

W tym miesiącu:

Gospodarka Polski	2
Pod lupą: polityka pieniężna	4
Pod lupą: polityka fiskalna	6
Monitor rynku	7
Przegląd międzynarodowy	9
Kalendarz makroekonomiczny	10
Dane i prognozy ekonomiczne	11

Maciej Reluga

Główny Ekonomista
022 586 8363

Piotr Bielski

022 586 8333

Agnieszka Decewicz

022 586 8341

Marcin Sulewski

022 586 8342

Marcin Luzziński

022 586 8362

Email: ekonomia@bzwbk.pl

Korekty za rogiem

▪ Po wyraźnej korekcie naszych prognoz na przyszły rok, której dokonaliśmy miesiąc temu, tym razem czas na ich stabilizację. Niemniej utrzymujemy pogląd, że ryzyko dla naszej prognozy wzrostu gospodarczego w 2012 roku jest raczej asymetryczne w dół, wbrew konsensusowi rynkowemu wskazującemu na wzrost powyżej 3%. Naszym zdaniem, spodziewać się można dalszej korekty prognoz rynkowych w nadchodzących miesiącach. Naszej oceny nie zmienia fakt, że napływ ostatnich danych z polskiej gospodarki był dość pozytywny (produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna). Wciąż uważamy, że wyraźne spowolnienie w strefie euro będzie miało wyraźny wpływ na polski eksport, i pośrednio na popyt krajowy. Potwierdzeniem tego jest obserwowane ostatnio zahamowanie pozytywnych tendencji na rynku pracy.

▪ Europejski Bank Centralny wciąż utrzymuje stopy procentowe bez zmian, jednak można oczekiwać, że wkrótce dokonana zostanie korekta tej polityki. Trudno powiedzieć, czy nastąpi to na pierwszym posiedzeniu pod przewodnictwem Mario Draghiego, jednak najbliższe miesiące przyniosą prawdopodobnie obniżki stóp procentowych w strefie euro. Taka zmiana polityki może mieć swoje konsekwencje dla polskiej polityki pieniężnej. Zakładamy, że w horyzoncie kilku miesięcy (na początku 2012 r.), kiedy inflacja zacznie się obniżać, sytuacja na rynku walutowym będzie nieco bardziej stabilna, a EBC rozpocznie łagodzenie polityki pieniężnej w strefie euro, Rada zmieni nastawienie na bardziej łagodne i obniży w pierwszej połowie stopy, prawdopodobnie w dwóch ostrożnych ruchach po 25 pkt bazowych.

▪ Wynik wyborów parlamentarnych nie przyniósł rewolucji na polskiej scenie politycznej i wszystko wskazuje na kontynuację koalicyjnego rządu PO-PSL. Niemniej, w wyniku znaczącego pogorszenia się oczekiwanej sytuacji ekonomicznej, przed rządem ważne zadanie korekty przyszłorocznego budżetu. Trudno dziś powiedzieć, czy rząd wybierze ścieżkę mniejszej skali redukcji deficytu w porównaniu z wcześniejszymi planami, czy też zdecyduje się na szybkie i bardziej radykalne zmiany w strukturze wydatków publicznych. Najprawdopodobniej, będzie to jakaś kombinacja obydwu scenariuszy, która weźmie pod uwagę presję ze strony agencji ratingowych i rynku (znaczna część obligacji zapadających w przyszłym roku będzie odkupowana przez rząd od inwestorów zagranicznych).

