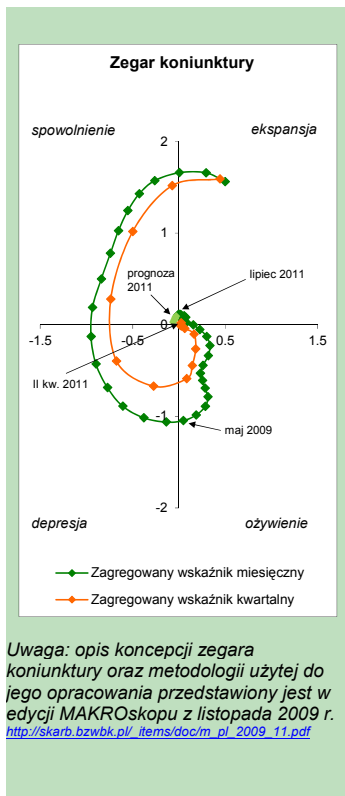


W jesiennych nastrojach



W tym miesiącu:

Zmiana prognoz	2
Gospodarka Polski	3
Pod lupą: polityka pieniężna	5
Pod lupą: polityka fiskalna	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

Marcin Sulewski

022 586 8342

Marcin Luziński

022 586 8362

Email: ekonomia@bzwbk.pl

▪ Zgodnie z tytułem naszego poprzedniego lipcowo-sierpniowego raportu („**Nerwowe wakacje**”), sytuacja na rynkach finansowych była bardzo dynamiczna. Jednocześnie, musimy przyznać, że rzeczywistość gospodarcza i rynkowa ostatnich dwóch miesięcy okazała się jeszcze bardziej pesymistyczna niż zakładaliśmy. Co więcej, jesień może okazać się jeszcze ciekawsza niż **nerwowe wakacje**. Napływ kolejnych danych makroekonomicznych ze świata zasugerował wyraźne spowolnienie. Ponadto, problemy zadłużeniowe strefy euro nie zostały rozwiązane. Wprost przeciwnie, kolejny pakiet dla Grecji stoi pod znakiem zapytania zanim został finalnie przyjęty, a ogólne deklaracje odnośnie polityki gospodarczej po szczycie Merkel-Sarkozy nie przekonały inwestorów, że zbliżyć się może koniec problemów w strefie euro. To wszystko miało, ma i będzie miało swoje negatywne konsekwencje dla polskiej gospodarki i notowań złotego.

▪ **Zaprezentowane przez nas w lipcu odświeżenie prognoz ekonomicznych okazało się niewystarczające i tym razem dokonujemy wyraźnych korekt.** Od jakiegoś czasu nie wierzyliśmy, że uda się utrzymać czteroprocentowe tempo wzrostu gospodarczego. Obecnie wydaje się, że nawet wzrost gospodarczy rzędu 3% będzie trudny do osiągnięcia w przyszłym roku. Nasz zegar koniunktury (wykres obok) również wskazuje na zakończenie ekspansywnych tendencji gospodarki. Wynikiem spowolnienia w gospodarce globalnej i u naszych głównych partnerów handlowych (wzrost PKB w Niemczech tylko o 1,5% w 2012 roku wobec 3% w tym roku) będzie dalsze obniżenie dynamiki polskiego eksportu. Znaczna zmiana w zakresie popytu zewnętrznego będzie miała też znaczenie dla sytuacji na rynku pracy (niewielki spadek bezrobocia) i pośrednio dla konsumpcji, oraz dla inwestycji, które i tak pozostaną pod negatywnym wpływem wygasania projektów publicznych. Trudno oczekiwać, aby w sytuacji olbrzymiego wzrostu niepewności co do globalnych perspektyw gospodarczych nie tylko w najbliższych kwartałach, ale i w średnim terminie, przedsiębiorcy i konsumenci krajowi wykazywali się optymizmem. W sumie uważamy, że w niektórych kwartałach przyszłego roku tempo wzrostu gospodarczego może być zbliżone do 2%, a w całym roku wyniesie 2,7%.

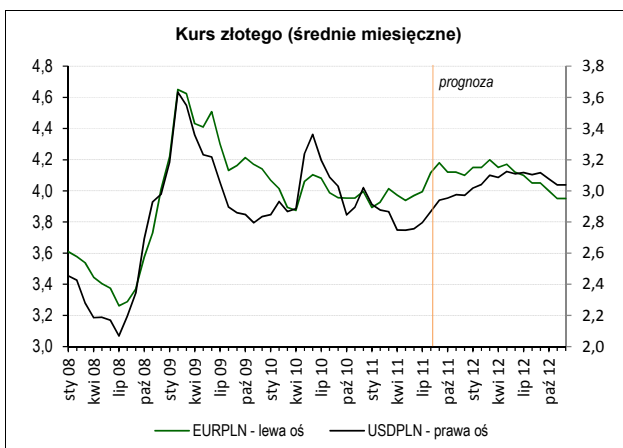
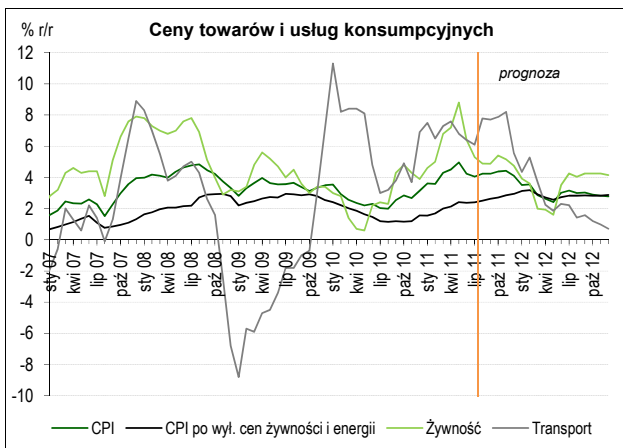
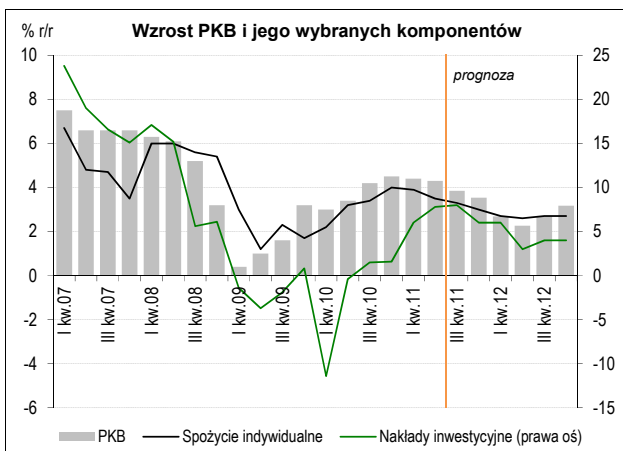
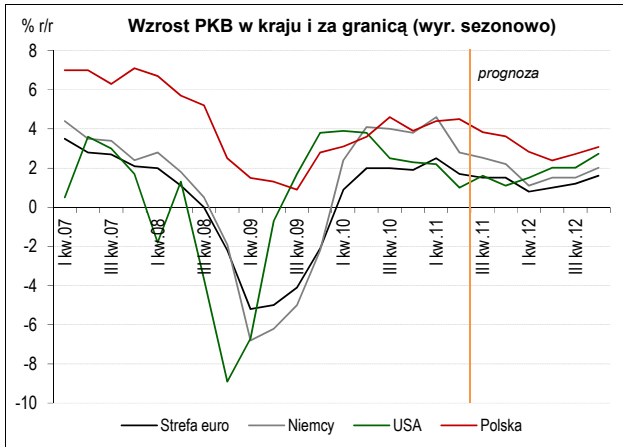
▪ **Taka zmiana perspektyw gospodarczych będzie miała swoje konsekwencje dla polityki pieniężnej.** Choć skala spadku inflacji w przyszłym roku będzie ograniczona sytuacją na rynku walutowym (zakładamy brak wyraźnego umocnienia złotego w najbliższych kwartałach), to w połowie roku inflacja może obniżyć się w okolice celu inflacyjnego. Co za tym idzie, niepotrzebne są kolejne podwyżki stóp procentowych. Nie oczekujemy jednak obniżek stóp w Polsce w najbliższej przyszłości.

▪ **Naszym zdaniem, globalna awersja do ryzyka utrzyma się przez kilka najbliższych kwartałów.** Umocnienie złotego do ok. 4,0 wobec euro może nastąpić dopiero w II poł. 2012, przy założeniu odbicia w gospodarce globalnej. W najbliższym czasie nie ma powodów do optymizmu i złoty pozostanie pod presją. Powrót kursu EURPLN w okolice 4,10 jest możliwy pod koniec tego roku w przypadku pozytywnego odbioru wyniku wyborów oraz zwiększonej aktywności BGK na rynku pod koniec roku.

Na rynku finansowym 8 września 2011 r.:					
Stopa depozytowa NBP	3,00	WIBOR 3M	4,73	USDPLN	2,9984
Stopa referencyjna NBP	4,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	4,40	EURPLN	4,2187
Stopa lombardowa NBP	6,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	4,88	EURUSD	1,4070

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 8.09.2011 r.

Zmiana prognoz



Przed nami wyraźne spowolnienie

■ Wskaźniki wyprzedzające koniunktury opublikowane w ostatnich tygodniach nie pozostawiły wątpliwości, że gospodarka globalna weszła w fazę spowolnienia. Może się co prawda okazać, że bardzo kiepskie wyniki drugiego kwartału były pod chwilowym wpływem trzęsienia ziemi w Japonii, a złe nastroje w trzecim kwartale były odzwierciedleniem zawirowań na rynkach. Co do tego drugiego czynnika, trudno jednak być optymistą na nadchodzące miesiące, bo stare problemy (zadłużeniowe) nie są rozwiązane, a nowe (spowolnienie) nasilają się. Mamy więc ryzyko negatywnych sprzężeń zwrotnych pomiędzy gospodarką i rynkami finansowymi.

■ Nasze prognozy globalne zakładają, że w Stanach Zjednoczonych po półtoraprocentowym wzroście PKB w tym roku jest szansa na niewielkie przyspieszenie do ok. 2% w 2012 (poprzednia prognoza ok. 3%). Gorzej sytuacja wygląda w strefie euro, gdzie spodziewamy się spowolnienia z 1,8% do 1,2% (poprzednia prognoza 1,8%).

■ Na polskiej gospodarce ciążyć będzie przede wszystkim gospodarka niemiecka, gdzie tempo wzrostu gospodarczego może skurczyć się o połowę z 3% w 2011 do 1,5% w 2012. W rezultacie, spowolnienie polskiego eksportu będzie kontynuowane, wywierając również pośredni wpływ na popyt krajowy. Przy obecnej niepewności dotyczącej gospodarki globalnej trudno spodziewać się wyraźnego wzrostu inwestycji (prognozujemy ok. 7% w tym i 4% w 2012 r.) i znaczącego wzrostu zatrudnienia (prognozujemy wzrost o ok. 1% i podobne tempo wzrostu płac realnych). Wpłynie to na dochody do dyspozycji, powodując spowolnienie konsumpcji do poniżej 3%. Przy braku znaczącej poprawy na rynku pracy, stopa bezrobocia utrzyma się w okolicach 12%.

