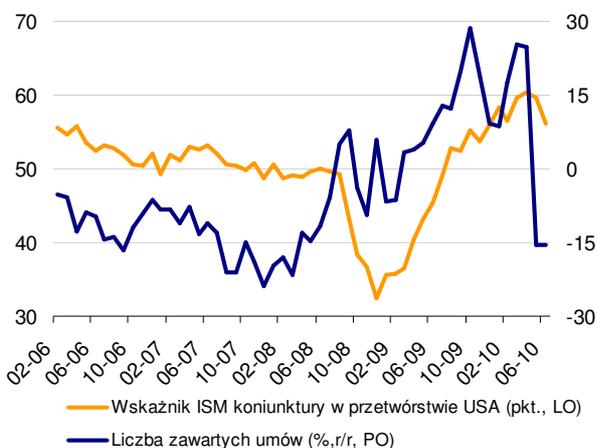
Lipiec 2010

GOSPODARKA GLOBALNA

Powolne odbicie od dna w USA i w strefie euro

Informacje płynące z gospodarki amerykańskiej przedstawiają mieszany obraz kształtowania się przyszłej sytuacji w USA. Dane, które napłynęły niekoniecznie wskazują na kontynuację szybkiego odbicia gospodarki amerykańskiej od dołka. Odczyty wskaźników m.in. ISM, liczby nowych umów na sprzedaż domów czy też dane z rynku pracy (Wykresy 9 i 10) sugerują, że kontynuacja wysokiego tempa wychodzenia z recesji może zostać powstrzymana.

Wykres 9. Wskaźnik koniunktury ISM w przetwórstwie (pkt., LO) oraz liczba nowych umów na sprzedaż domów (% , r/r, PO).

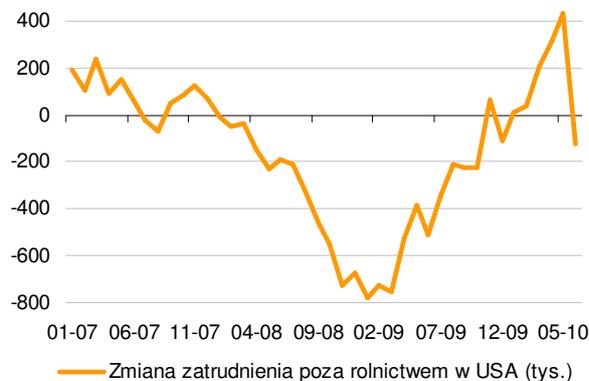


Źródło: Bloomberg.

Dodatkowo, spadek stopy bezrobocia o 0,2 pkt. proc., do 9,5% w czerwcu był przede wszystkim wynikiem zmian w aktywności zawodowej (koniec zapotrzebowania na pracowników do przeprowadzenia spisu powszechnego), niż wynikiem zmian popytu na pracę.

Również komunikat po posiedzeniu Fed wskazuje, że władze USA dostrzegają ryzyko osłabienia momentum przez gospodarkę USA. Dodatkowym czynnikiem niepewności jest sytuacja w sektorze budowlanym, gdzie spadki na rynku wtórnym są korektą przesuniętego w czasie popytu związanego z wygasającą ulgą podatkową związaną z nabyciem domu. Uzasadnia to również zmianę tonu w komunikacie Fed, gdzie mówi się o trwałości wzrostu wobec sformułowania o przyspieszeniu wzrostu w poprzednim komunikacie. Wydaje się, że na zmianę sformułowania wpływ mogła mieć również sytuacja w strefie euro i ryzyko eskalacji kryzysu fiskalnego na kolejne państwa, pogarszające dodatkowo nastroje producentów i konsumentów. Najprawdopodobniej gospodarki USA i strefy euro będą inaczej wychodzić z kryzysu,

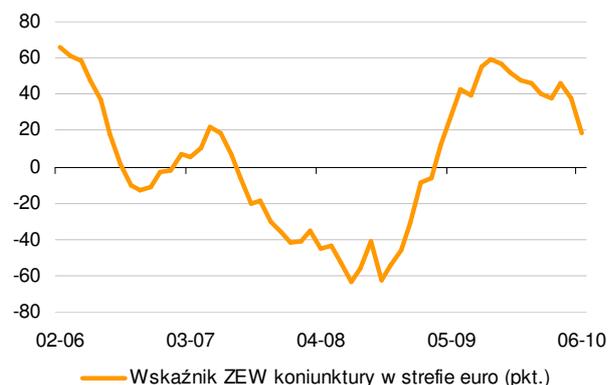
Wykres 10. Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem w USA (tys.).