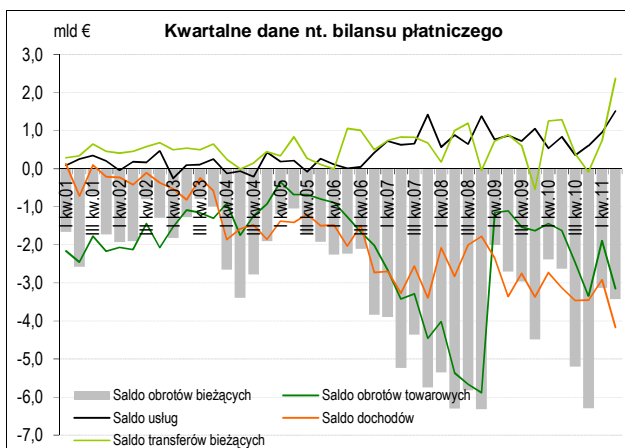
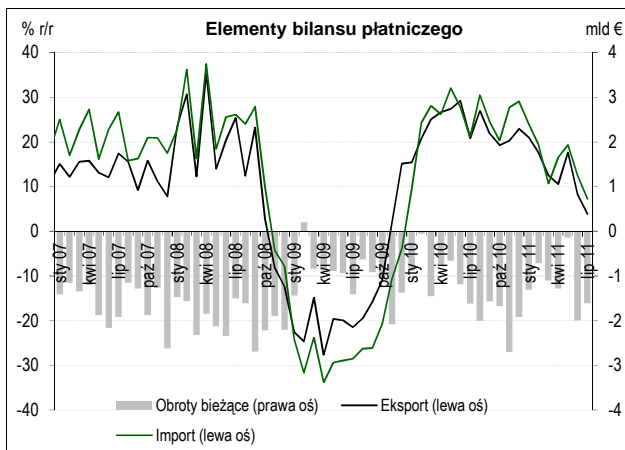
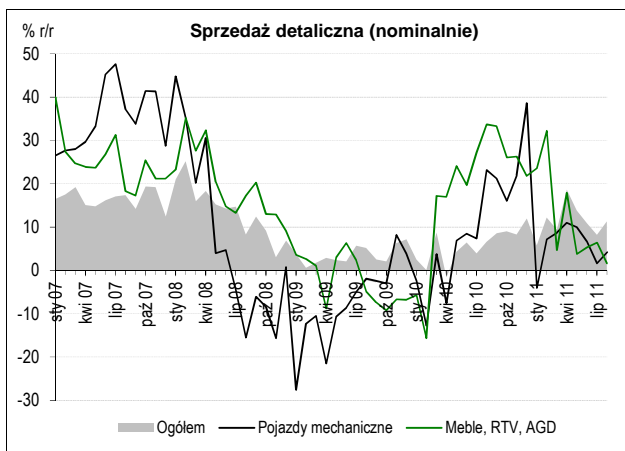
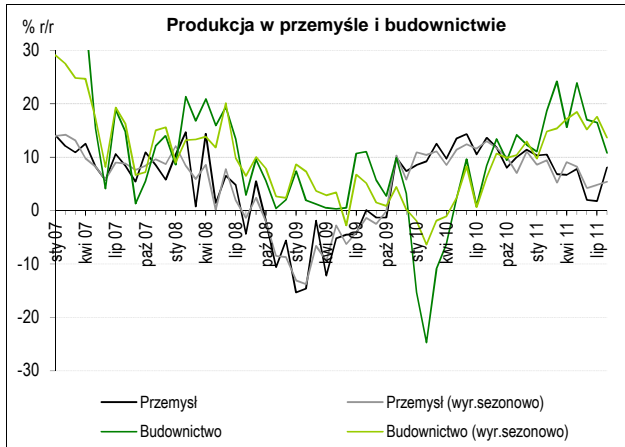
▪ Na początku października poprawa globalnych nastrojów i pozytywny odbiór wyniku wyborów doprowadziły do umocnienia złotego. Pozostaje jednak pytanie czy jest to tylko korekta w trendzie na osłabienie czy może trwałe odwrócenie trendu? Podtrzymujemy opinię, że do końca roku (choć raczej nie w październiku) złoty może się jeszcze umocnić, w szczególności jeśli szybko powołany zostanie nowy rząd, a BGK będzie bardziej aktywny na rynku walutowym. W najbliższych tygodniach kluczowe będą rozstrzygnięcia odnośnie dokapitalizowania europejskiego systemu bankowego oraz wyniku szczytu G20 na początku listopada. Wciąż uważamy, że na wyraźniejsze umocnienie złotego można liczyć dopiero w drugiej połowie przyszłego roku, przy założeniu poprawy wskaźników ekonomicznych i wzrostu apetytu na ryzyko globalnie.