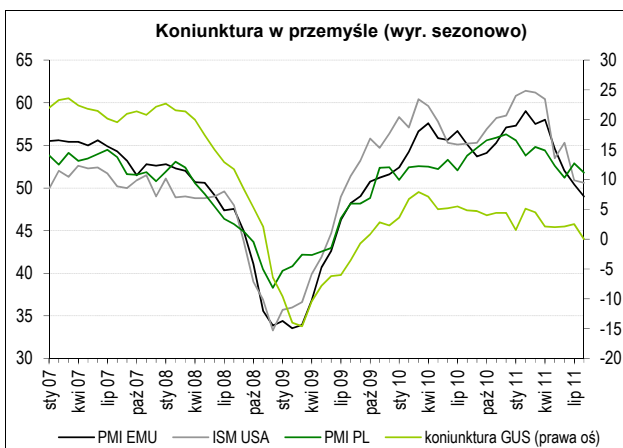
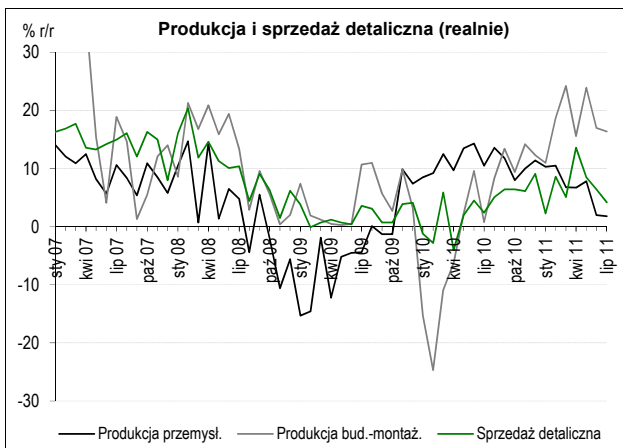
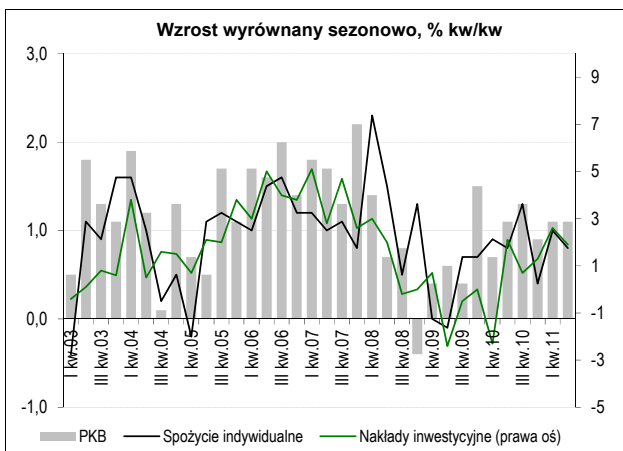
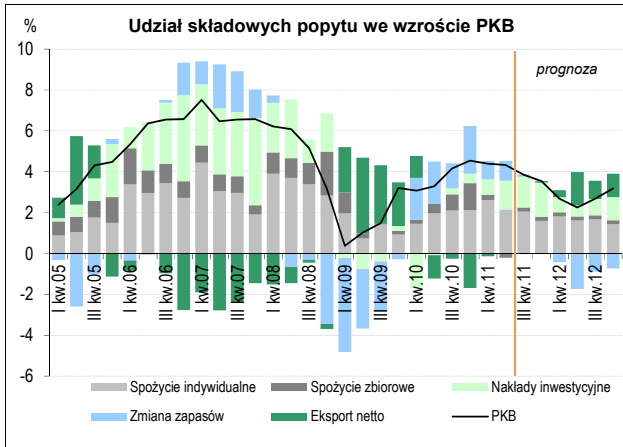
Inflacja w dół, stopy bez zmian, złoty pod presją

■ Jak mogą pamiętać nasi czytelnicy, uważamy, że podwyżki stóp procentowych w Polsce były uzasadnione już na jesieni 2010. Jednakże obecnie, po zacieśnieniu polityki pieniężnej dokonanym w pierwszej połowie roku, czas na ogłoszenie końca cyklu podwyżek. Rada nie zrobiła tego jednak jeszcze we wrześniu.

■ Rynki finansowe nie znoszą próżni i już wyceniają obniżki (był moment, że prawie trzy po 25 pb). Jednak naszym zdaniem, nie są one wcale przesądzone. Inflacja utrzymuje się wciąż na podwyższonym poziomie i będzie spadała do celu w przyszłym roku. Nasza prognoza średniego poziomu inflacji w 2012 to 3%, a inflacji bazowej 2,9%. Będzie temu towarzyszyła presja na złotego w związku z utrzymującą się globalną awersją do ryzyka, co dodatkowo utrudni pracę RPP. Naszym zdaniem, najwcześniejszym momentem na ewentualną obniżkę będzie wiosna 2012, ale będzie to zależało od perspektyw wzrostu globalnego i polityki EBC. W scenariuszu bazowym zakładamy utrzymanie stóp w Polsce bez zmian do końca 2012.

■ Nie zapowiada się, aby w najbliższym czasie zniknęły powody globalnej awersji do ryzyka na rynkach finansowych, która wywiera presję na polską walutę. Jakkolwiek poprawa nastrojów nie będzie miała raczej trwałego charakteru wobec utrzymującej się niepewności co do losów Grecji (i strefy euro) oraz nasilających się obaw o globalne spowolnienie. Prognozujemy, że złoty zakończy ten rok na poziomie ok. 4,10 wobec euro (zakładamy umocnienie po wyborach oraz na skutek możliwych działań BGK). Nasza prognoza średniego kursu EURPLN w I kwartale to blisko 4,20, podczas gdy ostatnia ankieta *Parkietu* wskazywała medianę prognoz innych instytucji finansowych poniżej 4,0. Zakładamy, że wyraźniejsze umocnienie złotego może nastąpić dopiero w 2 poł. 2012, kiedy jest szansa pewne przyspieszenie tempa wzrostu PKB.

Gospodarka Polski

**Wzrost PKB jeszcze powyżej 4%**

▪ Roczne tempo wzrostu PKB w II kw. br. wyniosło 4,3% spowalniając nieznacznie z 4,4% w I kw. Annualizowany wzrost oczyszczony z efektów sezonowych wyniósł natomiast 4,5%, czyli tyle samo, co w I kw.

▪ Inwestycje przyspieszyły z 6,0% r/r w I kw. do 7,8%, czego można było się spodziewać, biorąc pod uwagę przyspieszenie wzrostu kredytów dla przedsiębiorstw, rosnące wykorzystanie mocy wytwórczych, świetnie wyniki finansowe firm oraz dobrą sytuację w budownictwie, napędzaną przez projekty infrastrukturalne. Wkład zmiany zapasów we wzrost PKB wyniósł, podobnie jak w zeszłym kwartale, 1 pkt. proc. Możliwe jednak, że wzrost zapasów był skutkiem mniejszego popytu. Wkład akumulacji brutto do wzrostu PKB wyniósł 2,4 pkt. proc. i była ona najistotniejszym motorem wzrostu.

▪ W drugim kwartale spożycie prywatne spowolniło do 3,5% r/r. Jeśli do tego dodać słabe spożycie zbiorowe, które w rocznym ujęciu spadło o 1,3%, to okazuje się, że spożycie ogółem wzrosło zaledwie o 2,4% r/r. Wkład eksportu netto był neutralny.

▪ W sumie, dane świadczą o dość dobrej sytuacji w polskiej gospodarce w II kwartale, ale należy pamiętać, że w kontekście obecnej dużej dynamiki wydarzeń w gospodarce światowej dotyczą one przeszłości dość już odległej.

▪ Z naszych analiz wynika, że w ostatnich latach potencjalne tempo wzrostu PKB w Polsce znacznie się obniżyło (do 3-4%), na co zapewne wpływ miał globalny kryzys. W przyszłym roku wzrost PKB nawet na takim poziomie będzie jednak trudny do osiągnięcia, na co zwróciliśmy uwagę na poprzedniej stronie. W dłuższej perspektywie, mało prawdopodobne jest powtórzenie wyników z lat przedkryzysowych (6-7%). Zakładając, że spowolnienie przyszłoroczne będzie chwilowe, to w latach 2013-14 tempo wzrostu PKB może powrócić do ok. 4%.

Słaby przemysł, mocne budownictwo

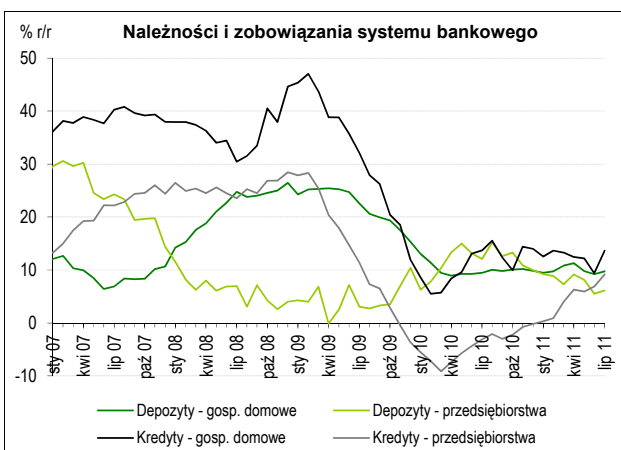
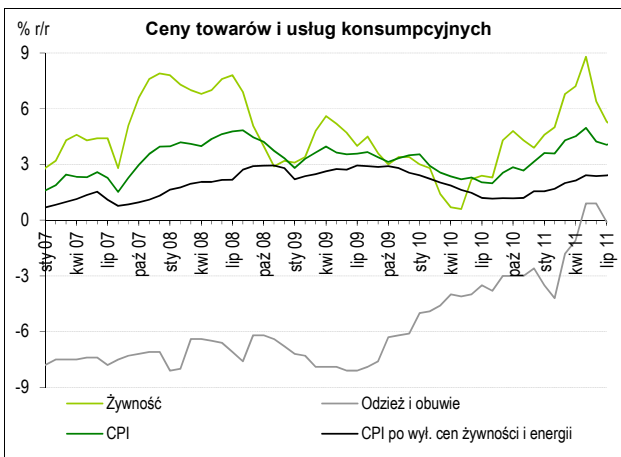
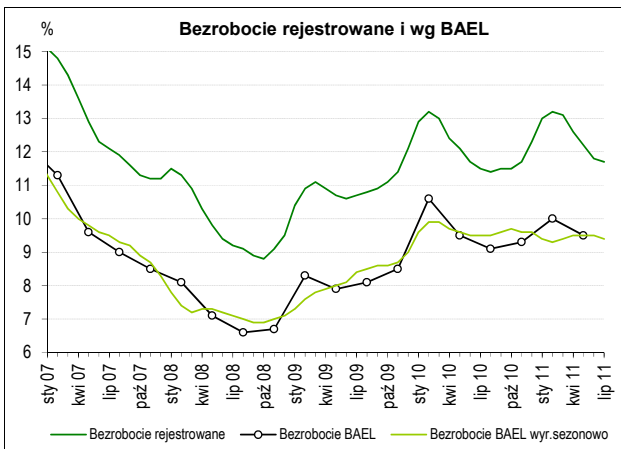
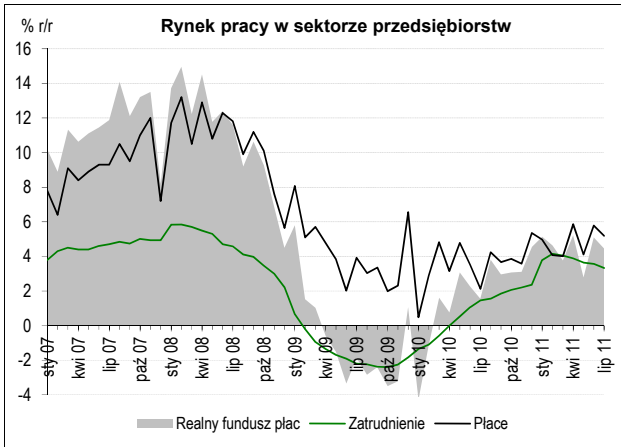
▪ Produkcja przemysłowa wzrosła w lipcu o 1,8% r/r zaś po oczyszczeniu z czynników sezonowych o 4,6% r/r. Spodziewamy się, że przemysł nieco przyspieszy w sierpniu (efekt niskiej bazy z sierpnia 2010), ale kolejne miesiące pokażą tempo wzrostu na poziomie 2-3%.

