

MIESIĘCZNY PRZEGLĄD MAKROEKONOMICZNY

Wrzesień 2010, Nr 102(9)

SPIS TREŚCI

Główne wskaźniki makroekonomiczne	s. 2
Sfera realna	s. 3
Sfera nominalna i polityka monetarna	s. 6
Gospodarka globalna	s. 8
Euromonitor	s. 10
Na rynku	s. 11
Kalendarz	s. 12

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

ERNEST PYTLARZCYK
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

- Dynamika PKB Polski wzrosła w II kw. do 3,5% r/r z 3,0% zanotowanych w I kw., przy czym wciąż nie widać wyraźnego odbicia w sferze inwestycji prywatnych. Opublikowany we wrześniu projekt ustawy budżetowej na rok 2011 przewiduje zmniejszenie deficytu budżetu centralnego do 40,2 mld PLN z 52,2 mld PLN w roku obecnym. Nie przynosi on niestety przełomu i sygnalizuje, że kwestię konsolidacji finansów publicznych rząd odkłada na okres powyborczy.
- Od czasu ostatniego posiedzenia RPP, odnotowaliśmy istotne „zajastrzebie-nie” nastrojów w RPP. Stąd też niemal pewna wydaje się podwyżka stóp procentowych we wrześniu lub w październiku, z bilansem ryzyk który będzie zmieniał się stosownie do wypowiedzi członków RPP, które pojawią się po pu-blikacji danych.
- Dane makro potwierdzają, że ożywienie w USA ulega spowolnieniu, jednakże wystąpienie podwójnego dna jest mało prawdopodobne. Fed będzie nadal kontynuował politykę poluzowania monetarnego, co oddała w czasie termin podwyżek stóp procentowych. EBC podąża za Fedem i podtrzymuje łagodne stanowisko w sprawie stóp procentowych.

Wskaźnik	2007	2008	2009	2010	2011
PKB r/r	6.8	5.1	1.8	3.6	4.2
Inflacja (średnia w okresie)	2.4	4.3	3.5	2.8	3.5
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	4.00	4.50

Wskaźnik	2009				2010	
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
PKB r/r	1.8	3.3	3.0	3.5	4.0	4.1
Inflacja r/r (średnia w okresie)	3.5	3.3	3.0	2.1	2.6	3.2
Stopa bazowa NBP (koniec okresu)	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	4.00

Wrzesień 2010

GŁÓWNE WSKAŹNIKI MAKROEKONOMICZNE

	Lut 10	Mar 10	Kwi 10	Maj 10	Cze 10	Lip 10	Sie 10
PKB i produkcja							
PKB		3,0%			3,5%		
Popyt krajowy		2,2%			3,9%		
Spożycie indywidualne		2,2%			3,0%		
Nakłady brutto na środki trwałe		-12,4%			-1,7%		
Wartość dodana		2,8%			3,0%		
w przemyśle		11,2%			13,1%		
w budownictwie		-5,8%			4,0%		
w sektorze usług rynkowych		-0,7%			0,3%		
Produkcja przemysłowa r/r	9,2%	12,5%	9,7%	13,5%	14,3%	10,3%	13,1%
Produkcja przemysłowa m/m	3,1%	19,1%	-9,2%	1,6%	6,8%	-6,1%	-2,1%
Sprzedaż detaliczna r/r	0,1%	8,7%	-1,6%	4,3%	6,4%	3,9%	6,1%
Sprzedaż detaliczna m/m	-4,0%	21,9%	-5,6%	3,1%	4,1%	3,2%	-2,3%
Rynek pracy							
Przeciętne wynagrodzenie w sekt. przeds. (PLN)	3 288,29	3 493,42	3 398,67	3 346,61	3 403,65	3433,32	3422,3
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw r/r	2,9%	4,8%	3,2%	4,8%	3,5%	2,1%	4,7%
Wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw m/m	1,8%	6,2%	-2,7%	-1,5%	1,7%	0,9%	-0,3%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw r/r	-1,1%	-0,6%	0,0%	0,5%	1,1%	1,4%	1,6%
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw m/m	-0,2%	0,0%	0,3%	0,2%	0,3%	0,3%	0,1%
Stopa bezrobocia	13,0%	12,9%	12,3%	11,9%	11,6%	11,4%	11,3%
Handel zagraniczny							
Rachunek obrotów bieżących (mln EUR)	67	-458	-336	-889	-1004	-1539	
Saldo wymiany towarów na bazie trans. (mln EUR)	-177	-526	-262	-450	-287	-865	
Eksport na bazie transakcji r/r (w EUR)	20,5%	21,5%	22,9%	24,7%	28,6%	16,0%	
Import na bazie transakcji r/r (w EUR)	21,7%	24,6%	23,0%	29,9%	27,8%	20,0%	
Rachunek obrotów bieżących (% PKB)	-1,8%	-1,9%	-1,8%	-1,9%	-2,2%		
Ceny							
Wskaźnik cen towarów i usług kons. m/m	0,2%	0,3%	0,4%	0,3%	0,3%	-0,2%	0,5%
Wskaźnik cen towarów i usług kons. r/r	2,9%	2,6%	2,4%	2,2%	2,3%	2,0%	2,2%
Inflacja bazowa (bez cen żywności i energii) r/r	2,2%	2,0%	1,9%	1,6%	1,5%	1,2%	1,2%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej m/m	-0,1%	-0,2%	1,4%	2,0%	1,0%	0,3%	-0,3%
Wskaźnik cen produkcji przemysłowej r/r	-2,4%	-2,6%	-0,4%	1,9%	2,1%	3,9%	4,0%
Agregaty monetarne							
Podaż pieniądza M3 (mld PLN)	715,6	721,5	721,2	737,9	742,8	743,4	748,4
Podaż pieniądza r/r	5,1%	5,5%	6,1%	7,7%	7,1%	7,8%	9,2%
Kredyty dla gospodarstw domowych r/r	5,5%	5,7%	8,4%	9,6%	13,1%	13,7%	
Kredyty dla przedsiębiorstw r/r	-7,2%	-9,1%	-7,4%	-5,7%	-4,4%	-3,1%	
Depozyty gospodarstw domowych r/r	11,4%	9,5%	8,9%	9,3%	9,3%	9,4%	
Depozyty przedsiębiorstw r/r	7,8%	10,4%	13,3%	15,0%	13,1%	12,1%	
Kursy walutowe							
Kurs EUR/PLN (koniec miesiąca)	3,94	3,86	3,93	4,08	4,14	4,01	4,00
Kurs USD/PLN (koniec miesiąca)	2,89	2,85	2,95	3,31	3,38	3,07	3,15
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	4,05%	4,00%	3,76%	3,76%	3,76%	3,72%	3,71%
Rentowność obligacji 2Y	4,91%	4,57%	4,58%	4,66%	4,85%	4,75%	4,73%
Rentowność obligacji 5Y	5,51%	5,15%	5,17%	5,27%	5,42%	5,41%	5,19%
Rentowność obligacji 10Y	6,06%	5,51%	5,62%	5,80%	5,94%	5,88%	5,43%
Gospodarka światowa							
Inflacja w strefie euro (r/r)	0,9%	1,4%	1,5%	1,6%	1,4%	1,7%	1,6%
Wzrost PKB w strefie euro (r/r)		0,8%			1,9%		
Stopa podstawowa ECB	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Inflacja w USA (r/r)	2,1%	2,3%	2,2%	2,0%	1,1%	1,2%	
Wzrost PKB w USA (k/k, ann.)		3,7%			1,6%		
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%