Na rynku finansowym 11 października 2011 r.:

Stopa depozytowa NBP	3,00	WIBOR 3M	4,75	USDPLN	3,1936
Stopa referencyjna NBP	4,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	4,44	EURPLN	4,3410
Stopa lombardowa NBP	6,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,12	EURUSD	1,3593

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 11.10.2011 r.

Gospodarka Polski



Niecio lepsze dane z gospodarki realnej w sierpniu

Wzrost produkcji wyniósł 8,1% r/r, a po wyeliminowaniu czynników sezonowych 5,4% r/r. Dynamiczny wzrost w sierpniu (w okresie czerwiec-lipiec produkcja średnio rosła o 1,9% r/r) to efekt głównie wzrostu produkcji m.in. w działach eksportowych. Spodziewamy się, że we wrześniu dynamika wzrostu produkcji spowolni do 3,8% r/r, co wiążemy m.in. ze spadkiem nowych zamówień eksportowych.

Oczekiwane spowolnienie produkcji potwierdza kolejny spadek indeksu PMI dla polskiego przemysłu do 50,2 pkt. (po raz siódmy od początku roku). Utrzymujące się spowolnienie aktywności gospodarczej u głównych partnerów handlowych Polski (indeks PMI dla Niemiec obniżył się do 50,3 pkt., gdy dla strefy euro obniżył się do 48,5 pkt.) sugeruje możliwość kontynuacji trendu spadkowego PMI dla przemysłu również w kolejnych miesiącach.

Sierpniowy wzrost produkcji budowlano-montażowej wyniósł 10,8% r/r wobec średniego wzrostu w okresie czerwiec-lipiec o 16,8% r/r, co wynikało przede wszystkim ze spadku dynamiki produkcji w sektorze budowy obiektów inżynierii lądowej i wodnej. Sądzymy, że w nadchodzących miesiącach utrzyma się dwucyfrowy wzrost produkcji budowlanej, w tym we wrześniu oczekujemy wzrostu o 13,8% r/r.

Pozytywnie zaskoczyły sierpniowe dane o sprzedaży detalicznej ze wzrostem o 11,3% r/r (w ujęciu realnym o 6,9% r/r), głównie w wyniku wzrostu wydatków bieżących. W sierpniowych danych uwagę zwraca spowolnienie dynamiki wzrostu w kategorii „meble, RTV, AGD”, co może sugerować, że konsumenci dość ostrożnie podchodzą do zakupów dóbr trwałego użytku. We wrześniu oczekujemy wzrostu sprzedaży detalicznej o 9,8% r/r, co wpisuje się w scenariusz, że konsumpcja prywatna pozostanie motorem wzrostu PKB również w III kwartale.