Źródło: Bloomberg.

w USA wydaje się, że będą przeważać zwolennicy dalszej stymulacji fiskalnej. Natomiast w strefie euro przeważać będzie opcja konieczności wycofywania fiskalnych stymulatorów gospodarki, co dało się odczuć wyraźnie podczas szczytu państw grupy G20 w Toronto (choć rządy państw strefy euro zostały *de facto* zdyscyplinowane do przyjęcia tego stanowiska przez rynki finansowe). Konsolidacja fiskalna w strefie euro rodzi dodatkową wątpliwość w kwestii szybkiego przyspieszenia wzrostu w strefie euro (Wykres 11).

Wykres 11. Wskaźnik ZEW koniunktury w strefie euro (pkt.)



Źródło: Bloomberg.

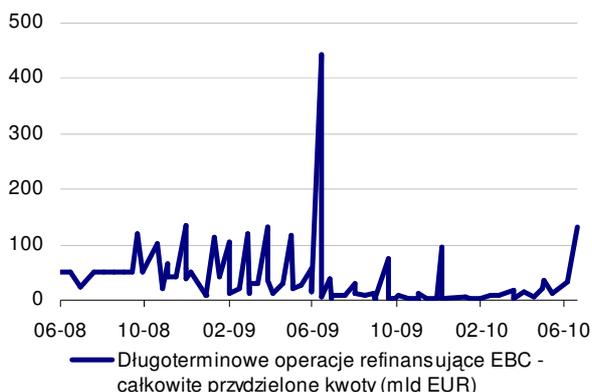
Oczekiwać należy raczej skupienia uwagi rządów państw strefy euro na odzyskaniu zaufania do niektórych krajów przez rynki finansowe (w końcu czerwca nastąpiły obniżki ratingów długu kilku regionów Hiszpanii).

Lipiec 2010

Krok ku realizacji „strategii wyjścia” przez ECB

1 lipca br. ECB otrzymał prawie 450 mld EUR od banków w strefie euro, które rok temu otrzymały zasilanie w płynność tej wielkości.

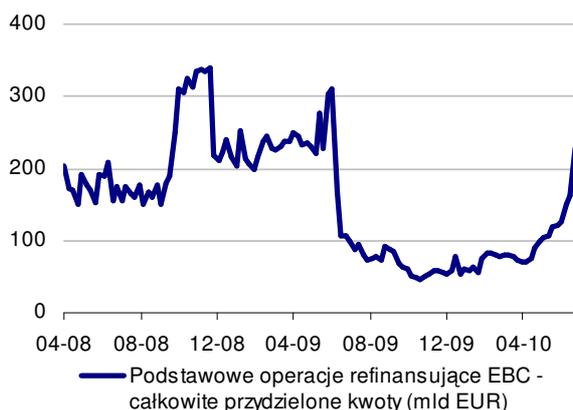
Wykres 12. Kwota przydzielona długoterminowych operacji refinansujących (mld EUR).



Źródło: ECB.

Ponadto popyt na środki z terminem zwrotu 91 dni okazał się być niższy od oczekiwań (tylko nieco ponad 130 mld EUR). Jednocześnie okazało się, że popyt na krótkookresową płynność był również wysoki (w operacji dostrajającej 1 lipca br. i podstawowej 7 lipca br.), co oznacza, że część banków ciągle ma kłopoty ze znalezieniem źródeł finansowania. (Wykres 12 i 13).

Wykres 13. Kwota przydzielona podstawowych operacji refinansujących (mld EUR).



Źródło: ECB.