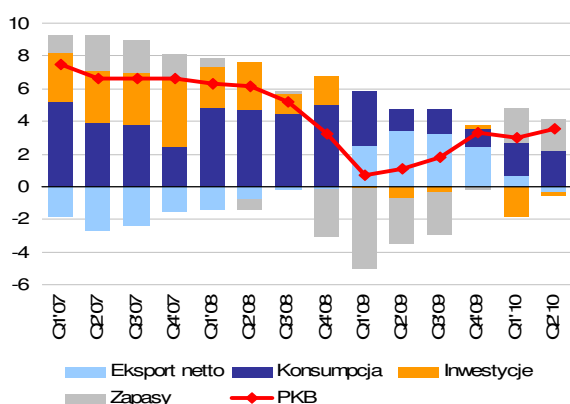
Źródło: GUS, NBP, Eurostat, Reuters, ECB, Rezerwa Federalna, BRE Bank S.A. Kursywalutę oznaczono prognozą.

SFERA REALNA

Przyspieszenie wzrostu PKB w II kw.

Dynamika PKB wzrosła w II kw. do 3,5%/r z 3,0% zanotowanych w I kw. i tym samym okazała się istotnie wyższa od oczekiwań rynkowych (konsensus wynosił 3,2%/r). Jeśli chodzi o strukturę wzrostu gospodarczego, największym wkładem charakteryzowały się, podobnie jak w poprzednim kwartale, konsumpcja oraz zapasy (patrz: Wykres 1).

Wykres 1. Składowe wzrosty gospodarczego Polski (pp., r/r)



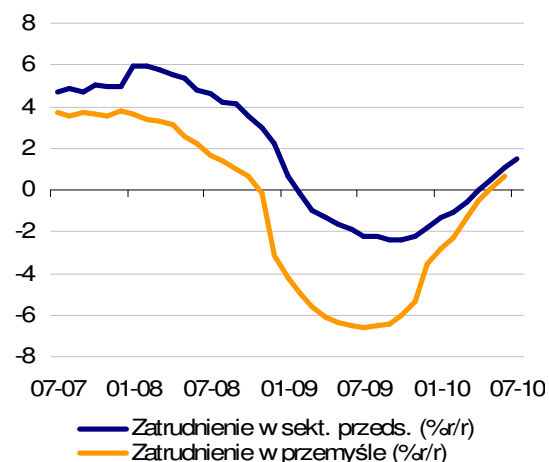
Źródło: GUS.

Drugi kwartał z rzędu przyspieszyła dynamika spożycia indywidualnego (z 2,2%/r do 3,0%/r), wspierana przez stopniowo poprawiającą się sytuację na rynku pracy. Co prawda dynamika realnego funduszu płac uległa w II kw. lekkiemu wyhamowaniu w związku z nieco słabszą dynamiką płac, lecz dynamika zatrudnienia wykazywała stabilny wzrost (patrz: Wykres 2). W okresie od kwietnia do czerwca całkowite zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw zwiększyło się o 42 tys. etatów, z czego 16 tys. przypadło na przetwórstwo przemysłowe (w zeszłym roku zanotowało ono największe cięcia miejsc pracy – o ok. 140 tys.), zaś kolejne 15 tys. na branżę budowlaną.

Negatywny wkład do wzrostu PKB utrzymały inwestycje, choć przy znacznie mniejszej skali spadku niż w I kw. (-1,7%/r wobec -12,4%/r). Znaczną poprawę w tej sferze należy jednak przypisać silnie rosnącym inwestycjom publicznym (głównie w infrastrukturę drogową), podczas gdy sytuacja w sektorze prywatnym nie uległa znaczącej zmianie (w całej I poł. 2010 roku inwestycje prywatne zanotowały spadek o 17,7%/r). Mimo rosnącego popytu zarówno zewnętrznego (eksport wzrósł w II kw. o 17%/r) jak i krajowego i towarzyszącemu temu wzrostowi wykorzystania mocy wytwórczych, polscy przedsiębiorcy wciąż nie decydują się na nowe projekty inwestycyj-

ne, najprawdopodobniej z obawy przed wciąż niepewną sytuacją globalną (m.in. kryzys fiskalny w strefie euro, groźba drugiego dna recesji w USA). Co prawda w I poł roku mieliśmy do czynienia z bardzo silnym wzrostem inwestycji rozpoczętych (według wartości kosztorysowej) na poziomie 40,2%/r, lecz trzeba mieć świadomość, że był on praktycznie w całości zdeterminowany przez inwestycje w jednym tylko sektorze, a mianowicie energetyce, gdzie rozpoczęte zostały zapowiadane od dłuższego czasu wieloletnie inwestycje związane z odtworzeniem dotychczasowych i budową nowych bloków energetycznych. Jeśli przyjrzymy się pozostałym sektorom, wyraźnie widać, że dominują tam spadki (m.in. przetwórstwo przemysłowe zanotowało spadek wartości inwestycji rozpoczętych o 4,4%/r).