W lipcu eksport i import silnie wyhamowały

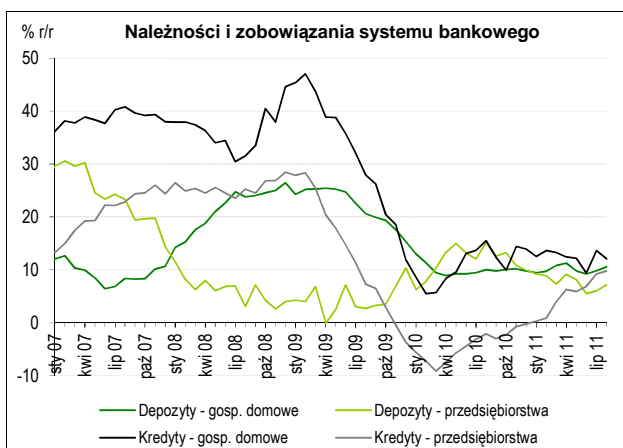
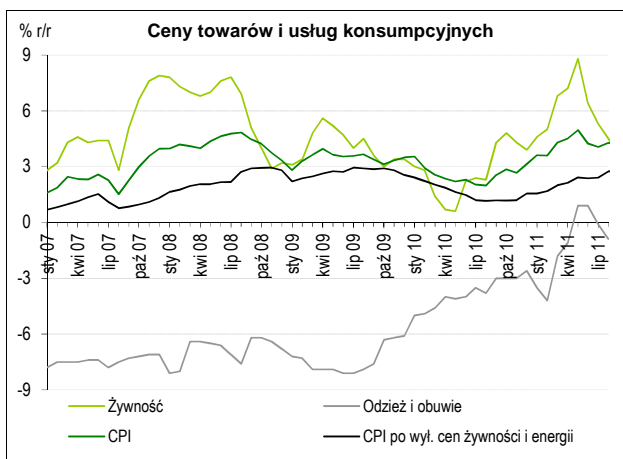
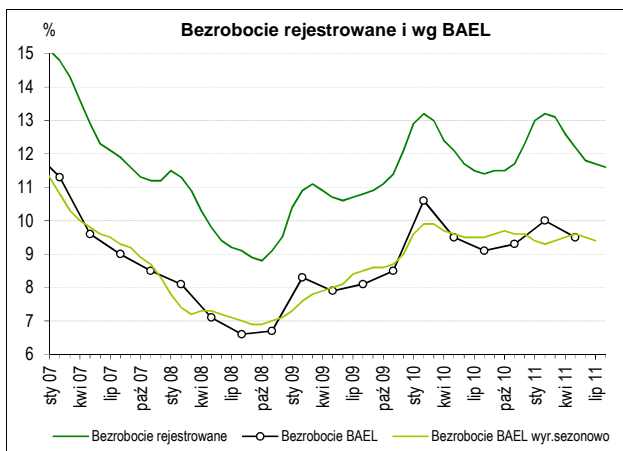
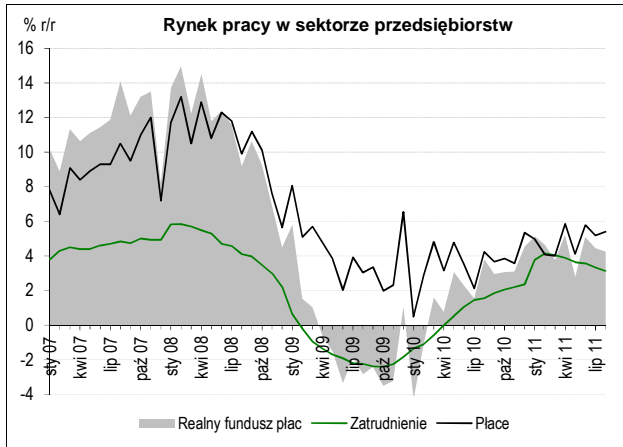
Deficyt obrotów bieżących w lipcu był wyższy od prognoz i wyniósł 1,6 mld €. Sporym rozczarowaniem okazały się dane nt. eksportu i importu. Dane za poprzednie miesiące zostały dość gruntownie zrewidowane przez NBP na początku października, w wyniku czego m.in. wyraźnie wzrósł deficyt obrotów bieżących w okresie marzec-czerwiec. Uwzględniając rewizje, roczne dynamiki eksportu i importu w lipcu spowolniły odpowiednio do 3,9% i 7,2%.

Szacujemy, że w sierpniu deficytu rachunku bieżącego nieco się obniżył do 1,45 mld €, m.in. w wyniku większych transferów unijnych i niższego deficytu handlowego (oczekujemy wzrostu eksportu o 11,4% r/r i importu o 10% r/r).