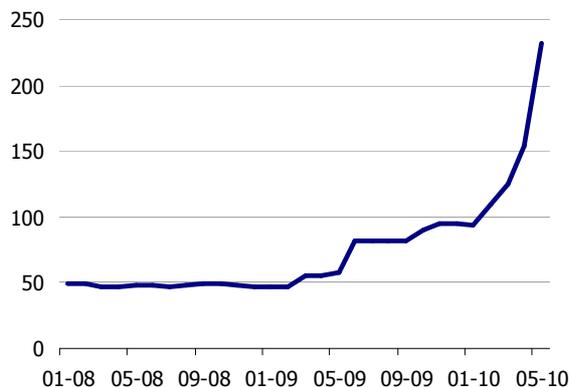
Z drugiej strony ECB rozpoczął wspieranie rynków obligacji rządowych dokonując skupu papierów *sovereign debt*, co dotyczy głównie państw peryferii Unii. Wydaje się, że działanie to będzie nadal kontynuowana, a ECB będzie nadal działał w kierunku stabilizacji rozchwianego rynku obligacji, w szczególności, że uwaga ponownie skupiła się na sytuacji banków,

tym razem z powodu stress testów, jakie przeprowadzają nadzorca bankowi w krajach strefy euro.

Szacuje się, bowiem, że w wyniku oceny ok. 20 europejskich banków będzie zmuszone do podniesienia kapitału w łącznej wysokości ok. 30 mld EUR. Problem ten dotyczy głównie banków w krajach peryferyjnych Unii, (ale może dotyczyć również niemieckich Landesbanków) zaangażowanych dodatkowo w obligacje swoich rządów, co pogłębia ryzyko wystąpienia „efektu zarażania” – potencjalnej kolejnej odsłony kryzysu finansowego. Należy dodać, że sposób komunikacji wyników testów (zakres wyników oraz dane indywidualne banków) może odegrać istotną rolę w ocenie wiarygodności nie tylko samych banków, ale również stabilności systemów bankowych całych krajów nie tylko przez rynki, ale również przez obsłużaną ludność.

Powiększająca się niepewność sprawiła, że rynki zaczęły poszukiwać nowych bezpiecznych przystani. Tym razem uwagę przykuła Szwajcaria, w której to kapitał szukał schronienia w obliczu zwiększenia się ryzyka zarażenia kolejnych państw w strefie euro. Dane, jakie opublikował w czerwcu Bank Centralny Szwajcarii (SNB) wskazują, że w maju miały miejsce rekordowe interwencje na rynku walutowym, mające na celu spowolnienie tempa aprecjacji franka szwajcarskiego wywołanego napływem kapitału i obawą o wystąpienie deflacji. Pomimo rekordowej sprzedaży CHF na rynkach (Wykres 14), SNB wycofał się z interwencji. Oficjalny komunikat opublikowany wraz z nowym zestawem prognoz makroekonomicznych mówił o zniknięciu ryzyka deflacji w Szwajcarii i stopniowym powrocie na ścieżkę szybszego wzrostu gospodarczego.

Wykres 14. Aktywa inwestycyjne SNB denominowane w walucie obcej (mld CHF).



Źródło: SNB.

Możliwość odwrócenia trendu aprecjacyjnego CHF jest zdeterminowana przede wszystkim przez zmiany niepewności odnośnie szybkości ożywienia na świecie. Silny frank może wpłynąć zniekształcająco

Lipiec 2010

na systemy bankowe w niektórych krajach rodząc dodatkowe ryzyka związane ze stabilnością sektora (w naszym regionie banki węgierskie mogą odnotować znaczne pogorszenie jakości kredytów ze względu na strukturę walutową udzielanych kredy-

tów, może to mieć dalsze konsekwencje w postaci „zarażania się” banków austriackich silnie zaangażowanych na Węgrzech).

Michał Rot

Lipiec 2010

EUROMONITOR

| | | Kryteria konwergencji* | |
|--------|--|--|--|
| | | <ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 1,8% (maj 2010) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 5,99% (maj 2010) Deficyt budżetu: <3,0% PKB Dług publiczny: < 60,0% PKB Członkostwo w ERM2: 2 lata | Kurs walutowy oraz 2,5% i 15% paśma wahań wokół kursu centralnego ERM2 w okresie ostatnich 2 lat w przypadku państw spoza ERM2 – wokół kursu z początku okresu obserwacji) |
| Polska | | <ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 3,6% (maj 2010) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 6,05% (maj 2010) Deficyt budżetu: 7,1% PKB (2009) Dług publiczny: 51,0% PKB (2009) Członkostwo w ERM2: nie | |
| Czechy | | <ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 0,3% (maj 2010) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 4,52% (maj 2010) Deficyt budżetu: 5,9% PKB (2009) Dług publiczny: 35,4% PKB (2009) Członkostwo w ERM2: nie | |
| Węgry | | <ul style="list-style-type: none"> Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 5,1% (maj 2010) Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 7,82% (maj 2010) Deficyt budżetu: 4,0% PKB (2009) Dług publiczny: 78,3% PKB (2009) Członkostwo w ERM2: nie | |