▪ Indeks PMI dla polskiego przemysłu spadł w sierpniu do 51,8 pkt., co jest drugą najniższą wartością od stycznia 2010. Dotychczasowe dane PMI wskazują, że wzrost produkcji w III kw. był słabszy niż w II kw. Nowe zamówienia rosły w podobnym tempie, co w lipcu, ale głównie za sprawą zamówień krajowych, których wzrost skompensował spadek zamówień zagranicznych. Indeks zatrudnienia (podobnie jak zamówienia eksportowe) spadł trzeci miesiąc z rzędu. Presja kosztowa osłabła w sierpniu już siódmy miesiąc z rzędu, chociaż ceny producentów wzrosły w najszybszym tempie od trzech miesięcy. Dane potwierdziły, że osłabienie koniunktury za granicą negatywnie wpływa na polski przemysł. W kolejnych miesiącach należy oczekiwać utrzymania się tych negatywnych tendencji.

▪ Produkcja budowlano-montażowa wciąż notuje wysokie tempo wzrostu i w lipcu wzrosła o 16,4% r/r. Koniunktura w tym sektorze jest napędzana przede wszystkim przez dział budowy obiektów cywilnych i inżynierskich (np. dróg i stadionów), podczas gdy dział budowy budynków (np. mieszkań) pozostaje słaby (4,2% r/r).

▪ Sprzedaż detaliczna wzrosła w lipcu o 8,2% r/r, co było najgorszym wynikiem od stycznia. Na dynamice sprzedaży detalicznej zaważyła przede wszystkim słaba sprzedaż samochodów (wzrost o 1,6% r/r wobec 6,7% w czerwcu). W ujęciu realnym wzrost sprzedaży spowolnił do 4,2% r/r z 6,4% w czerwcu.

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, Eurostat, obliczenia własne

Zahamowanie pozytywnych tendencji na rynku pracy

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spowolniło w lipcu do 3,3% r/r z 3,6% r/r w czerwcu. Szczegółowe dane pokazały, że w przetwórstwie przemysłowym nastąpił spadek liczby zatrudnionych, co prawdopodobnie jest związane z pogorszeniem portfela zamówień. Dodatkowo, przyrost zatrudnienia w budownictwie, charakterystyczny dla tej pory roku, był słabszy od oczekiwań. Możliwe, że w wyniku dobrej koniunktury w tym sektorze, która trwa już od miesięcy, zatrudnienie w budownictwie osiągnęło już swój maksymalny poziom (wzrost o 7,3% r/r) i nie będzie już szybko rosnąć. Oczekujemy, że do końca bieżącego roku dynamika zatrudnienia będzie zbliżona do tej zaobserwowanej w lipcu i mamy nadzieję, że nie jest to zbyt optymistyczna prognoza.

Płace w sektorze przedsiębiorstw pokazały wzrost o 5,2% w ujęciu rocznym. Przyrost płac spowolnił w stosunku do czerwca (5,8%), co było zapewne skutkiem braku efektu wyrównania płac po podwyżkach w górnictwie. Gorsze dane o zatrudnieniu i pogorszenie perspektyw gospodarczych na przyszły rok sprawiają, że siła przetargowa pracowników może być mniejsza i wyższe oczekiwania inflacyjne nie przełożą się w znacznym stopniu na płace, czego spodziewaliśmy się do tej pory.

Roczna nominalna dynamika funduszu płac spowolniła w lipcu do 8,7% z 9,6% w czerwcu, co wynikało ze spadku tempa wzrostu zarówno płac, jak i zatrudnienia. Realna dynamika funduszu płac spadła natomiast do 4,4% z 5,1% w czerwcu.

Stopa bezrobocia spadła w lipcu do zaledwie 11,7% z 11,8% w czerwcu. W porównaniu z czerwcem liczba bezrobotnych spadła o 20 tysięcy, co nie jest dobrym wynikiem jak na tę porę roku (prace sezonowe), a w ujęciu rocznym nastąpił wzrost o 2,8%. Wyrównana sezonowo stopa bezrobocia wg BAEL obniżyła się do 9,4% z 9,5% w czerwcu.

Inflacja w okolicach 4%

Stopa inflacji obniżyła się w lipcu do 4,1% r/r z poziomu 4,2% w czerwcu, przede wszystkim za sprawą spadku cen żywności i napojów bezalkoholowych oraz odzieży i obuwi. Po raz kolejny lekko spadły ceny łączności. Dość wyraźnie wzrosły koszty użytkowania mieszkania i nośników energii. Ceny transportu średnio w miesiącu pozostały bez zmian, chociaż pod koniec miesiąca nastąpił mocny wzrost cen paliw. Inflacja bazowa z wyłączeniem cen energii i paliw pozostała w lipcu bez zmian, na poziomie 2,4% r/r. Spodziewamy się nieznacznego wzrostu inflacji w nadchodzących miesiącach i spadku w 2012 r.

Inflacja PPI przyspieszyła w lipcu do 5,9% r/r z 5,6% r/r w czerwcu. Ceny w przetwórstwie przemysłowym zanotowały niewielki wzrost, co wynikało po części z osłabienia złotego (przeliczenie cen eksportowych po wyższym kursie). Znaczny wzrost cen w skali miesięcznej miał miejsce w górnictwie.

Kredyty wciąż rosną

Podaż pieniądza M3 wzrosła w lipcu o 7,3% r/r wobec 7,2% r/r w czerwcu. Na uwagę zasługuje znaczne przyspieszenie kredytów dla firm (do 9,2% r/r wobec 6,9% w czerwcu), głównie inwestycyjnych (12,7% r/r). W przypadku gospodarstw domowych przyspieszenie do 13,6% r/r wobec 9,4% w czerwcu wynikało w znacznej mierze z osłabienia złotego względem franka (o 3,4%).

Roczne tempo wzrostu kredytów po oczyszczeniu z efektów kursowych wyniosło 7,2% w przypadku przedsiębiorstw (wobec 6,9% w czerwcu) i 10,7% w przypadku gospodarstw domowych (wobec 9,3% w czerwcu). Głównym obszarem wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych wciąż pozostają kredyty na nieruchomości (dynamika oczyszczona z efektów kursowych na poziomie ok. 12%).

Pod lupą: polityka pieniężna

Fragmenty wrześniowego komunikatu RPP

Od poprzedniego posiedzenia Rady pojawiły się kolejne sygnały osłabienia aktywności gospodarczej na świecie. (...) Również w strefie euro oraz niektórych gospodarkach wschodzących dynamika PKB obniżyła się w II kw. Jednocześnie, w ostatnim okresie pogorszyły się nastroje konsumentów i przedsiębiorców w wielu krajach, natomiast inflacja pozostała na podwyższonym poziomie.

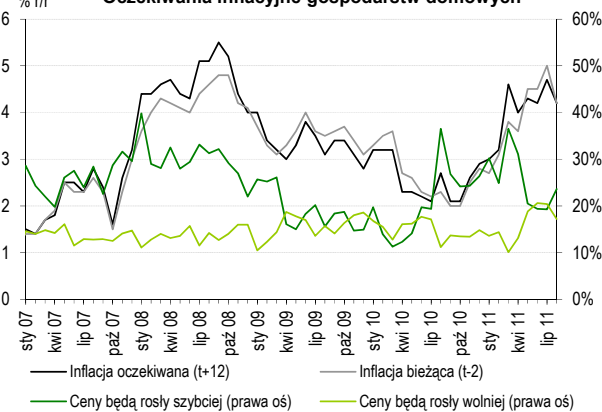
Dane dotyczące koniunktury w pierwszych miesiącach III kw. sygnalizują możliwość obniżenia się dynamiki wzrostu gospodarczego, w szczególności osłabienia koniunktury w przemyśle. W II kw. stabilnemu wzrostowi gospodarstwu towarzyszył wolniejszy niż w poprzednim kwartale wzrost liczby pracujących. Dane z sektora przedsiębiorstw także sygnalizują osłabienie dynamiki zatrudnienia po okresie jego znaczącego wzrostu. Przy jednoczesnym dalszym, choć wolniejszym niż dotychczas, wzroście liczby osób aktywnych zawodowo powoduje to utrzymywanie się podwyższonej stopy bezrobocia. W II kw. nastąpiło pewne przyspieszenie wzrostu wynagrodzeń w gospodarce, do czego mogły się częściowo przyczynić wypłaty dodatkowych składników wynagrodzeń w niektórych sekcjach, co jest związane z bardzo dobrymi wynikami finansowymi sektora przedsiębiorstw. Dane dotyczące lipca wskazują, że nie następuje dalsze przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń w przedsiębiorstwach. Jednocześnie trwało ożywienie akcji kredytowej dla przedsiębiorstw, w tym w zakresie kredytów inwestycyjnych.

W najbliższych miesiącach roczny wskaźnik CPI będzie nadal kształtował się na podwyższonym poziomie, co jest związane głównie z wcześniejszym silnym wzrostem cen surowców na rynkach światowych. W średnim okresie inflacja będzie ograniczana przez oczekiwane obniżenie dynamiki krajowego wzrostu gospodarczego w warunkach zacieśnienia polityki fiskalnej, w tym obniżenia inwestycji publicznych, a także dokonanego w I połowie br. podwyższenia stóp procentowych oraz prawdopodobnego spowolnienia wzrostu gospodarczego na świecie. Czynnikiem ryzyka dla wzrostu cen jest natomiast wpływ sytuacji na rynkach finansowych na kształtowanie się kursu złotego. W ocenie Rady, dokonane od początku br. istotne zacieśnienie polityki pieniężnej powinno umożliwić powrót inflacji do celu inflacyjnego w średnim okresie. W związku z tym Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. Rada nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu inflacji do celu.