Spowolnienie aktywności gospodarczej u głównych partnerów handlowych Polski, głównie Niemiec, przyczyniło się do spadku zamówień eksportowych. We wrześniu subindeks PMI dotyczący nowych zamówień eksportowych pozostał poniżej neutralnego poziomu 50,0, wskazując na czwarty miesiąc z rzędu spadku (tempo spadku najszybsze od czerwca 2009 r.). Nie jest to dobry prognostyk dla eksportu w kolejnych miesiącach. Niemniej negatywny wpływ spowolnienia za granicą na polski eksport, a przede wszystkim gospodarkę Polski może w pewnym stopniu złagodzić słabszy złoty, podwyższający konkurencyjność polskiego eksportu.

Od strony finansowania uwagę zwraca fakt, iż lipiec był trzecim z rzędu miesiącem odpływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich z Polski. W konsekwencji stopień pokrycia luki na rachunku bieżącym napływem kapitału długoterminowego obniżył się do nowego minimum. Po uwzględnieniu napływu funduszy unijnych, napływ kapitału długoterminowego finansował zaledwie 43% deficytu. Utrzymanie tendencji spadkowej tej relacji w kolejnych miesiącach oznacza wzrost ryzyka dla złotego.

Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, Eurostat, obliczenia własne

Mieszane dane z rynku pracy...

▪ Sierpień przyniósł kontynuację spowolnienia dynamiki zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw do 3,1% r/r z 3,3% r/r w lipcu, głównie w wyniku spadku zatrudnienia w przemyśle. W sierpniu redukcja etatów w przemyśle była największa od ponad trzech kwartałów, co potwierdza sygnały o wyhamowaniu ożywienia na polskim rynku pracy. Spodziewamy się, że nadchodzące miesiące przyniosą dalsze stopniowe hamowanie dynamiki zatrudnienia r/r. Oczekujemy, że we wrześniu poziom zatrudnienia nie uległ zmianie, co przełożyło się na spadek rocznej dynamiki do 2,9%. W całym roku średnioroczny wzrost zatrudnienia prognozujemy na 3,4% r/r wobec 0,8% r/r w 2010 r.

▪ Sierpniowa dynamika płac zaskoczyła pozytywnie wzrostem o 5,4% r/r, przewyższającym oczekiwania. Wyższa dynamika płac to m.in. efekt wzrostu wynagrodzeń w budownictwie (+3,8% m/m i +4,2% r/r). Dane te w połączeniu z danymi o zatrudnieniu bilansują się i w naszej ocenie ryzyko związane z możliwością wystąpienia efektów drugiej rundy wyraźnie się obniżyło. Spodziewamy się, że wrzesień przyniesie kontynuację wzrostu płac w sektorze przedsiębiorstw do 5,6% r/r.

▪ Roczna nominalna dynamika funduszu płac utrzymała się na poziomie z lipca (8,7% r/r). Natomiast realna dynamika funduszu płac spowolniła do 4,2% z 4,5% w lipcu.

▪ Zgodnie z oczekiwaniami stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się do 11,6% z 11,7% w lipcu. W naszej ocenie nastąpiło zahamowanie pozytywnych tendencji na polskim rynku pracy i nadchodzące miesiące przyniosą stopniowy wzrost stopy bezrobocia do ponad 12% na koniec roku. Natomiast stopa bezrobocia wg BAEL (dostosowana sezonowo) utrzymała się w sierpniu na poziomie 9,4%.

Inflacja CPI w okolicach 4% do końca roku

▪ Sierpień przyniósł wzrost inflacji CPI do 4,3% r/r, w wyniku znacznego wzrostu cen łączności. Prognozujemy, że we wrześniu stopa inflacji wyniesie 4,1% r/r (0,2% m/m), w wyniku wzrostu cen żywności i sezonowego wzrostu cen odzieży i obuwia. Spodziewamy się, że do końca roku inflacja pozostanie powyżej 4,0% r/r, wspierana sezonowym wzrostem m.in. cen żywności. Bardziej dynamicznego spadku stopy inflacji (do celu 2,5%) oczekujemy w pierwszej połowie 2012 r. Oczekujemy stopniowego wzrostu inflacji bazowej netto w kierunku 3,0% na koniec roku.