*Kryteria konwergencji ze strefą euro zostały ustalone w Traktacie z Maastricht z 1992 r. i obejmują pięć obszarów: stabilność cen (inflacja HICP w okresie 12 miesięcy poprzedzających okres kwalifikacyjny nie może przekraczać średniej dla trzech krajów UE o najniższej, dodatniej stopie inflacji o więcej niż 1,5 pkt. proc.), długookresowe stopy procentowe (rentowność 10-letnich obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu nie może przekraczać o więcej niż 2 pkt. proc. średniej dla trzech krajów UE o najniższej, dodatniej stopie inflacji), stabilność finansów publicznych (brak procedury nadmiernego deficytu, co wymaga utrzymania deficytu fiskalnego poniżej 3% PKB, a długu publicznego poniżej 60% PKB), stabilność kursu walutowego (co najmniej dwa lata w systemie ERM2 bez poważnych napięć, czyli w granicach +/-15% od kursu centralnego) oraz zgodność legislacji (dostosowanie przepisów prawnych do wymogów UE). W naszym zestawieniu na bieżąco (w miarę publikacji danych przez Eurostat) monitorujemy stopień spełnienia pierwszych czterech kryteriów przez Polskę, Czechy i Węgry. Europejski Bank Centralny oraz Komisja Europejska co najmniej raz na dwa lata przygotowują raporty o konwergencji, oceniające stopień spełnienia kryteriów konwergencji, będący podstawą dla decyzji Rady UE o wyrażeniu zgody na przystąpienie danego państwa do strefy euro.

NA RYNKU

Rynek obligacji

Czerwiec okazał się kolejnym miesiącem redukcji ryzyka przez globalnych inwestorów. W połowie miesiąca doszło również do dość gwałtownej przeceny polskich obligacji i osłabienia złotego. Poza wymienianymi przez nas ryzykami dla długiego końca (brak średniookresowego planu fiskalnego) doszły ryzyka związane ze zmianą stóp procentowych NBP oraz przyzwoitym wynikiem J. Kaczyńskiego w I turze wyborów prezydenckich. Zmiana retoryki NBP w połączeniu z serią wyższych odczytów makro oraz dalszym osłabieniem złotego skutkowały wzrostami rentowności na krótkim końcu.

Zidentyfikowane kilka miesięcy temu ryzyka dla gospodarki globalnej wciąż pozostają aktualne. Słabsze momentum danych makroekonomicznych w USA i strefie euro (oczekiwania co do negatywnych skutków dla wzrostu PKB w związku z planowanym zacieśnieniem fiskalnym) nie wspierają klasy ryzykownych aktywów.

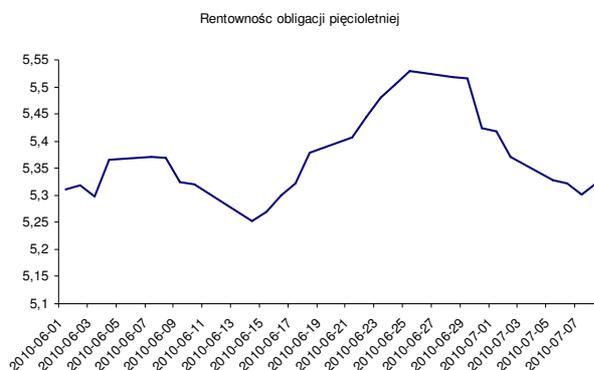
Polskie aktywa ciągle cieszą się statusem bezpiecznych na tle regionu i Unii Europejskiej. W średnim okresie dużym ryzykiem dla polskich papierów może okazać się jednak brak wiarygodnej konsolidacji fiskalnej (patrz niekorzystny kalendarz wyborczy i obawa przed gorszym wynikiem PO w wyborach parlamentarnych w 2011 r., brak projektów konkretnych ustaw redukujących wydatki). Z deficytem na poziomie 7% PKB (powodującym systematyczny wzrost długu w relacji do PKB) Polska już niedługo zacznie kontrastować z szeregiem krajów UE redukujących wydatki. Wydaje nam się, że po fazie, kiedy uwaga rynków zwrócona była na krótkookresowe, czy też kwestie płynności budżetu przechodzimy do fazy, gdzie coraz ważniejsze zaczynają być kwestie ograniczenia wzrostu deficytu i długu w długim terminie. O ile w 2010 potrzeby pożyczkowe zmniejszyły wpływ z prywatyzacji, finansowanie budżetu w 2011 roku jawi się jako dużo większe wyzwanie. Należy podkreślić, że pozytywny odbiór ewentualnych prób konsolidacji fiskalnej komplikuje fakt wzrostu podejrzliwości inwestorów do wszelkich działań naprawczych w naszym regionie.