Za wcześnie mówić o obniżkach

- Zgodnie z oczekiwaniami, po wakacyjnej przerwie, RPP utrzymała stopy procentowe bez zmian.
- Od poprzedniego posiedzenia, które odbyło się na początku lipca, wiele się zmieniło zarówno w ocenie perspektyw gospodarczych, jak i sytuacji na rynkach. Odzwierciedlone to zostało w komunikacie, który zwrócił uwagę na pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego.
- W średnim okresie, Rada spodziewa się antyinflacyjnych efektów spowolnienia gospodarczego, zacieśnienia fiskalnego oraz dokonanych podwyżek stóp. Z drugiej strony, Rada zwróciła uwagę, że czynnikiem ryzyka dla inflacji jest kształtowanie się kursu złotego.
- Komunikat nie zawierał znaczących zmian, jeśli chodzi o perspektywę polityki pieniężnej. W szczególności, utrzymane zostało zdanie w komunikacie mówiące o tym, że „Rada nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu inflacji do celu”. Jednocześnie, przewodniczący RPP, Marek Belka, powiedział podczas konferencji prasowej, że bilans ryzyk dla przyszłej inflacji wyraźnie się zmienił i w konsekwencji bardziej prawdopodobne jest utrzymanie obecnego poziomu stóp. Podkreślił, że za wcześnie jest mówić o obniżkach stóp. Naszym zdaniem, lepszą ilustracją nieformalnego neutralnego nastawienia byłaby zmiana powyższego zdania na: „Rada nie wyklucza dostosowania polityki pieniężnej, gdyby zmieniły się średnioterminowe perspektywy inflacji”.
- Podwyższona inflacja oraz słabszy złoty sprawiają, że Rada chce zachować czujność. Nie zmieniamy prognozy, że stopy pozostaną bez zmian w najbliższych miesiącach, a prawdopodobnie również w całym roku 2012.

Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych



Oczekiwania inflacyjne wciąż wysokie

- Z danych opublikowanych przez NBP wynika, że oczekiwania inflacyjne pozostają wysokie.
- Wprawdzie stopa inflacji oczekiwana w ciągu najbliższych 12 miesięcy spadła z 4,7% w lipcu do 4,2% w sierpniu, ale wynika to z metody szacowania tej wartości, która jest oparta o stopę inflacji sprzed dwóch miesięcy. Mimo spadku oczekiwanej stopy, struktura oczekiwań pogorszyła się: udział ankietowanych spodziewających się przyspieszenia tempa wzrostu cen wzrósł z 19,3% do 23,6% i jest najwyższy od kwietnia. Oczekiwana inflacja zrównała się z rzeczywistą stopą inflacji po trzech miesiącach przebywania poniżej tej wartości.
- Wysoki poziom inflacji i oczekiwań będzie zapewne wciąż „jastrzębim” argumentem dla części RPP, jednak czynniki ryzyka związane ze spowolnieniem wychodzą na pierwszy plan.

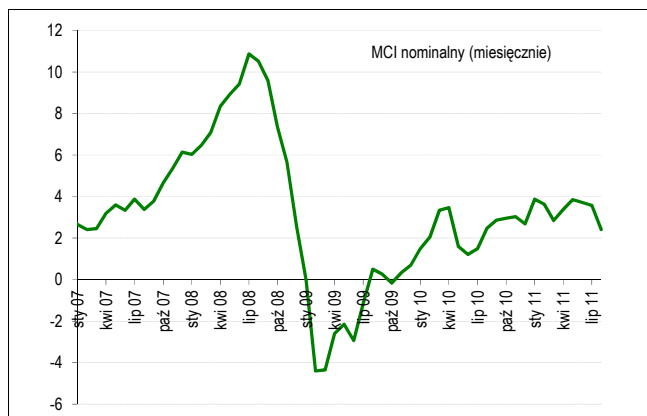
Zmiany kryteriów kredytowych związanych z wysokością marż kredytowych dla przedsiębiorstw



Uwaga: procent netto to różnica między ważonym aktywami odsetkiem banków łagodzących i zaostrzających politykę kredytową

Źródło: NBP

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



Słabszy złoty łagodzi politykę pieniężną

- Nominalny indeks restrykcyjności polityki pieniężnej zanotował w sierpniu dość wyraźny spadek, którego głównym źródłem było osłabienie złotego. Średni kurs EURPLN wzrósł w ciągu miesiąca o ponad 3%, w wyniku czego znalazł się ponad 2% powyżej długoterminowego trendu. Stopy rynku pieniężnego WIBOR3M były w sierpniu minimalnie wyżej niż miesiąc wcześniej, co jednak nie było w stanie zneutralizować efektu związanego z osłabieniem waluty.
- W kolejnym miesiącu należy się liczyć z dalszym spadkiem indeksu, wskazującym na obniżenie restrykcyjności krajowej polityki pieniężnej, co będzie wynikać ze stabilizacji stóp rynku pieniężnego oraz dalszego osłabienia złotego.

W lipcu jeszcze wnioskowano podwyżkę

Opis dyskusji na lipcowym posiedzeniu RPP pokazał, że już wtedy Rada zwracała uwagę na pojawiające się sygnały wskazujące na spowolnienie tempa wzrostu PKB w USA, jak również utrzymującą się niepewność związaną z kryzysem zadłużeniowym w strefie euro. Zauważono, że ten ostatni czynnik może negatywnie wpłynąć na koniunkturę w kraju, a wzrost awersji do ryzyka może osłabić złotego, co w konsekwencji zadziałałoby w kierunku utrzymania inflacji na podwyższonym poziomie. Podtrzymano opinię, że konieczne mogą być kolejne podwyżki stóp procentowych, jeżeli perspektywa powrotu inflacji do celu pogorszy się. Co ciekawe, pogląd ten został utrzymany również we wrześniowym komunikacie. Jednocześnie wydzwięk konferencji prasowej po ostatnim posiedzeniu był znacznie łagodniejszy.

Wypowiedzi mniej restrykcyjne, ale jeszcze nie gołębie

Jedyny członek Rady głosujący za podwyżką w lipcu, Kaźmierczak, w swoich ostatnich wypowiedziach jasno sugerował, że jego zdanie w tej kwestii uległo zasadniczej zmianie. Odnośnie nastawienia całej RPP w kwestii polityki pieniężnej, to póki co wśród jej członków jedynie Chojna-Duch jasno zgłosiła gotowość do zmiany nastawienia na neutralne. O ile wielu członków Rady dość jasno wyrażało się na temat braku konieczności sygnalizacji obniżki (Belka, Bratkowski, Chojna-Duch, Gilowska, Zielińska-Głębocka), to ich poglądy są typowe dla neutralnego nastawienia polityki pieniężnej i strategii wyczekiwania na kolejne informacje płynące z gospodarki. Choć Rada formalnie w komunikacie wciąż nie wyklucza podwyżek stóp, to wypowiedzi jej członków wskazują, że dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej jest bardzo mało prawdopodobne i nie wydaje nam się, aby Rada wciąż je rozważała. Wcześniej czy później taka zmiana znajdzie odzwierciedlenie w oficjalnym komunikacie. Prawdopodobnie potrzebny będzie do tego wyraźniejszy spadek inflacji. Prezes Belka wypowiedział podczas konferencji prasowej, że według niego perspektywa powrotu inflacji do celu skróciła się. Jednocześnie zwrócił on uwagę na możliwość scenariusza ryzyka, w którym spowolnieniu gospodarczemu towarzyszyłaby podwyższona inflacja. To ryzyko sprawia, że Rada chce zachować antyinflacyjną czujność w sytuacji gdy inflacja wciąż utrzymuje się nie tylko powyżej celu, ale i powyżej górnej granicy odchyłań od celu. W sumie, wypowiedzi członków RPP wspierają naszą prognozę braku zmian stopy procentowej w najbliższych miesiącach i zmiany nieformalnego nastawienia na neutralne na jesieni. Ciekawe będzie z pewnością posiedzenie listopadowe Rady, po którym poznamy nową projekcję PKB i CPI. Na politykę RPP będą miały też wpływ ruchy banków centralnych i z pewnością decyzja o ewentualnej obniżce stóp na wiosnę 2012 byłaby trudniejsza do podjęcia w sytuacji dalszego braku sugestii odnośnie możliwości obniżek przez Europejski Bank Centralny.

Członkowie RPP, a kampania wyborcza

Na pierwszych stronach gazet pojawiły się informacje o ewentualnej możliwości złamania ustawy o NBP przez prof. Zytę Gilowską aktywnie wypowiadającą się w kwestiach ekonomicznych podczas kampanii wyborczej. Nie naszym zadaniem jest decydowanie czy i kiedy złamane być może prawo, tym bardziej, że nie wydaje się ono zbyt precyzyjne w tej kwestii. Niewątpliwie jednak, przekroczone zostaje cienka linia niezależności politycznej członka RPP. Nie po raz pierwszy zresztą, bo chociażby wcześniejsze felietony i wypowiedzi prof. Jana Winieckiego wpisywały się w podobną konwencję, choć nie miały miejsca podczas kampanii wyborczej i nie spotkały się z podobnym odzewem medialnym. Niewątpliwie zaangażowanie w kampanię prof. Gilowskiej i jej udział w debatach programowych byłoby całkowitym złamaniem standardów niezależności, ale wszystko wskazuje na to, że do tego nie dojdzie.

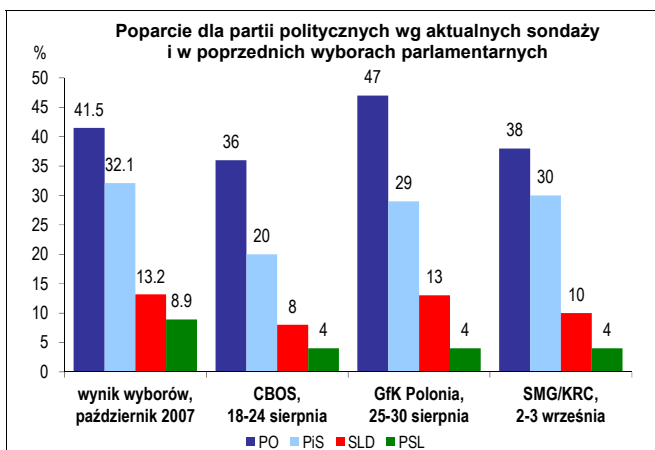
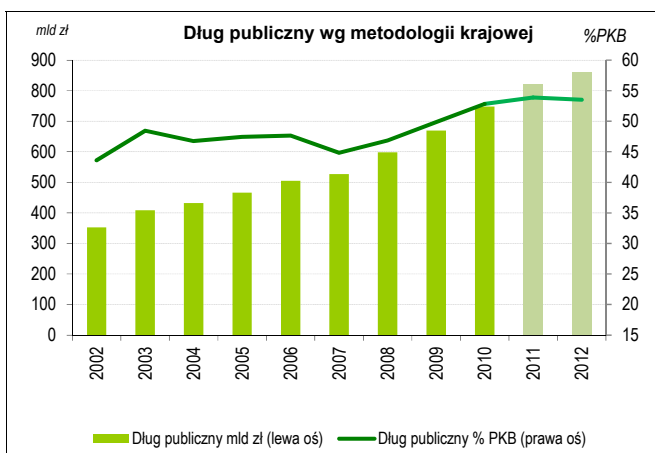
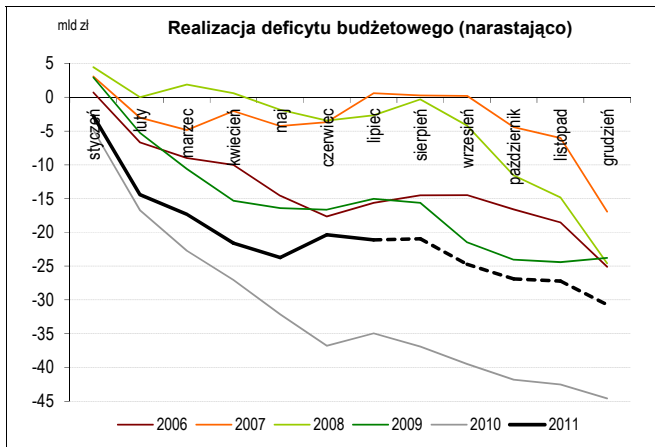


Indeks przyjmuje wartości od 0 do 2. Za głosowanie zgodne z podjętą decyzją przyznawany jest 1 pkt., za głosowanie za bardziej jastrzębią decyzją niż podjęta przyznawane są 2 pkt., a za głosowanie za mniej jastrzębią decyzją niż podjęta przyznawane jest 0 pkt. Średnia punktów za wszystkie głosowania to wartość indeksu dla danego bankiera centralnego.