▪ Inflacja PPI kontuuje trend wzrostowy. Oczekujemy we wrześniu przyspieszenia wzrostu cen producentów do 8,0% r/r z 6,6% r/r w sierpniu, głównie w wyniku podwyżek cen w przetwórstwie przemysłowym. Będzie to m.in. efekt wzrostu cen surowców w wyniku osłabienia PLN. Nasz bazowy scenariusz zakłada powrót inflacji PPI w okolice 6% na koniec roku.

Kredyty wciąż rosną

▪ Podaż pieniądza M3 wzrosła w sierpniu o 8,8% r/r wobec 7,4% r/r miesiąc wcześniej. Był to kolejny miesiąc przyspieszenia kredytów dla przedsiębiorstw (do 9,8% r/r z 9,2% w lipcu), głównie związany ze wzrostem kredytów na inwestycje (13,1% r/r). Skala przyspieszenia dynamiki kredytów dla firm oczyszczonej z efektów kursowych była podobna - 9,6% w sierpniu wobec 9,1% w lipcu.

▪ Zwracamy uwagę na przyspieszenie dynamiki depozytów dla gospodarstw domowych i przedsiębiorstw, które wzrosły odpowiednio o 10,6% r/r (z 9,8%) oraz o 7,2% r/r (z 6,1%). Nie wykluczamy, że część środków wypłaconych przez gospodarstwa domowe z funduszy inwestycyjnych (odpływ netto wyniósł w sierpniu około 2,3 mld PLN) trafiła do banków. Natomiast część firm może kumulować środki na płatności dywidend.

Pod lupą: polityka pieniężna

Fragmety październikowego komunikatu RPP

Od poprzedniego posiedzenia Rady nadal pojawiały się sygnały osłabienia aktywności gospodarczej na świecie. Dane dotyczące Stanów Zjednoczonych wskazują na utrzymywanie się niskiego wzrostu gospodarczego. Również w strefie euro oraz niektórych gospodarkach wschodzących nastąpiło pogorszenie koniunktury wobec poprzednich kwartałów. Jednocześnie, obniżone zostały prognozy wzrostu gospodarczego dla wielu krajów, natomiast inflacja pozostaje na podwyższonym poziomie.

Napływające dane dotyczące Polski wskazują, iż w ostatnich miesiącach nastąpiło pogorszenie wskaźników koniunktury, co sygnalizuje możliwość obniżenia się aktywności gospodarczej. Jednocześnie w sierpniu przyspieszył wzrost produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej, natomiast pewnemu zahamowaniu uległy tendencje wzrostowe w budownictwie. Dane z sektora przedsiębiorstw wskazują na utrzymywanie się umiarkowanej dynamiki wynagrodzeń, przy jednoczesnym obniżeniu się zatrudnienia. Stopa bezrobocia pozostaje na podwyższonym poziomie. Rośnie, choć wolniej niż wcześniej, akcja kredytowa dla przedsiębiorstw, w tym w zakresie kredytów inwestycyjnych. Utrzymuje się też relatywnie szybki wzrost kredytów hipotecyjnych dla gospodarstw domowych oraz ujemna roczna dynamika kredytów konsumpcyjnych.

W najbliższych miesiącach roczny wskaźnik CPI będzie nadal kształtować 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 oczekiwanego 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.

RPP wciąż restrykcyjna

RPP utrzymała w październiku stopy procentowe bez zmian. Wydzwięk oficjalnego komunikatu również nie uległ znaczącej zmianie w porównaniu z poprzednim miesiącem. W szczególności, Rada utrzymała stwierdzenie, że „nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu inflacji do celu”, a prezes Belka potwierdził, że można to interpretować, jako stwierdzenie, że podwyżki stóp procentowych są nadal bardziej prawdopodobne niż obniżki. De facto oznacza to utrzymanie nieformalnego restrykcyjnego nastawienia.