Wykres 2. Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw (%/r)



Źródło: GUS.

W ramach dekompozycji wzrostu gospodarczego warto również zwrócić uwagę na fakt, że w II kw. po raz pierwszy od IV kw. 2008 r. zanotowana została negatywna kontrybucja eksportu netto w związku z szybko rosnącym popytem wewnętrznym przekładającym się na coraz silniejszy wzrost importu (+18,2%/r).

Poprawiająca się sytuacja gospodarstw domowych powinna przyczynić się w kolejnych kwartałach do dalszego wzrostu dynamiki spożycia indywidualnego, które wraz z inwestycjami publicznymi oraz postępującym procesem odbudowy zapasów będą wspierać popyt wewnętrzny. Ważnym czynnikiem pro wzrostowym pozostanie eksport, choć skala jego wpływu zależeć będzie w głównej mierze od dalszych losów ożywienia w gospodarce naszych zachodnich sąsiadów, które wciąż nie są pewne. W ramach tak skróconego scenariusza do końca roku oczekujemy dy-

Wrzesień 2010

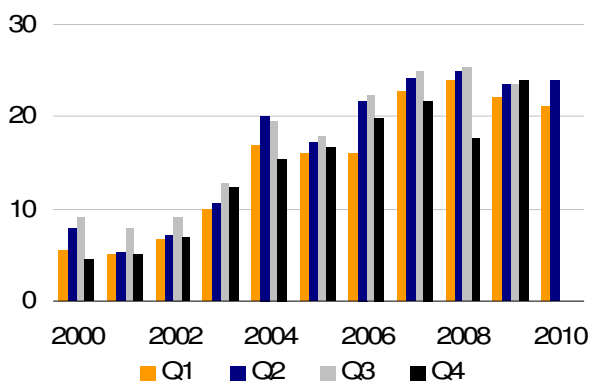
namiki PKB w okolicach 4,0%/r, co przełoży się na całoroczny wzrost na poziomie 3,6%.

Wyniki finansowe polskich przedsiębiorstw w II kw. 2010 r.

Dane o wynikach finansowych dużych polskich przedsiębiorstw (zatrudniających powyżej 49 osób) w II kw. br. miały mieszany wydźwięk. Wynik finansowy netto wykazał tradycyjny sezonowy wzrost wobec I kw. (o 2,7 mld PLN do 21 mld PLN), lecz wobec analogicznego kwartału roku poprzedniego zanotował istotny spadek (o 6,3 mld PLN, czyli o 23,1%/r).

Za spadek ten odpowiedzialny był przede wszystkim dużo gorszy niż przed rokiem wynik na działalności finansowej (strata w wysokości ok. 0,2 mld PLN wobec zysku na poziomie ok. 6 mld PLN rok temu). Przyczyny takiego stanu można w dużej mierze upatrywać w dużych zmianach kursu walutowego w rozpatrywanych okresach. Podczas gdy w II kw. zeszłego roku silne umocnienie złotego przyczyniło się do nadzwyczajnie wysokiego zysku polskich przedsiębiorstw na działalności finansowej (m.in. niższa księgową wycena zobowiązań w walutach zagranicznych), w tym roku II kw. stał pod znakiem wyraźnej korekty kursu polskiej waluty, co wpłynęło negatywnie na ich sytuację finansową.

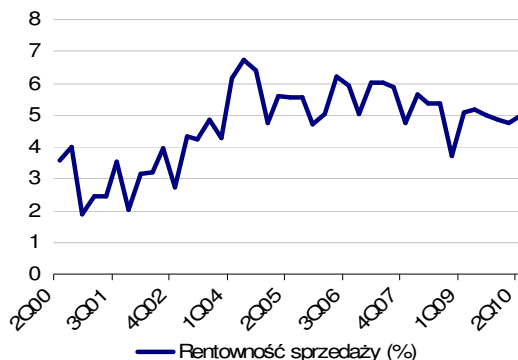
Wykres 3. Wynik na sprzedaży (mld PLN)



Źródło: GUS.

Nie mniej jednak, kluczowy z punktu widzenia analizy sytuacji makroekonomicznej wynik finansowy z działalności podstawowej przedsiębiorstw (tzn. wynik na sprzedaży produktów, towarów i materiałów – patrz: Wykres 3) zanotował w II kw. lekki wzrost (+1,4%/r) wobec spadku jeszcze w I kw. (-4,7%/r), co jest bardzo ważnym sygnałem dowodzącym stopniowego przekładania się ożywienia polskiej gospodarki na poprawę wyników polskich firm.

Wykres 4. Rentowność sprzedaży (%)



Źródło: GUS, obliczenia BRE.

Wraz z kontynuacją odbicia krajowej gospodarki w II poł 2010 r. poprawie wyników finansowych przedsiębiorstw powinno towarzyszyć odwrócenie się dotychczasowego spadkowego trendu wskaźnika rentowności ich działalności podstawowej. W II kw. wzrósł on – co prawda nieznacznie wobec I kw. (do 5,0% z 4,8%), lecz mimo to był niższy niż w II kw. roku poprzedniego. Fakt, że wobec wyraźnie poprawiającej się sytuacji makroekonomicznej nie zanotował on dotychczas dynamicznego odbicia (które miało z kolei miejsce w następstwie poprzedniego spowolnienia – patrz: Wykres 4) można przypisać temu, że podczas ostatniego kryzysu gospodarczego wykazał on jedynie umiarkowany spadek i utrzymał się na poziomach istotnie wyższych niż na początku dekady (m.in. wskutek natychmiastowych cięć kosztów w przedsiębiorstwach).