Liczby przy nazwisku danego członka to wartości indeksu liczone od początku obecnej kadencji Rady i prezesa NBP.

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

Pod lupą: polityka fiskalna



	Spread vs Bundy (10 lat) w pb			CDS (5 lat, USD)		
	8.09	zmiana od 11.07.2011	zmiana od 31.12.2010	8.09	zmiana od 11.07.2011	zmiana od 31.12.2010
Polska	369	57	58	221	65	54
Czechy	106	-1	8	111	24	18
Węgry	522	52	9	418	136	108
Grecja	1835	395	876	2893	499	393
Hiszpania	320	-5	70	390	78	47
Irlandia	705	-404	79	907	-50	-143
Portugalia	935	-128	563	1116	27	-24
Włochy	343	59	152	427	181	136
Niemcy	-	-	-	78	34	26

Deficyt w 2011 r. poniżej planu, 2012 będzie trudniejszy

Wykonanie tegorocznego budżetu niezmiennie przebiega znacznie lepiej niż pierwotnie zaplanowano. Po lipcu deficyt budżetu centralnego wyniósł 21,1 mld zł (52,5% rocznego planu), a po ośmiu miesiącach roku wg wstępnych szacunków MF nawet lekko się obniżył. Nadal wydaje się realne, że zgodnie z naszą prognozą na koniec roku budżet zamknie się deficytem ok. 30 mld zł, tj. ok. 10 mld niższym od planu.

Deficyt całego sektora publicznego (wg ESA95) może wg naszych szacunków obniżyć się w 2011 r. do ok. 5% PKB z poziomu 7,9% PKB w 2010 r.

Realizacja planów fiskalnych na 2012 r. będzie jednak o wiele trudniejsza. Wprawdzie zdaniem ministra Rostowskiego nie ma potrzeby zmieniać rządowego projektu budżetu, zakładającego deficyt 35 mld zł, a „Polska jest na dobrej drodze, aby w 2012 r. zejść z deficytem sektora finansów publicznych do 3% PKB (...) bez podnoszenia podatków”, jednak wg nas, biorąc pod uwagę pogorszenie scenariusza makro na kolejny rok, wydaje się to nierealistyczne.

Projekt budżetu będzie zapewne wymagał korekty po wyborach. Nie znając tej korekty, trudno dokładnie określić skalę redukcji deficytu sektora publicznego w 2012 r., ale naszym zdaniem nawet zejście do 4% PKB będzie trudne.

Dług publiczny blisko 55% PKB

Niższy wzrost PKB, wolniejsza redukcja deficytu i słabszy złoty zwiększają ryzyko, że dług publiczny wg krajowej metodologii będzie nadal ocierał się o ważną granicę 55% PKB (wg naszego szacunku w połowie 2011 r. był już nieco powyżej 54%), choć na koniec tego i przyszłego roku powinien naszym zdaniem zmieścić się lekko poniżej tego pułapu, w czym pomóc może m.in. umocnienie złotego.

Już tylko miesiąc do wyborów

W obliczu skali nierozstrzygniętych problemów w globalnej gospodarce, na których skupiona jest uwaga inwestorów międzynarodowych, zbliżające się wybory parlamentarne w Polsce nie są wydarzeniem pierwszoplanowym. Jednak ich wynik może wpłynąć na zachowanie rynków w październiku.

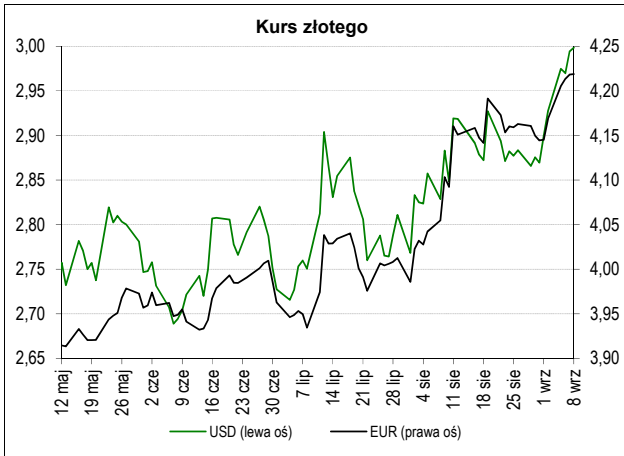
Ostatnie badania opinii publicznej wskazują, że układ sił na scenie politycznej po wyborach nie powinien zmienić się drastycznie. Jednak należy pamiętać, że ostatnim razem wyniki sondaży niezbyt dobrze odpowiadały późniejszym wynikom głosowania. Dodatkowo, nawet niewielkie różnice w poparciu mogą mieć wymierny wpływ na to, jaki rząd uda się utworzyć po wyborach i czy będzie on dysponował większością w parlamencie umożliwiającą prowadzenie efektywnej polityki społeczno-gospodarczej.

Końca problemów zadłużeniowych nie widać

Zgodnie z naszymi przewidywaniami z poprzedniego raportu, obawy związane z kryzysem zadłużeniowym w strefie euro nie dały o sobie zapomnieć w wakacje. Pogarszające się prognozy wzrostu gospodarczego i brak skutecznych działań naprawczych w Europie pogłębiały niepokój, że kryzys może się rozprzestrzenić na inne kraje poza Grecją. Powodowało to wzrost miar ryzyka fiskalnego dla większości krajów strefy euro. Decyzja EBC o skupowaniu z rynku wtórnego obligacji Włoch i Hiszpanii przejściowo uspokoiła sytuację, ale niepokój na rynkach ponownie przybrał na sile na początku września.

Perspektywy na najbliższe tygodnie niestety nie są bardziej optymistyczne. Awersja do ryzyka będzie się utrzymywać, negatywnie wpływając na stawki CDS i spready obligacji peryferyjnych krajów strefy euro wobec Bundów.

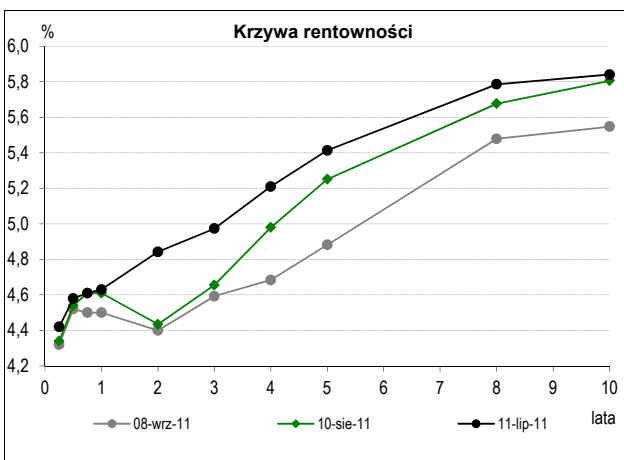
Monitor rynku



Niewielki potencjał do umocnienia złotego

▪ Złoty osłabiał się wyraźnie w stosunku do głównych walut. Presja na krajową walutę wywierały obawy o rozwój sytuacji w strefie euro i głębokość spowolnienia globalnej gospodarki. BGK sprzedawał euro na rynku blisko poziomu kursu EURPLN 4,14, ale nie powstrzymało to trendu wzrostowego. Na początku września została pokonana ważna strefa oporu w okolicach 4,25, kurs wzrósł do ponad 4,30, gdzie po raz kolejny napotkał BGK.

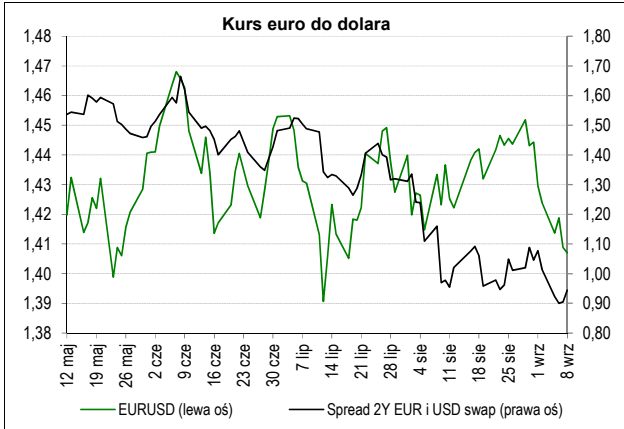
▪ Choć oczekujemy, że w najbliższym czasie utrzymają się warunki niekorzystne dla złotego i EURPLN pozostanie na podwyższonym poziomie, to możliwy jest spadek na koniec miesiąca w okolice 4,20. W IV kw. oprócz czynników globalnych, na złotego wpływ mogą mieć wyniki krajowych wyborów parlamentarnych oraz możliwa zwiększona aktywność BGK na rynku walutowym (zapowiedziana przez MF).



Rynek długu pod wpływem realizacji zysków i podaży

▪ Krajowy rynek długu znacznie umocnił się w ciągu minionych 2 miesięcy w wyniku wzrostu oczekiwań na spowolnienie krajowej i globalnej gospodarki oraz w konsekwencji na obniżki stóp. Rynek FRA w pewnym momencie wyceniał prawie 3 obniżki stóp NBP (obecnie, po korekcie, wycenia obniżkę o 25 pb. za 6 miesięcy i widzi 85% prawdopodobieństwa na drugą w ciągu kolejnych 3 miesięcy). Gwałtownie spadły też stawki IRS.