RPP odnotowała narastające sygnały spowolnienia gospodarczego w kraju i na świecie, ale nadal uważa, że czynnikiem ryzyka dla scenariusza spadku inflacji do celu jest zachowanie kursu złotego pod wpływem zawirowań na rynkach światowych.

Treść komunikatu Rady i wcześniejszych wypowiedzi jej członków wskazuje, że sytuacja na rynku walutowym miała spore znaczenie dla utrzymania jastrzębiego tonu retoryki banku centralnego. Na razie nie wskazuje to, aby obniżki stóp miały nastąpić w najbliższym czasie. Łagodzenie polityki pieniężnej byłoby niespójne z działaniami interwencyjnymi NBP w kierunku umocnienia złotego.

Słabe perspektywy gospodarki mogą jednak sprawić, że Rada zdecyduje się w końcu obniżyć stopy. Ważnym czynnikiem może być oczekiwany przez nas zwrot w polityce EBC. Zakładamy, że w horyzoncie kilku miesięcy (na początku 2012 r.), kiedy inflacja zacznie się obniżać, sytuacja na rynku walutowym będzie nieco bardziej stabilna, a EBC rozpocznie łagodzenie polityki pieniężnej w strefie euro, Rada zmieni nastawienie na bardziej łagodne i obniży stopy, prawdopodobnie w dwóch ostrożnych ruchach po 25 pb.

... a NBP aktywny na rynku walutowym

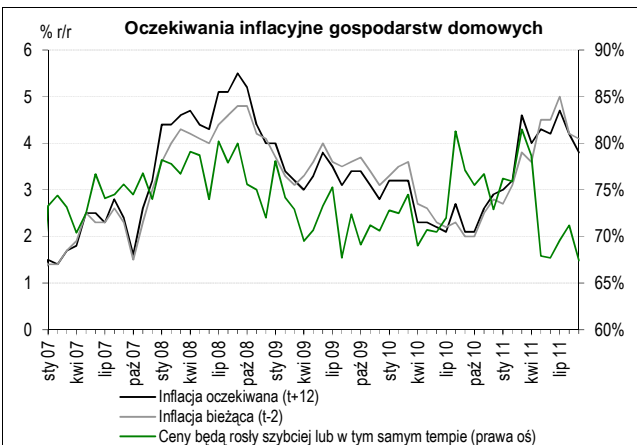
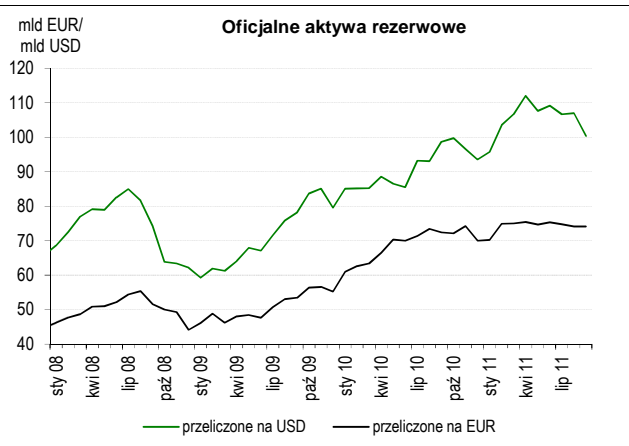
Znaczne osłabienie złotego w drugiej połowie września skłoniło NBP do wkroczenia na rynek walutowy. Kilukrotna interwencyjna sprzedaż „pewnej ilości walut obcych” przez bank centralny wyhamowała spadkowy trend kursu złotego. Według naszych szacunków na podstawie danych o oficjalnych aktywach rezerwowych, we wrześniu NBP mógł przeznaczyć na interwencje walutowe równowartość ok. 1,5-2 mld €.