O ile coraz mniej optymistycznie oceniamy perspektywy średniookresowe dla polskich papierów, najbliższy okres, czy wręcz okres wakacji, może sprzyjać utrzymaniu zmienności ich cen w ustalonych w ostatnich miesiącach przedziałach. Rynki już pozytywnie zareagowały na zwycięstwo Komorowskiego w wyborach prezydenckich i zapowiedzi wsparcia SLD (lub części ekspertów z tego środowiska) dla planu reform. Do bardziej agresywnej alokacji (jedynie w krótkim terminie) skłaniał również fakt wzrostu rentowności polskich obligacji do poziomów górnego

ograniczenia ostatnio ustanowionego przedziału. Systematycznie rośnie również zaangażowanie inwestorów zagranicznych w polskie aktywa. Inwestorzy ci, jak nam się wydaje, dali duży kredyt zaufania polskiemu rządowi i jak na razie nie widzą bodźca, który mógłby skutkować gwałtowną przeceną polskich papierów. Podtrzymaniu tego stanu rzeczy, podobnie jak w poprzednich miesiącach służyć może umiejętna polityka informacyjna Ministerstwa Finansów.

W najbliższym miesiącu przestrzeń do wzrostu rentowności na krótkim końcu wydaje się ograniczona ze względu na dobrą sytuację płynnościową budżetu (znaczną w tym rolę prywatyzacji) oraz wydłużony okres między decyzyjnymi posiedzeniami RPP i kontynuacją przez NBP polityki taniego pieniądza. Strategia przeważania krótkiego końca (jako substytut cashu) wydaje się jednak nieoptymalna w perspektywie kilkumiesięcznej, kiedy to spodziewamy się ponownego wzrostu inflacji oraz wymuszonej lub czegoś na kształt wyprzedzającej podwyżki stóp NBP. Prawdopodobieństwo realizacji takiego scenariusza zwiększają kolejne miesiące ze słabszym i bardziej zmiennym złotym.

Wykres 15. Rentowność obligacji 5Y

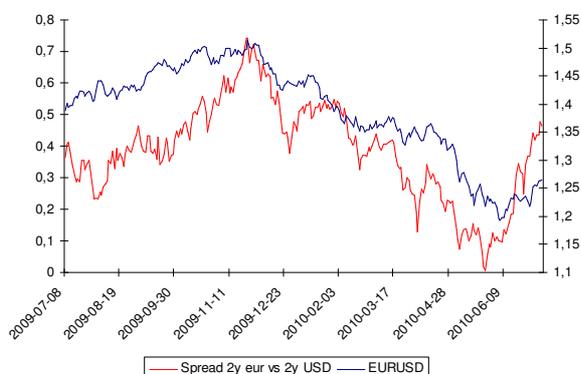


Kurs walutowy

EUR/USD

Wspieranie słabszego euro przez niektóre kraje strefy euro, choć dementowane wydaje się ukazywać faktyczne cele poszczególnych grup interesu. W kursie euro ciągle wyceniane ryzyko peryferii strefy euro (przede wszystkim zagrożenia związane z monitorowaniem programów konsolidacji fiskalnej), wsparcie problemami w CEE (kontestacja – na własne życzenie – ścieżki konsolidacji fiskalnej na Węgrzech). Komunikowanie przez Fed odłożenia momentu normalizacji polityki monetarnej wydaje się przesłanką do kontynuacji korekcyjnego osłabienia dolara (patrz: Wykres 16).