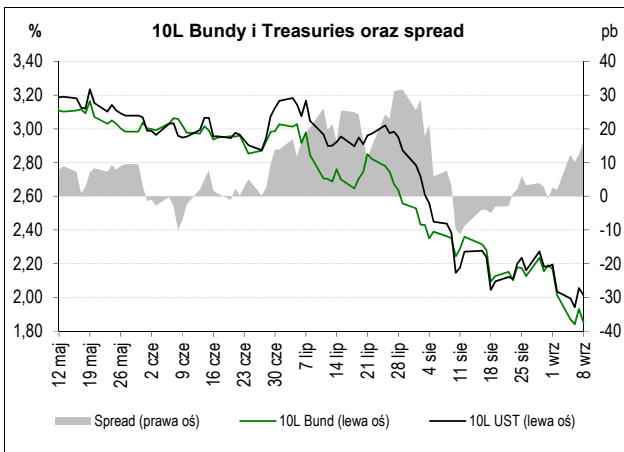
▪ Spodziewamy się, że we wrześniu rozpocznie się na krajowym rynku długu trend wzrostowy rentowności. Będzie to w pewnym stopniu skutkiem realizacji zysków z ostatniego bardzo wyraźnego umocnienia. Dodatkowo, MinFin od września ma zacząć proces prefinansowania potrzeb pożyczkowych na 2012, a ograniczenie podaży w ostatnich miesiącach było ważnym czynnikiem, który wspierał rynek. Ważne będą też notowania Bundów.



Ograniczone wahania w oczekiwaniu na Fed

▪ Od publikacji naszego ostatniego raportu kurs EURUSD poruszał się w przedziale 1,40-1,45. Deprecjacja euro w stosunku do dolara wspierał brak porozumienia w USA w sprawie limitu zadłużenia. Dodatkowo, w pierwszym tygodniu września wspólną walutę wsparła decyzja SNB o ustaleniu dolnego pułapu wahań EURCHF na 1,20. Wcześniej, potencjał do wzrostów EURUSD ograniczała kwestia nierozwiązanych problemów zadłużeniowych strefy euro.

▪ Oczekujemy, że we wrześniu największy wpływ na notowania w dalszym ciągu wywierać będzie kwestia kryzysu zadłużenia strefy euro. Dodatkowym elementem będzie oczekiwanie na dwudniowe posiedzenie Fed, podczas którego uczestnicy rynku mogą się spodziewać jakiejś formy ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej, co może chwilowo osłabić dolara. Oczekujemy, że na koniec września kurs EURUSD będzie blisko 1,40.

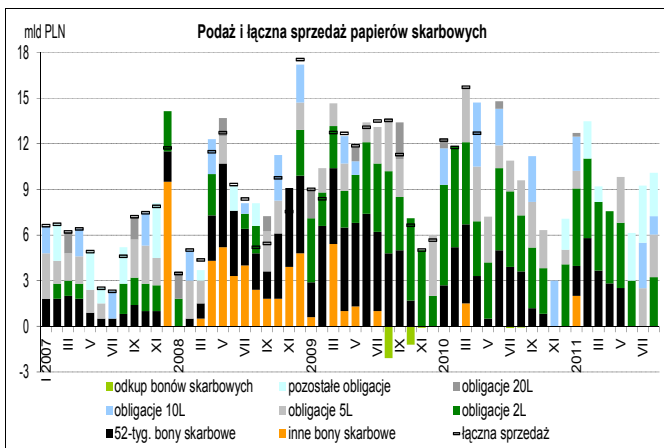
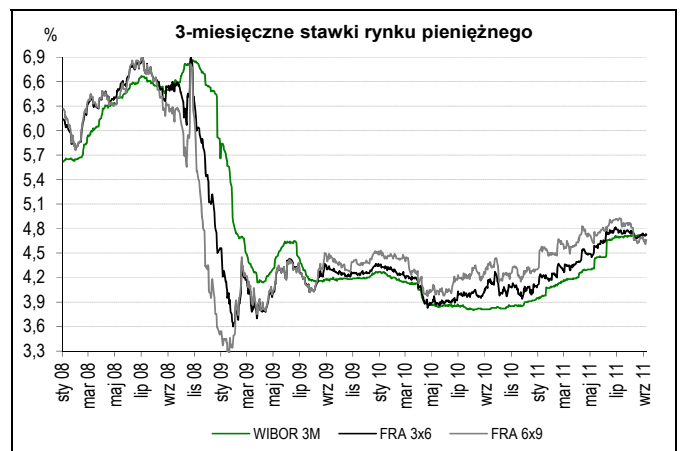
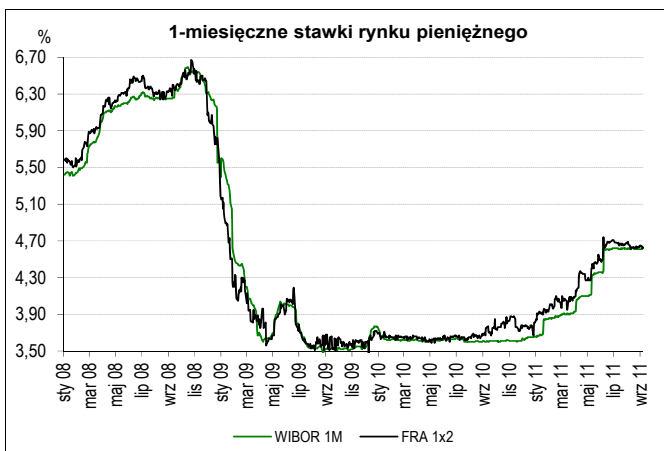
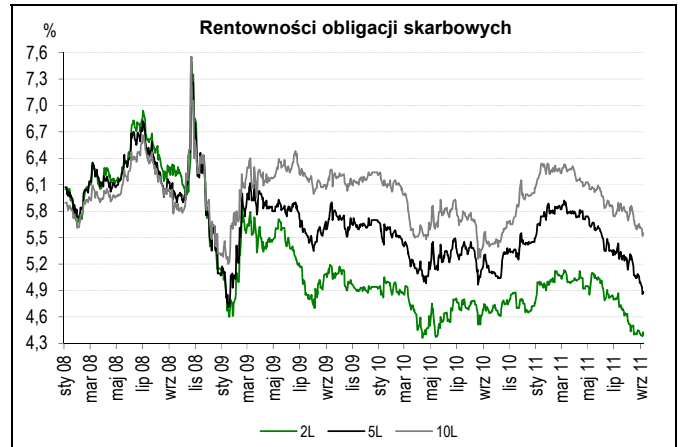
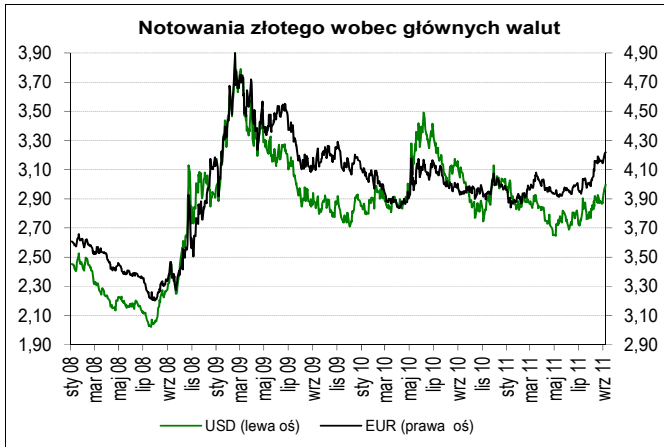


Rentowności na rynkach bazowych najniżej w historii

▪ Na bazowych długu nastąpiło bardzo wyraźne umocnienie w wyniku pogorszenia się perspektyw dla globalnej gospodarki oraz wzrostu awersji do ryzyka z powodu problemów zadłużeniowych w strefie euro. Rynek dyskontował także uruchomienie przez Fed QE3. Rentowności 10-letnich Bundów oraz Treasuries osiągnęły rekordowo niskie poziomy – odpowiednio 1,83% i 1,91%.

▪ We wrześniu możliwe jest odbicie rentowności Bundów z rekordowo niskich poziomów, jako skutek realizacji zysków z bardzo wyraźnego umocnienia obserwowanego w ostatnich miesiącach. Niemniej, globalny nastrój na rynku wciąż będzie wspierał bezpieczne aktywa, a dodatkowym czynnikiem wpływającym na rentowności Treasuries będzie posiedzenie Fed i jakiegokolwiek sugestie odnośnie QE3.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data	OFERTA	POPYT / SPRZEDAŻ
11.04.2011	przetargu	
11.04.2011	50-tyg.: 300-600	1536/444
18.04.2011	49-tyg.: 500-1000	1646/771
21.04.2011	48-tyg.: 700-1200	3408/1027
9.05.2011	46-tyg.: 400-600	3560/600
16.05.2011	45-tyg.	2737/709
23.05.2011	44-tyg.	3002/698
30.05.2011	52-tyg.	2667/505
13.06.2011	50-tyg.	odwołany
20.06.2011	Przetarg odkupu	356/256
27.06.2011	52-tyg.	odwołany
11.07.2011	Przetarg odkupu	1498/724
3.10.2011	51-tyg.	
10.10.2011	50-tyg.	

* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

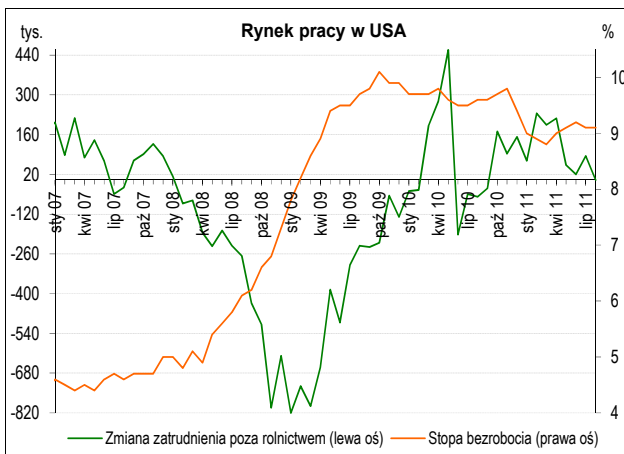
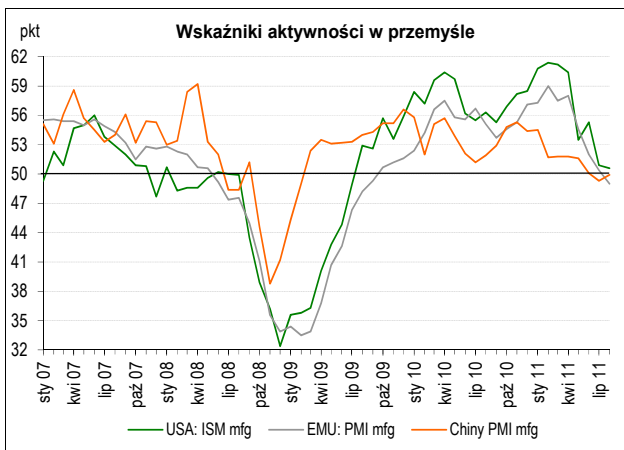
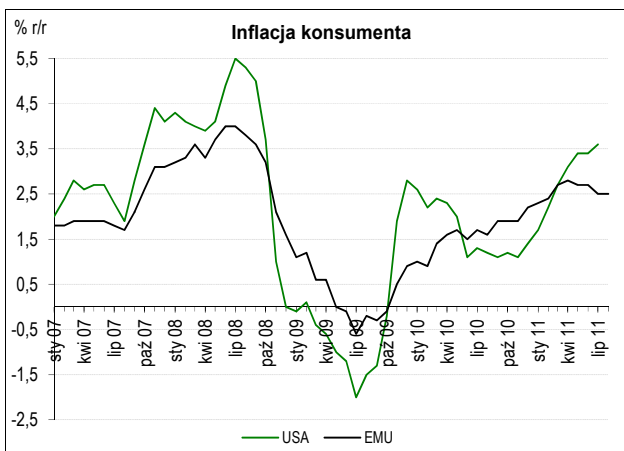
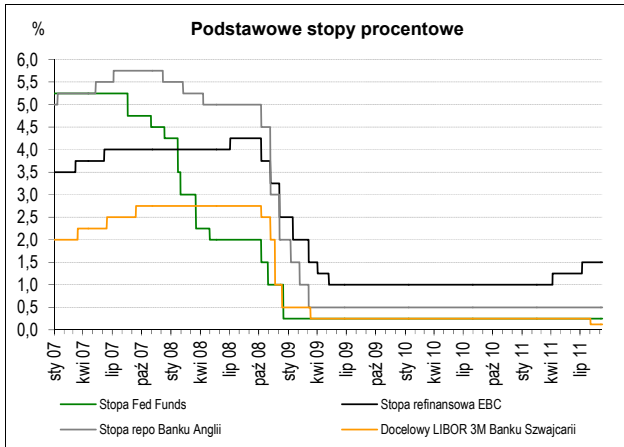
Przetargi obligacji skarbowych w 2010/2011 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg				Przetarg zamiany		
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzed	data	obligacje	sprzedaż
październik	6.10	OK0113	2000-3000	3000	13.10	PS0416	-	-	21.10	DS1110/PS0511	WZ0121/IZ0823
listopad	17.11	DS1020	1500-3000	3000	-	-	-	-	10.11	DS1110/PS0511	-
grudzień	1.12	OK0113	2000-4000	4076*	8.12	WZ0121/IZ0823	1000-2000	2050	15.12	PS0511	PS0416
styczeń	5.01	OK0113/PS0416	4000-6500	6250	12.01	DS1020/WS0429	1000-2500	2500	20.01	OK0711/PS0511	IZ0823
luty	9.02	OK0113	3000-5500	5240	16.02	WZ/iż	1000-3000	2450	2.02	OK0711/PS0511	PS0416
marzec	9.03	OK0113	3000-4500	4500	16.03	WZ/iż	1000-2500	1030	3.03	OK0711/PS0511	PS0416/WZ0115
kwiecień	13.04	OK0713	3000-5500	4759	-	-	-	-	20.04	OK0711/PS0511/IZ0911	PS0416/WZ0115
maj	12.05	OK0713	3000-4500	4306	18.05	PS0416	1500-3000	3000	-	-	-
czerwiec	9.06	OK0713	2000-3000	3000	15.06	WZ0121/IZ0823	1000-5000	3125	1.06	OK0711/WZ0911	PS/DS/WZ
lipiec	21.07	DS1021	1000-3000	-	-	-	-	-	-	-	-
sierpień	10.08	OK0713/PS0416	2000-5000	5009	-	-	-	-	3.08	WZ/DZ	WZ/DS
wrzesień	22.09	WSWZ/iż	-	-	-	-	-	-	8.09	WZ/DZ/OK	PS0416/DS1021

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

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Przegląd międzynarodowy



EBC nie sugeruje obniżek, niskie stopy w USA do 2013 r.

Europejski Bank Centralny nie zmienił stóp procentowych, główna stopa refinansowa wciąż wynosi 1,50%. Podczas konferencji prasowej prezes EBC Jean-Claude Trichet nie zasygnalizował gotowości do obniżek, mimo wyraźnego obniżenia prognoz wzrostu PKB - do 1,4-1,8 w 2011 r. (z 1,5-2,3) i do 0,4-2,2 w 2012 r. (z 0,6-2,8). Dodatkowo, podkreślone zostały ryzyka w dół dla wzrostu PKB. Jednocześnie Trichet zaznaczył, że inflacja wciąż pozostaje podwyższona (2,5%) i najprawdopodobniej zacznie spadać dopiero w 2012 r. Prognozę inflacji zmieniono jedynie symbolicznie, pozostawiając środek przedziału prognozy na 2012 rok bez zmian (1,7%). Jean-Claude Trichet powtórzył, że polityka jest nadal akomodacyjna, co sugeruje, że obniżka stóp nie jest obecnie rozważana.

Po sierpniowym posiedzeniu Fed zasugerował, że pozostawi stopy procentowe na wyjątkowo niskim poziomie przynajmniej do połowy 2013, jeśli będzie to uzasadnione sytuacją gospodarki. Z publikacji minutes z tego posiedzenia wynikało, że bankierzy centralni zastanawiali się nad sposobami ożywienia gospodarki USA, w tym nad zakupem dodatkowej porcji rządowych obligacji, a kilku członków Fed opowiadało się za bardziej zdecydowanymi działaniami już w sierpniu. Ożywiło to nadzieje, że na konferencji w Jackson Hole Bernanke, podobnie jak w 2010, zasugeruje rozpoczęcie kolejnej rundy stymulacji. Prezes Fed nie wsparł tych oczekiwań wprost. Powiedział, że kondycja gospodarki USA nie jest na tyle słaba, by uzasadniać dalszą stymulację. Zapowiedział jednak, że we wrześniu posiedzenie FOMC będzie dwudniowe i mają być na nim dyskutowane możliwe działania, jakie Fed mógłby podjąć, aby wesprzeć odbicie w USA, co wsparło nadzieje, że jakaś forma QE3 jednak zostanie uruchomiona. W lipcu CPI w USA wzrósł do 3,6% r/r z 3,4%. Rosnąca inflacja jest jednym z argumentów przeciwników QE3.

Przemysł spowalnia, kiepsko na amerykańskim rynku pracy

Wskaźniki wyprzedzające koniunktury wskazują na pogorszenie perspektyw wzrostu. Do indeksu PMI dla Chin, który poniżej poziomu 50 pkt. przebywa już od 2 miesięcy, dołączył indeks dla strefy euro. Do granicy tej zbliżył się również indeks ISM dla przemysłu w USA.

Indeks PMI dla przemysłu Chin jako jedyny wzrósł w sierpniu, z 49,3 pkt. do 49,9 pkt. Dynamika produkcji przemysłowej wyszła na plus po dwóch miesiącach ujemnego wzrostu, ale poprawa była mała. Po raz pierwszy od 13 miesięcy spadło tempo wzrostu nowych zamówień, a zamówienia eksportowe spadały już czwarty miesiąc z rzędu. Przedsiębiorstwa w dalszym ciągu przenosiły rosnące koszty na klientów, ale inflacja kosztów pozostała poniżej średniej.

Indeks PMI dla przemysłu strefy euro w sierpniu spadł do 49,0 pkt. z 50,4 pkt. Tym samym indeks znalazł się na najniższym poziomie od 2 lat. Indeksy znajdują się powyżej granicy 50 pkt tylko dla Niemiec, Holandii i Austrii. Nowe zamówienia eksportowe dla całej strefy euro spadły po raz drugi z rzędu, najmocniej od czerwca 2009. Najgłębszy spadek zanotowano w przypadku Niemiec. Indeks dla niemieckiego przemysłu spadł do 50,9 pkt. (najniżej od września 2009) z 52,0 pkt.

Indeks ISM zanotował relatywnie niewielki spadek, z 50,9 pkt do 50,6 pkt., ale znalazł się na najniższym poziomie od lipca 2009. Tak jak w przypadku wyżej wymienionych indeksów, spadły nowe zamówienia eksportowe. Dodatkowo znacznie spowolnił wzrost produkcji przemysłowej i zatrudnienie.

Dane z rynku pracy USA rozczarowały, pokazując, że w sierpniu liczba miejsc pracy w sektorze pozarolniczym nie zmieniła się. Jeśli sytuacja w gospodarce nie zacznie się poprawiać, to wkrótce stopa bezrobocia może zacząć ponownie rosnąć.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
12 września <i>PL: Bilans płatniczy (VII)</i>	13 <i>PL: CPI (VIII)</i> US: Ceny importu (VIII)	14 <i>PL: Podaż pieniądza (VIII)</i> EZ: Produkcja przemysłowa (VII) US: PPI (VIII) US: Sprzedaż detaliczna (VIII)	15 EZ: HICP (VIII) US: Bazowy CPI (VIII) CN: Indeks NY Fed (IX) US: Produkcja przemysłowa (VIII) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (VIII) US: Indeks Philly Fed (IX)	16 <i>PL: Płace i zatrudnienie (VIII)</i> EZ: Bilans handlowy (VII) US: Wstępny indeks Michigan (IX)
19 <i>PL: Produkcja przemysłowa (VIII)</i> <i>PL: PPI (VIII)</i>	20 <i>PL: Inflacja bazowa (VIII)</i> DE: Indeks ZEW (IX) US: Rozpoczęte budowy domów (VIII) US: Pozwolenia na budowę domów (VIII)	21 US: Sprzedaż domów (VIII) US: Decyzja Fed	22 <i>PL: Minutes RPP</i> CN: Wstępny PMI-przemysł (IX) DE: Wstępny PMI-przemysł (IX) EZ: Wstępny PMI-przemysł (IX) EZ: Nowe zamówienia przemysłowe (VII) EZ: Indeks nastrojów konsumentów (VII) US: Wskaźniki wyprzedzające (VIII)	23
26 DE: Indeks Ifo (IX) US: Sprzedaż nowych domów (VIII)	27 DE: Indeks GfK (X) EZ: Podaż pieniądza (VIII) US: Indeks cen domów S&P/Case-Shiller (VII) US: Indeks nastrojów konsumentów (IX) <i>PL: Sprzedaż detaliczna (VI)</i> <i>PL: Stopa bezrobocia (VI)</i>	28 US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (VIII)	29 <i>PL: Bilans płatniczy (II kw.)</i> EZ: Indeks nastrojów w gospodarce (IX) US: Ostateczny PKB (II kw.) US: Niezakończona sprzedaż domów (VIII)	30 <i>PL: Oczekiwania inflacyjne (IX)</i> EZ: Wstępny HICP (IX) US: Wydatki konsumentów (VIII) US: Dochody osobiste (VIII) US: Bazowy PCE (VIII) US: Indeks Michigan (IX) GB: Ostateczny PKB (II kw.) CN: PMI – przemysł (IX)
3 października <i>PL: PMI – przemysł (IX)</i> EZ: PMI – przemysł (IX) US: ISM – przemysł (IX)	4 EZ: PPI (VIII) US: Zamówienia przemysłowe (VIII)	5 <i>PL: Decyzja RPP</i> EZ: PMI – usługi (IX) EZ: Rewizja PKB (II kw.) EZ: Sprzedaż detaliczna (VIII) US: Raport ADP (IX) US: ISM – usługi (IX)	6 GB: Decyzja BoE EZ: Decyzja EBC	7 DE: Produkcja przemysłowa (VIII) US: Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym (IX) US: Stopa bezrobocia (IX) US: Zapasy hurtowników (VIII)
10 DE: Eksport (VIII) EZ: Indeks Sentix (IX) CN: CPI (IX) CN: Produkcja przemysłowa (IX)	11 CN: Bilans handlowy (IX) US: Minutes Fed	12 EZ: Produkcja przemysłowa (VIII)	13 US: Bilans handlowy (VIII) <i>PL: CPI (IX)</i> <i>PL: Bilans płatniczy (VIII)</i>	14 <i>PL: Podaż pieniądza (IX)</i> EZ: HICP (IX) US: Ceny importu (IX) US: Sprzedaż detaliczna (IX) US: Wstępny indeks Michigan (X)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2011 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie EBC	13	3	3	8	5	9	7	4	8	6	3	8
Posiedzenie RPP	18-19	15	1-2	4-5	10-11	7-8	5-6	23	6-7	4-5	8-9	6-7
Minutes RPP	20	17	17	21	19	16	-	25	22	20	17	22
PKB*	-	-	2	-	31	-	-	30	-	-	30	-
Inflacja CPI	13	15 ^a	15 ^b	13	13	15	13	12	13	13	15	13
Inflacja bazowa	20	-	22	20	20	22	20	19	20	20	22	20
Ceny producenta	20	18	17	19	20	17	19	18	19	19	21	19
Produkcja przemysłowa	20	18	17	19	20	17	19	18	19	19	21	19
Sprzedaż detaliczna	28	23	23	27	25	22	26	24	27	-	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	19	16	16	18	18	16	18	17	16	18	18	16
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	31	-	-	29	-	-	29	-	-	-
Bilans płatniczy	13	11	14	13	16	14	15	11	12	13	15	-
Podaż pieniądza	14	14	14	14	13	14	14	12	14	14	14	-
Wskaźniki koniunktury	21	21	22	21	20	22	22	22	22	21	22	21

*dane kwartalne; ^adane wstępne za styczeń, ^bdane za styczeń i luty.

Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		sie 10	wrz 10	paź 10	lis 10	gru 10	sty 11	lut 11	mar 11	kwi 11	maj 11	cze 11	lip 11	sie 11	wrz 11
PMI	pkt.	53,8	54,7	55,6	55,9	56,3	55,6	53,8	54,8	54,4	52,6	51,2	52,9	51,8	51,5
Produkcja przemysłowa	% r/r	13,6	11,8	8,0	10,0	11,4	10,3	10,5	6,8	6,7	7,8	2,0	1,8	4,7	2,7
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	8,4	13,4	9,4	14,2	12,3	11,0	18,7	24,2	15,6	23,9	17,0	16,4	16,7	17,7
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	6,6	8,6	9,0	8,3	12,0	5,8	12,2	9,4	18,6	13,8	10,9	8,2	9,4	8,1
Stopa bezrobocia	%	11,4	11,5	11,5	11,7	12,3	13,0	13,2	13,1	12,6	12,2	11,8	11,7	11,6	11,5
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	4,2	3,7	3,9	3,6	5,4	5,0	4,1	4,0	5,9	4,1	5,8	5,2	4,9	5,5
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	1,6	1,8	2,1	2,2	2,4	3,8	4,1	4,1	3,9	3,6	3,6	3,3	3,3	3,1
Eksport (w euro)	% r/r	25,0	18,5	18,8	16,3	18,2	25,0	17,7	11,4	12,3	19,8	11,3	10,4	11,7	7,9
Import (w euro)	% r/r	27,1	20,5	18,7	24,8	23,7	27,9	21,9	9,1	16,6	20,8	15,0	11,7	11,4	12,1
Bilans handlowy	mln EUR	-1 014	-459	-644	-1 363	-1 228	-576	-794	-531	-1 004	-965	-1 065	-1035	-1100	-993
Rachunek bieżący	mln EUR	-1 785	-1 486	-1 264	-2 538	-1 865	-1 526	-760	-1 089	-988	32	-1 596	-1478	-1578	-1601
Rachunek bieżący	% PKB	-4,1	-4,3	-4,3	-4,4	-4,5	-4,5	-4,8	-4,7	-4,8	-4,5	-4,5	-4,4	-4,3	-4,3
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-36,9	-39,5	-41,8	-42,5	-44,6	-2,8	-14,4	-17,3	-21,6	-23,7	-20,4	-21,1	-21,0	-24,7
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	70,7	75,7	80,1	81,4	100,0	6,9	35,9	43,1	53,8	59,0	50,7	52,5	52,1	61,5
Inflacja (CPI)	% r/r	2,0	2,5	2,8	2,7	3,1	3,6	3,6	4,3	4,5	5,0	4,2	4,1	4,2	4,2
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	1,2	1,2	1,2	1,2	1,6	1,6	1,7	2,0	2,1	2,4	2,4	2,4	2,5	2,6
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	4,0	4,3	3,9	4,7	6,2	6,2	7,5	9,5	8,8	6,3	5,6	5,9	6,9	7,3
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	9,4	8,9	6,4	9,1	8,7	8,2	8,3	10,9	9,4	7,7	7,2	7,3	7,9	8,4
Zobowiązania	% r/r	9,9	9,6	7,7	9,3	9,1	8,6	8,7	12,2	9,9	8,1	7,7	7,7	8,4	8,4
Należności	% r/r	10,1	8,6	6,3	9,5	9,1	9,2	10,1	11,4	12,0	11,7	9,9	13,9	14,3	13,1
USD/PLN	PLN	3,09	3,03	2,85	2,90	3,02	2,91	2,88	2,87	2,75	2,75	2,76	2,80	2,87	2,97
EUR/PLN	PLN	3,99	3,96	3,95	3,95	4,00	3,89	3,93	4,01	3,97	3,94	3,97	3,99	4,12	4,22
Stopa referencyjna ^b	%	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,75	3,75	3,75	4,00	4,25	4,50	4,50	4,50	4,50
Stopa lombardowa ^b	%	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,25	5,25	5,25	5,50	5,75	6,00	6,00	6,00	6,00
WIBOR 3M	%	3,81	3,82	3,83	3,86	3,92	4,01	4,11	4,18	4,27	4,40	4,61	4,70	4,72	4,72
Rentowność bonów 52-tyg.	%	3,97	4,02	4,04	4,10	4,04	4,15	4,41	4,54	4,61	4,61	4,63	4,61	4,53	4,72
Rentowność obligacji 2L	%	4,68	4,69	4,72	4,79	4,70	4,96	5,04	5,04	5,01	5,02	4,87	4,72	4,47	4,45
Rentowność obligacji 5L	%	5,23	5,15	5,09	5,36	5,45	5,72	5,82	5,82	5,76	5,64	5,42	5,30	5,14	4,95
Rentowność obligacji 10L	%	5,54	5,45	5,36	5,82	5,99	6,26	6,27	6,28	6,14	6,06	5,90	5,81	5,71	5,60

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

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2009	2010	2011	2012	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
PKB	mld PLN	1 343,4	1 415,4	1 525,0	1 606,9	349,0	368,9	377,5	429,6	369,4	385,7	397,7	454,1
PKB	% r/r	1,6	3,8	4,0	2,7	4,4	4,3	3,8	3,5	2,7	2,3	2,7	3,2
Popyt krajowy	% r/r	-1,1	4,4	4,0	1,7	4,5	4,3	3,8	3,4	2,3	0,6	1,8	2,0
Spożycie indywidualne	% r/r	2,1	3,2	3,4	2,7	3,9	3,5	3,3	3,0	2,7	2,6	2,7	2,7
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-1,2	-1,0	6,9	4,1	6,0	7,8	8,0	6,0	6,0	3,0	4,0	4,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	-4,5	11,1	5,0	2,4	9,1	5,8	3,0	2,8	3,9	0,6	0,6	4,6
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	5,1	3,8	17,9	9,0	18,7	18,8	17,0	17,8	17,7	7,9	6,7	8,4
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	3,5	6,1	9,5	5,3	9,4	14,5	8,7	6,0	7,6	4,1	4,8	5,0
Stopa bezrobocia ^b	%	12,1	12,3	12,0	11,9	13,1	11,8	11,5	12,0	12,6	11,5	11,2	11,9
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	4,4	3,6	5,0	4,1	4,1	5,0	6,1	5,2	4,2	4,0	4,1	4,1
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-1,2	0,9	3,4	1,3	4,1	3,5	3,2	2,9	1,4	1,3	1,3	1,1
Eksport (w euro)	% r/r	-15,8	20,3	12,0	6,5	17,8	14,4	10,0	6,5	7,0	5,0	5,0	9,0
Import (w euro)	% r/r	-24,4	22,2	14,1	5,0	19,1	17,4	11,8	9,0	7,0	2,0	4,0	7,0
Bilans handlowy	mln EUR	-5 427	-8 604	-12 387	-10 927	-1899,0	-3034,0	-3 128	-4 327	-2 032	-2 037	-2 910	-3 948
Rachunek bieżący	mln EUR	-12 152	-15 852	-16 174	-13 671	-3364,0	-2552,0	-4 657	-5 601	-3 335	-2 435	-3 378	-4 523
Rachunek bieżący	% PKB	-3,9	-4,5	-4,3	-3,5	-4,7	-4,5	-4,3	-4,3	-4,3	-4,3	-3,9	-3,5
Wynik general government	% PKB	-7,3	-7,9	-5,0	-4,3	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	3,5	2,6	4,2	3,0	3,8	4,6	4,2	4,3	3,3	2,7	3,1	2,8
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	3,5	3,1	4,1	2,8	4,3	4,2	4,2	4,1	2,9	3,0	3,0	2,8
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,7	1,6	2,4	2,9	1,7	2,3	2,5	2,8	3,1	2,7	2,8	2,8
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,3	2,1	7,0	2,8	7,7	6,9	6,7	6,7	4,3	2,7	2,1	2,0
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	8,1	8,7	8,2	6,3	10,9	7,2	8,4	8,2	-	-	-	6,3
Zobowiązania ^b	% r/r	9,8	9,1	7,7	6,3	12,2	7,7	8,4	7,7	-	-	-	6,3
Należności ^b	% r/r	8,6	9,1	11,7	5,0	11,4	9,9	13,1	11,7	-	-	-	5,0
USD/PLN	PLN	3,11	3,02	2,88	3,10	2,88	2,75	2,88	3,00	3,06	3,12	3,15	3,07
EUR/PLN	PLN	4,33	3,99	4,04	4,12	3,94	3,96	4,11	4,16	4,18	4,16	4,12	4,02
Stopa referencyjna ^b	%	3,50	3,50	4,50	4,50	3,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
Stopa lombardowa ^b	%	5,00	5,00	6,00	6,00	5,25	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
WIBOR 3M	%	4,42	3,94	4,49	4,65	4,10	4,43	4,71	4,70	4,65	4,65	4,65	4,65
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,54	3,96	4,56	5,50	4,37	4,62	4,62	4,65	4,55	4,50	4,45	4,42
Rentowność obligacji 2L	%	5,17	4,72	4,75	4,68	5,01	4,97	4,55	4,48	4,50	4,60	4,70	4,90
Rentowność obligacji 5L	%	5,65	5,31	5,40	5,59	5,79	5,60	5,13	5,08	5,40	5,60	5,70	5,67
Rentowność obligacji 10L	%	6,11	5,74	5,94	5,85	6,27	6,03	5,70	5,73	5,87	5,90	5,85	5,80

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 8.09.2011 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

Marcin Sulewski 022 586 83 42

Marcin Luziński 022 586 83 62

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. 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. 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.