Budżet na 2011 rok bez przełomu

Opublikowany we wrześniu projekt ustawy budżetowej na rok 2011 przewiduje zmniejszenie deficytu budżetu centralnego do 40,2 mld PLN z 52,2 mld PLN w roku obecnym. Po uwzględnieniu całości sektora finansów publicznych zgodnie z metodologią ESA 95 według naszych szacunków w 2011 r. powinniśmy zanotować deficyt w wysokości 6,5% PKB wobec 7,6% PKB w 2010 r. (patrz: Tabela 1). W porównaniu z założeniami tegorocznej aktualizacji programu konwergencji w latach 2010-2011 zanotujemy więc najprawdopodobniej wyższe poziomy deficytów SFP (o ok. 0,6-0,7% PKB) mimo, że rządowe założenia na ten okres wcale nie były ambitne i przesunęły praktycznie całość niezbędnego zacieśnienia fiskalnego na lata późniejsze.

Wrzesień 2010

Tabela 1. Wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych (ESA 95, % PKB)

	2009	2010F	2011F
Wynik sektora instytucji rządowych i samorządowych	-7,1	-7,6	-6,5
Podsektor centralny*	-5,0	-6,6	-5,5
Podsektor lokalny	-1,2	0,1	-0,4
Podsektor ubezpieczeń społecznych	-0,9	-1,1	-0,6

Szacunki na lata 2010-2011 oparte na ustawie budżetowej na rok 2010 oraz projekcie budżetu na rok 2011, a także Wieloletnim Planie Finansowym Państwa z 2010 r. Deficyt KFD założony w 2010 r. wg planu, w 2011 r. na tym samym poziomie.

Źródło: Eurostat, MinFin, obliczenia BRE.

Taki kształt przyszłorocznego budżetu jest więc wyraźnym sygnałem, że kwestię konsolidacji finansów publicznych rząd odkłada na okres powyborczy (wybory parlamentarne wypadają planowo na jesień 2011 r.). Stawia to jednak pod dużym znakiem zapytania spełnienie celu wynikającego z nałożonej na Polskę procedury nadmiernego deficytu, czyli obniżenie deficytu SFP poniżej progu 3% PKB do 2012 r. O ile jeszcze opublikowana na początku tego roku aktualizacja programu konwergencji zakładała zejście z deficytem SFP do poziomu 2,9% PKB w 2012 r., o tyle założenia zawarte w ogłoszonym niedawno Wieloletnim Planie Finansowym Państwa dają szansę na osiągnięcie tego poziomu najwcześniej w 2013 r. (choć trzeba zaznaczyć, że bardzo niewielkie).

Jeśli chodzi o stronę dochodową budżetu na 2011 r., założenia makroekonomiczne, których jest ona w dużej mierze pochodną, są generalnie dość konserwatywne (wzrost PKB: 3,5%, inflacja CPI: 2,3%) biorąc pod uwagę obecne rynkowe prognozy gospodarcze, choć nieco zbyt optymistyczne wydają się założenia dotyczące dynamiki inwestycji (+8,6%) oraz stopy bezrobocia (spadek o 2,4 pkt. proc. wobec roku 2010). W strukturze dochodów zwraca uwagę również założony na dwukrotnie wyższym poziomie niż w 2010 r. transfer dywidend ze spółek z udziałem Skarbu Państwa (8,5 mld PLN), co oznacza dość optymistyczne oczekiwania co do ich wyników finansowych w bieżącym roku.

W sferze przychodowej przyszłorocznego budżetu podkreślić trzeba dwie rzeczy:

1) wysoki poziom przychodów z prywatyzacji (15 mld PLN), choć i tak wyraźnie niższy od rekordowych 25 mld PLN założonych na ten rok;
2) zaskakująco duże przychody z tytułu poprawy efektywności zarządzania środkami w ramach sektora finansów publicznych (19,8 mld PLN), sprowadzającej się w praktyce do obowiązkowego umieszczenia wszystkich depozytów pozabudżetowych funduszy na rachunku MinFin.

Tak duże przychody z obu powyższych źródeł będą niemożliwe do powtórzenia w kolejnych latach. W szczególności dotyczy to wykorzystania środków należących do funduszy pozabudżetowych, gdyż wszystko wskazuje na to, że resort finansów jednorazowo spożytkuje nadwyżki zgromadzone przez te fundusze na przestrzeni wielu lat. Mało prawdopodobne jest również utrzymanie w przyszłości tak szybkiego tempa prywatyzacji jakie realizowane jest obecnie.

Niepokój budzi też wykorzystywanie środków z Funduszu Rezerwy Demograficznej (FRD) na łatanie dziury w Funduszu Ubezpieczeń Społecznych (FUS), co ma miejsce już drugi rok z rzędu (w 2010 r. jest to kwota 7,5 mld PLN, w 2011 zaś 4 mld PLN) i stało się dla rządu wygodnym źródłem finansowania, a grozi wyczerpaniem zasobów FRD jeszcze przed okresem przyspieszenia niekorzystnych zmian demograficznych w polskim społeczeństwie.

Tymczasem po stronie wydatkowej nie zostały wprowadzone żadne większe zmiany, nie licząc długo zapowiadanej reguły wydatkowej dla wydatków elastycznych, która nie jest jednak instrumentem umożliwiającym istotne ograniczenie całości wydatków budżetowych ze względu na przeważający udział wydatków sztywnych.

Ogólnie rzecz biorąc, przedstawiony przez rząd projekt budżetu na przyszły rok nie przynosi przełomu i niestety nie sygnalizuje woli przeprowadzenia niezbędnych reform po stronie wydatkowej. Z czasem może się to przełożyć na stopniowy spadek zaufania inwestorów do polskich papierów skarbowych, zwłaszcza w kontekście trwających obecnie intensywnych działań na rzecz zrównoważenia finansów publicznych w wielu krajach UE.

Piotr Piękoś

SFERA NOMINALNA I POLITYKA MONETARNA

Zgodnie z oczekiwaniami, na sierpniowym posiedzeniu po dłuższym okresie wakacyjnej przerwy RPP nie zmieniła stop procentowych pozostawiając stopę REPO na poziomie 3,5%.