Lipiec 2010

Wykres 16. Porównanie dysparytetu stóp między USA i strefą euro i kursu EURUSD.**EUR/PLN**

Wygrana B. Komorowskiego w wyborach prezydenckich może okazać się jedynie krótkookresowym wsparciem dla złotego. Obie instytucje władzy wykonawczej w rękach PO przybliżają realizację scenariusza „sprawdzam”. Największe ryzyko widzimy w zbyt zachowawczej konsolidacji fiskalnej. W stronę ogra-

niczenia tempa aprecjacji polskiej waluty oddziaływają również zmiany cyrkulacji globalnego kapitału i unikanie przez inwestorów ryzykownych aktywów (niepewność co do kontynuacji ożywienia w USA, kłopoty peryferii w regionie CEE – Węgry). W tej sytuacji prywatyzacja i nowe emisje jawią się wyłącznie jako element stabilizacji kursu; bez pozytywnych efektów netto w najbliższym czasie. W średnim okresie złotego wspierać powinny jednak: utrzymanie dodatniego tempa wzrostu PKB, napływ inwestycji bezpośrednich (patrz również ambitne plany prywatyzacyjne), napływ kapitału portfelowego w związku z finansowaniem deficytu budżetowego. Oficjalnie wejście do ERM-2 odłożone na bliżej nieokreśloną przyszłość i podporządkowane unormowaniu zmienności kursu a także perspektywie spełnienia kryteriów konwergencji (coraz większy problem z kryterium inflacyjnym); strefa euro mimo wszystko w dalszym ciągu celem strategicznym.

Ernest Pytlarczyk

Lipiec 2010

KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

| | Lipiec 2010 | Sierpień 2010 | Wrzesień 2010 |
|---|----------------|------------------|------------------|
| POLSKA | | | |
| Inflacja CPI | 13 | 13 | 14 |
| Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI | 19 | 18 | 17 |
| Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw | 16 | 17 | 16 |
| PKB | - | 30 | - |
| Koniunktura gospodarcza (GUS) | 22 | 20 | 22 |
| Podaż pieniądza M3 | 14 | 13 | 14 |
| Bilans płatniczy | 13 | 11 | 10 |
| Inflacja bazowa | 20 | 20 | 21 |
| Oficjalne aktywa rezerwowe | 7 | 6 | 7 |
| Posiedzenie RPP | - | 23-24 | 28-29 |
| STREFA EURO | | | |
| Inflacja HICP | 14,31 | 16,31 | 15,30 |
| PKB | 7 | 13 | 2 |
| Wskaźnik koniunktury ZEW | 13 | 17 | 14 |
| Posiedzenie ECB | 8 | 5 | 2 |
| USA | | | |
| Inflacja CPI | 16 | 13 | 17 |
| PKB | 30 | 27 | 30 |
| Zmiana zatrudnienia poza rolnic- twem i stopa bezrobocia | 2 | 6 | 3 |
| Zamówienia na dobra trwałe | 28 | 25 | 24 |
| Wskaźnik koniunktury w prze- twórstwie ISM | 1 | 2 | 1 |
| Posiedzenie FED | - | 10 | 21 |

Źródło: GUS, NBP, Bloomberg.

KONTAKT:
Departament Rynków Finansowych
ul. Senatorska 18
00-950 Warszawa
fax: (22) 829 02 05

Kierujący Wydziałem Współpracy z Klientami

Bogusław Goleń +48 22 829 02 11 bogdan.golen@brebank.com.pl

Kierująca Wydziałem Klientów Finansowych

Inga Gaszkowska-Gębska +48 22 829 12 05 inga.gaszkowska-gebska@brebank.com.pl

Kierujący Wydziałem Transakcji Walutowych

Marcin Turkiewicz +48 22 829 01 84 marcin.turkiewicz@brebank.com.pl

Kierujący Wydziałem Transakcji Stóp Procentowych

Łukasz Barwicki +48 22 829 01 93 lukasz.barwicki@brebank.com.pl

Kierujący Wydziałem Instrumentów Strukturyzowanych

Jarosław Stolarczyk +48 22 829 01 67 jaroslaw.stolarczyk@brebank.com.pl

Niniejsze opracowanie stanowi wyraz najlepszej wiedzy autorów popartej informacjami z kompetentnych źródeł, jednakże nie możemy zagwarantować ich pełnej wiarygodności i kompletności. Wszelkie oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają nasze opinie w dniu wydawania raportu. Bank nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie powyższego opracowania i zawartych w nim treści. Dystrybucja lub przedruk części lub całości opracowania jest możliwa jedynie za uprzednią zgodą autorów.