W komunikacie wskazano na przyspieszenie wzrostu w gospodarce największego partnera handlowego Polski, podkreślając jednocześnie niepewności co do koniunktury w gospodarce światowej (czynniki ryzyka to delewarowanie gospodarstw domowych i instytucji finansowych). RPP utrzymała dotychczasową diagnozę stanu koniunktury w gospodarce polskiej (stabilizacja tempa wzrostu). Wskazano na ograniczoną dynamikę płać i zmniejszony popyt na kredyt.

W części komunikatu poświęconej analizie sfery nominalnej, RPP zauważyła ryzyko wzrostu cen konsumenta w związku z wyższymi cenami żywności i podwyżką VAT. Oceniono jednak, że podwyżka VAT będzie miała jedynie niewielki wpływ na wzrost inflacji. W czasie konferencji prezes NBP M. Belka wskazał na ryzyko wzrostu inflacji w tym roku powyżej 2,5%. Podobnie jak w poprzednim komunikacie pojawiła się wzmianka o dyskusji nad ryzykami wzrostu inflacji w średnim okresie oraz bardzo ogólne stwierdzenie o istotności stanu polityki fiskalnej dla polityki pieniężnej. Ciekawą innowacją było natomiast wprowadzenie do komunikatu fragmentu de facto wspierającego rekomendację KNFu odnoszące się do zmniejszenia dynamiki kredytów walutowych. Wydaje się, że RPP właśnie na tym polu dostrzega istotne ryzyka dla stabilności sektora bankowego oraz stabilności kursu złotego. Być może jest to w pewnym sensie zwrot w kierunku tak zwanej macroprudential policy, której ostateczny kształt wyniknie ze współdziałania NBP, RPP, KNF i rząd.

Sam komunikat po posiedzeniu można określić jako neutralny, jako że niewiele różnił się on od tego zaprezentowanego po czerwcowym posiedzeniu. Tymczasem – jak wynika z najnowszych wypowiedzi członków RPP – podejście w Radzie uległo de facto diametralnej zmianie. Po pierwsze, Zielińska-Głębocka poinformowała, że już w sierpniu – jakby na przekór wskazaniom komunikatu – głosowany był wniosek o podwyżkę stóp procentowych forsowany prawdopodobnie przez tak zwanych „prezydenckich” członków RPP. Po drugie, silny wzrost oczekiwań inflacyjnych w sierpniu (skokowy wzrost z 2,1% do 2,7% indukowany – zgodnie z komentarzami prezesa Belki – ogłoszonym przez rząd podniesieniem stawek podatku VAT) sprawił, że członkowie RPP zaczęli przejawiać wzmożone zainteresowanie kwestią oczekiwań inflacyjnych oraz momentum inflacji (w tym ostatnim przypadku symptomatyczne wydają się wypowiedzi Kaźmierczaka, który twierdzi że wyjście

inflacji poza cel w najbliższych miesiącach będzie niepokojącym sygnałem). Po trzecie wreszcie, dyskusja nad podwyżkami stóp procentowych przeobraziła się obecnie z dyskusji nad rozpoczęciem cyklu w dyskusję o jednorazowej (być może nawet 50 punktowej) podwyżce stóp procentowych ukierunkowanej na stabilizowanie oczekiwań inflacyjnych. Taka strategia działania służy prawdopodobnie chęci uniknięcia cyklu przez niektórych członków RPP i biorąc pod uwagę obecne priorytety Rady (tj. oczekiwania inflacyjne i sferę realną, silnie związaną z tempem aprecjacji kursu PLN) wydaje się propozycją sensowną, i przynajmniej na razie możliwą do zaakceptowania przez uczestników rynków finansowych. Kwestią sporną pozostaje jednak sposób komunikacji podwyżki stóp procentowych (przygotowanie gruntu pod podwyżkę w komunikacie, czy zaskoczenie uczestników rynku) oraz jej data.

Z punktu widzenia kształtowania się bieżącego wskaźnika inflacji, bardziej prawdopodobne mogłoby wydawać się przesunięcie podwyżki stóp na październik, kiedy to – według naszych szacunków – wskaźnik CPI może zacząć dość szybko piąć się w górę. Wzrost inflacji będzie już nie tylko indukowany efektami bazowymi (począwszy od sierpnia znikają te obecne we wskaźniku rocznym inflacji w poprzednich miesiącach), lecz również materializacją wcześniejszych ryzyk związanych z cenami żywności (jeśli wzrosty inflacji obserwowane w 2007 roku w bardzo podobnym otoczeniu globalnym powtórzą się choćby w połowie swojej wysokości, wskaźnik inflacji może na koniec roku przekroczyć 3,0%). Choć cały proces odbędzie się w otoczeniu niskiej inflacji bazowej (przedział 1,2-1,5%), oczekiwania inflacyjne są bardzo wrażliwe na ceny żywności, co może prowadzić do dalszego, gwałtownego ich wzrostu. Wzrost oczekiwań inflacyjnych może być zatem odczytany jako potwierdzenie obaw RPP o stabilność tych oczekiwań i pozostawać silnym argumentem za podwyżką, nawet w wyższej niż dotychczas skali (uprawdopodobnienie scenariusza +50pb). Dodatkowym wsparciem mogłaby okazać się projekcja inflacyjna, która pozwoliłaby skwantyfikować scenariusz dla inflacji przy obecnych trendach żywności na rynkach globalnych.

Z drugiej strony, powszechne oczekiwania na wzrosty cen żywności (choć na razie nie znajdują one potwierdzenia w wypowiedziach członków RPP, należy mieć świadomość, że sytuacja ta może się zmienić praktycznie z dnia na dzień) nie powinny być przeszkodą dla wyprzedzającej podwyżki stóp RPP już we wrześniu. Dodatkowym faktem przemawiającym za przesunięciem zacieśnienia monetarnego na wrzesień jest fakt publikacji założeń polityki pienięż-

Wrzesień 2010

nej na 2011 rok, w którym znajdują się prawdopodobnie elementy macroprudential policy (zgodnie ze wskazówką z sierpniowego komunikatu, w którym RPP dokonuje de facto wsparcia dla działań KNF), a więc może dojść do rozszerzenia listy celów RPP, ukierunkowanych dodatkowo na kwestie stabilności systemu finansowego (lub wsparcie/uzupełnienie działań, którymi ustawowo zajmuje się KNF), w które przeciwdziałanie oczekiwaniom inflacyjnym wpisuje się doskonale (stabilizowanie cen instrumentów finansowych, niedopuszczenie do wejścia w okres zerowych realnych stóp procentowych, który mógłby zachęcać do ryzykownych działań i powstawania niekorzystnych zjawisk w charakterze bąbli spekulacyjnych). Problemem wydaje się jednak łączenie w czasie zmiany założeń polityki pieniężnej połączone ze zmianą parametrów polityki pieniężnej.

Wnioski: od czasu ostatniego posiedzenia RPP, odnotowaliśmy istotne „zajastrzëbienie” nastrojów w RPP. Stąd też niemal pewna wydaje się podwyżka

stóp procentowych we wrześniu lub w październiku, z bilansem ryzyk który będzie zmieniał się stosownie do wypowiedzi członków RPP, które pojawią się po publikacji danych. Stosownie do skali zacieśnienia prawdopodobnie uplasują się oczekiwania: paradoksalnie 25 punktowa podwyżka może skutkować wyceną większej skali zacieśnienia monetarnego niż podwyżka 50 punktowa. Abstrahując od bieżących intencji RPP, jeśli scenariusz wzrostu inflacji potwierdzi się w kolejnych miesiącach a tempo wzrostu PKB pozostanie na poziomach zbliżonych do dotychczasowych, RPP prawdopodobnie trudno będzie uniknąć dalszych podwyżek. W obecnym środowisku niskich (globalnie) stóp procentowych skala zacieśnienia może być jednak relatywnie skromna a stopy procentowe mogą osiągnąć 4,5-4,75% w 2011 roku.

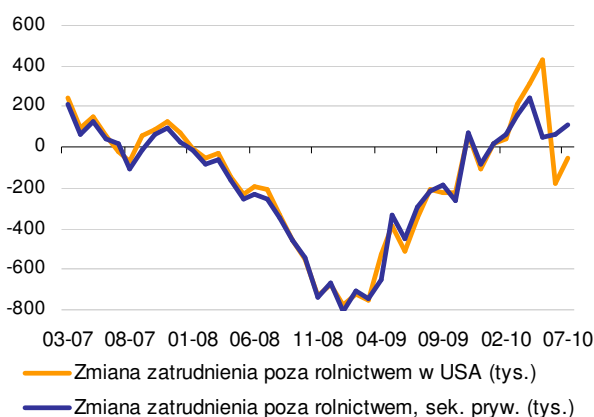
Marcin Mazurek

GOSPODARKA GLOBALNA

Zadyszka gospodarki amerykańskiej

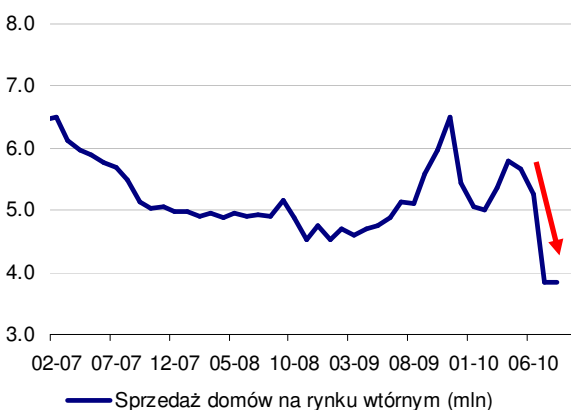
Napływające dane z USA sugerują, że ożywienie w kluczowej gospodarce świata nie objęło swoim zasięgiem wszystkich jej sektorów. Mimo dobrych wyników przemysłu (sygnalizowanych przez wzrost wskaźnika ISM), sytuacja na rynku pracy pozostaje słaba, natomiast rynek nieruchomości znajduje się ciągle w głębokim dołku. Wygaśnięcie efektów spisu powszechnego na wzrost zatrudnienia jest tylko częściowo kompensowane poprzez wzrosty zatrudnienia w sektorze prywatnym (Wykres 5), natomiast sytuacja na rynku nieruchomości pogorszyła się po wygaśnięciu programów rządowych (Wykres 6). Dane te dodatkowo znajdują poparcie w ocenie gospodarki USA przedstawionej w publikacji Beige Book.

Wykres 5. Zmiany zatrudnienia poza rolnictwem ogółem i w sektorze prywatnym.



Źródło: Bloomberg.

Wykres 6. Sprzedaż domów na rynku wtórnym w USA.



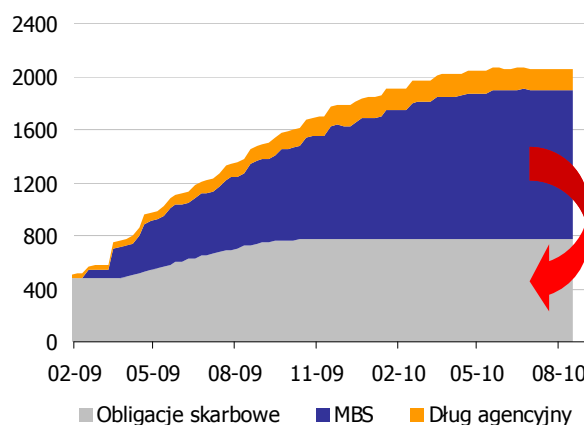
Źródło: Bloomberg.

Znacząca niepewność odnośnie przyszłego tempa wzrostu gospodarki USA dotyczy przede wszystkim zmiany czynnika wprowadzającego ją w ruch: z popytu

generowanego przez wydatki publiczne na popyt prywatny, zarówno konsumpcyjny jak i inwestycyjny. Zmiana ta może nastąpić razem z poprawą optymizmu konsumentów. Tymczasem proponowany przez administrację Obamy kolejny pakiet stymulacyjny w wysokości sięgającej ok. 200 mld dolarów ma być przeznaczony m.in. na modernizację istniejących zasobów infrastruktury. Literatura akademicka wskazuje, że wydatki na utrzymanie infrastruktury mogą być równie istotne w skutkach dla wzrostu gospodarczego co nakłady na nową infrastrukturę. Jednakże deklarację tą należy wiązać raczej ze zbliżającymi się wyborami w USA, gdyż kwota, jaką rząd chce przeznaczyć na dodatkowy pakiet stymulacyjny, stanowi niewiele ponad 1% PKB USA i ma być rozłożona w czasie na kilka lat.

Fed ogłosił na posiedzeniu sierpniowym, że będzie skupował obligacje rządowe o dłuższym terminie wykupu. Ma wykorzystać do tego fundusze pochodzące z portfela papierów hipotecznych, aby nie zmieniać znacząco wielkości bilansowej skupionych papierów (Wykres 7). W ten sposób wzmocnione zostały oczekiwania, że polityka niskich stóp procentowych będzie nadal kontynuowana. Retoryka Fed jest znacząco skupiona na niskim wzroście i ryzyku wystąpienia deflacji, której Fed za wszelką cenę chce uniknąć.

Wykres 7. Papiery wartościowe w bilansie Fed.



Źródło: Fed.

Obawy o pojawienie się podwójnego dna i wystąpienie deflacji wydają się być przedwczesne. Dane historyczne NBER pokazują, że podwójne dno recesji (rozumiane jako wystąpienie drugiej recesji w okresie około roku po poprzedniej) pojawiało się bardzo rzadko. Oczekiwać należy raczej spowolnienia odbicia niż kolejnej recesji, co znajdzie odzwierciedlenie w wydłużonym okresie niskich stóp procentowych w USA.

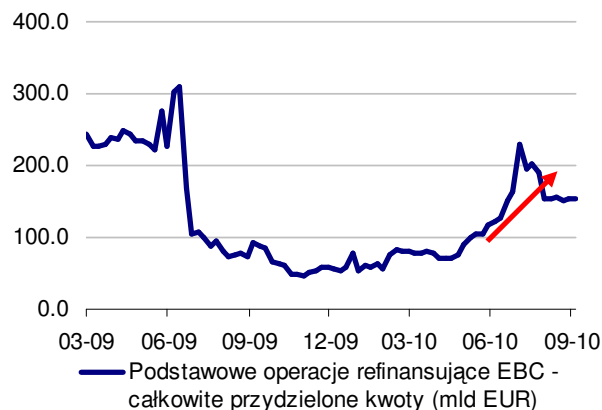
Wrzesień 2010

Strefa euro – stopy bez zmian

Wyraźna zadyszka gospodarki amerykańskiej może również odbić się echem w gospodarce realnej strefy euro. Należy wspomnieć również o ryzykach związanych ze procesami w sferach realnej i nominalnej poszczególnych krajów strefy euro. Możliwość dywergencji („decouplingu”) w strefie euro jest całkiem realna, z prawdopodobnym podziałem na linii: kraje peryferyjne - kraje centralne. Odmienne może kształtować się sytuacja w sektorze bankowym i sferze fiskalnej krajów (grup krajów), co potwierdzają powracające napięcia na rynkach obligacji rządowych. Sytuacja ta może doprowadzić do tego, że ożywienie gospodarcze dotyczyć będzie wybranych krajów, co wzmocni tam procesy inflacyjne, natomiast pozostała część gospodarek pogrążona będzie w stagnacji, co dodatkowo skomplikuje sytuację prowadzenia polityki pieniężnej przez EBC.

W sektorze bankowym nadal utrzymują się napięcia, co potwierdza wielkość podstawowych operacji refinansujących EBC (Wykres 8).

Wykres 8. Całkowite przydzielone kwoty podstawowych operacji refinansujących EBC (mld EUR).



Źródło: EBC.

Jednocześnie EBC ogłosił, że będzie utrzymywał nadzwyczajne środki wspierania płynności w sektorze bankowym co najmniej do stycznia przyszłego roku. De facto oznacza to skoordynowanie działań polityki pieniężnej w strefie euro z decyzją Fed o odnowieniu utrzymywania papierów wartościowych w bilansie (kontynuację poluzowania ilościowego). Decyzja EBC oddala jednocześnie perspektywę na podwyżki stóp procentowych w strefie euro na dłuższy okres czasu, podobnie jak w USA.

Michał Rot

EUROMONITOR

	Kryteria konwergencji*	- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 1,8% (lipiec 2010) - Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 7,09% (lipiec 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		- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 3,3% (lipiec 2010) - Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 5,97% (lipiec 2010) - Deficyt budżetu: 7,1% PKB (2009) - Dług publiczny: 51,0% PKB (2009) - Członkostwo w ERM2: nie	
Czechy		- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 0,4% (lipiec 2010) - Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 4,30% (lipiec 2010) - Deficyt budżetu: 5,9% PKB (2009) - Dług publiczny: 35,4% PKB (2009) - Członkostwo w ERM2: nie	
Węgry		- Inflacja HICP (średnia 12-mies.): 5,1% (lipiec 2010) - Długookresowe stopy procentowe (średnia 12-mies.): 7,49% (lipiec 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

Już na początku sierpnia stało się jasne, że stopy fiskalne nie ma potencjału do spowodowania większej przeceny na polskim rynku długu (choć podkreślić należy, że oczekiwania inwestorów krajowych w pewien sposób uległy zmianie odzwierciedlając rzeczywistość mizerny stan polskich finansów publicznych). Przez kilka dni nadzieja na przecenę wisiała jeszcze na pomysłach trade'u inflacyjnego i dość dynamicznej zmianie oczekiwań (analitycy przesuwali oczekiwania w stronę szybszego wzrostu inflacji). Po publikacji niższej inflacji za lipiec stało się jasne, że i ta strategia straciła momentum. Kilka publikacji (naszym zdaniem niekluczowych danych) poniżej konsensusu stało się pretekstem do rally na polskich obligacjach. Prawdziwa przyczyna leżała jednak w trendach globalnych i pozycjonowaniu inwestorów zagranicznych. Inwestorzy ci wykorzystując niedowarzenie inwestorów krajowych urządzili prawdziwe polowanie na stop-lossy przesuwając krzywą o ponad 30pb w dół. Ten swoisty summer trade zakończył się aukcją zamiany, na której kraj musiał dokupić obligacje.

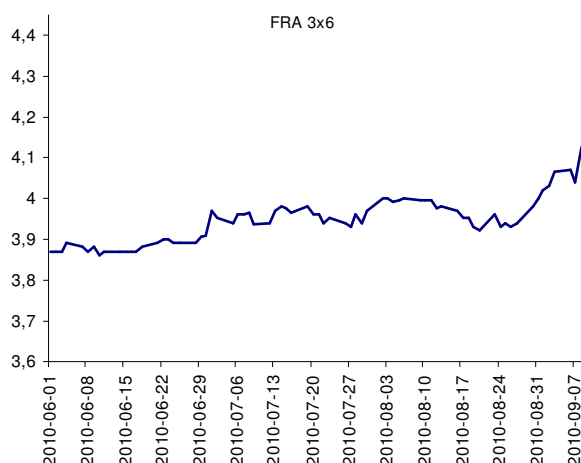
Na początku września poprawiającemu się nastrojowi na polskim rynku obligacji przeciwstawiona została korekta na rynkach bazowych. Po publikacji nieco bardziej optymistycznych danych z gospodarki amerykańskich gwałtownie spadły ceny amerykańskich i niemieckich obligacji, pociągając za sobą spadki cen polskich papierów. U podstaw korekty na polskim rynku stopy procentowej legły również przesłanki techniczne (odbicie od dolnego ograniczenia range'u na 5 latach i dolnego ograniczenia kanału spadkowego na 10 latach).

Wiele wskazuje, że polski rynek obligacji znalazł się w okresie przejściowym przed wejściem w nowy reżim (naszym zdaniem reżim podwyższonej inflacji w Polsce).

Czynniki lokalne, pomimo iż ciągle nie znajdują się pierwszym planie, od kilku dni systematycznie zyskują na znaczeniu. Coraz więcej przesłanek wskazuje na wzrost inflacji w kolejnych miesiącach (po zaledwie delikatnym wzroście w sierpniu, we wrześniu roczny wskaźnik inflacji prawdopodobnie przekroczy poziom celu NBP) oraz możliwość desynchronizacji polityki pieniężnej RPP z tą prowadzoną przez ECB. Fakt głosowania podwyżki stóp na sierpniowym posiedzeniu znacząco zwiększył ryzyko realizacji takiego scenariusza, co zresztą do pewnego stopnia odzwierciedlone zostało w stawkach FRA (kontrakt 3x6 wzrósł od początku września z poziomu 3,92% do 4,12%). Uważamy, że trend wzrostowy stawek FRA

zostanie utrzymany w kolejnych tygodniach, na co znaczny wpływ mogą mieć publikacje wrześniowych danych makroekonomicznych (jeden dzień roboczy więcej w ujęciu rocznym sprawi, że większość danych ze sfery realnej zanotuje wyższe dynamiki w sierpniu niż w lipcu) oraz zaostrzenie wypowiedzi członków RPP. Stawki te mają szansę wzrosnąć również ze względu na same decyzje RPP – widzimy znaczne ryzyko podwyżki stóp procentowych już we wrześniu. Uważamy również, że do końca roku stopy wzrosną o 50pb. Nie można przy tym wykluczyć scenariusza jednorazowej podwyżki w skali 50pb.

Wykres 9. Notowania kontraktu FRA 3x6.



W ujęciu globalnym ciągle mamy jednak do czynienia z ugruntowaniem otoczenia rekordowo niskich stóp procentowych, wzrostem ryzyka deflacji i wyraźnym wypłaszczeniem ścieżki wzrostu gospodarczego. Inwestorzy zagraniczni wobec rekordowo niskich stóp na rynkach bazowych cały czas aktywnie stosują strategię yield pick-up na peryferiach strefy euro oraz części emerging markets. Przejściowa dezaktualizacja obaw o polską politykę fiskalną i przyzwoity wzrost gospodarczy powinny sprzyjać dalszym napływom zagranicznego kapitału portfelowego na rynek krajowy i utrzymaniu pozytywnej korelacji z obligacjami niemieckimi. Kwestia dużego zainteresowania polskimi papierami ze strony inwestorów zagranicznych prawdopodobnie osłabi ewentualny negatywny wpływ podwyżek stóp procentowych na rynek obligacji. Spontaniczna reakcja inwestorów może być jednak dość nerwowa.

Ernest Pytlarczyk

KALENDARZ PUBLIKACJI DANYCH

	Wrzesień 2010	Październik 2010	Listopad 2010
POLSKA			
Inflacja CPI	14	13	15
Produkcja sprzedana przemysłu i inflacja PPI	17	19	19
Wynagrodzenia i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	16	18	18
PKB	-	-	30
Koniunktura gospodarcza (GUS)	22	22	22
Podaż pieniądza M3	14	14	12
Bilans płatniczy	10	12	10
Inflacja bazowa	21	20	22
Oficjalne aktywa rezerwowe	7	7	5
Posiedzenie RPP	28-29	26-27	23-24
STREFA EURO			
Inflacja HICP	15,30	15,30	16,30
PKB	2	6	12
Wskaźnik koniunktury ZEW	14	19	16
Posiedzenie ECB	2	7	4
USA			
Inflacja CPI	17	15	17
PKB	30	29	23
Zmiana zatrudnienia poza rolnictwem i stopa bezrobocia	3	8	5
Zamówienia na dobra trwałe	24	27	24
Wskaźnik koniunktury w przetwórstwie ISM	1	1	1
Posiedzenie FED	21	-	2-3

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.pl

Kierująca Wydziałem Klientów Finansowych

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

Kierujący Wydziałem Transakcji Walutowych

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

Kierujący Wydziałem Transakcji Stóp Procentowych

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

Kierujący Wydziałem Instrumentów Strukturyzowanych

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