Warto zauważyć, że NBP nie był odosobniony w swoich działaniach – w podobnym okresie interwencje hamujące deprecjację walut podjęły banki centralne w wielu gospodarkach wschodzących m.in. Brazylii, Turcji, Korei, Tajlandii, Indonezji, Filipinach. Większość z tych krajów wcześniej w tym roku zmagala się z nadmiernym umocnieniem krajowej waluty.

Oczekiwania inflacyjne wysokie, ale spadają

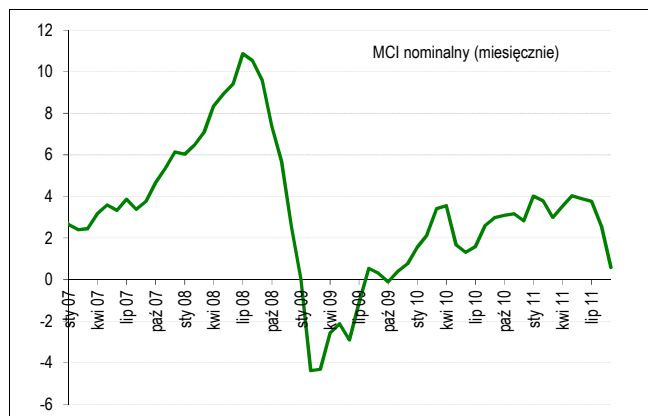
Wskaźnik oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych, publikowany przez NBP, zanotował we wrześniu wyraźny spadek do 3,8% z poziomu 4,2% w sierpniu. Inflacja znana w czasie badania obniżyła się nieznacznie, z 4,2% do 4,1% r/r (dane za lipiec). Odsetek respondentów spodziewających się, że w najbliższych 12 miesiącach ceny będą rosły szybciej lub w tym samym tempie, był najniższy od grudnia 2006. Zwiększył się udział ankietowanych oczekujących spadku cen oraz ich wolniejszego wzrostu.

W najbliższym czasie czynnikiem sprzyjającym dalszemu ograniczeniu oczekiwań inflacyjnych może być spodziewane przez nas wyhamowanie wzrostu cen żywności. Z drugiej strony, w przeciwnym kierunku mogą działać ponownie rekordowo wysokie ceny paliw.



Źródło: NBP

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



Indeks restrykcyjności monetarnej kontynuuje spadek

- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami sprzed miesiąca, nominalny indeks restrykcyjności polityki pieniężnej zanotował we wrześniu kolejny wyraźny spadek. Było to spowodowane przede wszystkim osłabieniem złotego wobec euro o ponad 5% w ciągu miesiąca, w wyniku czego wzrosło odchylenie kursu bieżącego od długoterminowego trendu. Nie zrekomensował tego lekki wzrost stóp rynku pieniężnego.
- Należy się spodziewać, że indeks restrykcyjności polityki pieniężnej pozostanie w kolejnych miesiącach na obniżonym poziomie, ze względu na utrzymującą się presję na złoto i ograniczone możliwości jego znacznej aprecjacji. Może to być jednym z czynników wstrzymujących RPP przed obniżkami stóp przed końcem tego roku.



Rzońca (1,58)

Winiecki (1,45)

Hausner (1,45)

Bratkowski (1,42)

Zielińska-Głębocka (1,42)

Kaźmierczak (1,08)

Gilowska (1,08)

Głapiński (1,00)

Belka (1,00)

Chojna-Duch (0,75)



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.

Założenia polityki pieniężnej bez większych zmian

Założenia polityki pieniężnej na 2012 r., które RPP przyjęła jeszcze w sierpniu, a opublikowała we wrześniu, nie wprowadzają istotnych zmian w celach polityki banku centralnego, ani sposobach ich realizowania. Rada odnotowała m.in., że ważnym uwarunkowaniem polityki pieniężnej będzie kształt polityki fiskalnej. Tymczasem, osiągnięcie założonej przez rząd na przyszły rok skali dostosowania fiskalnego jest obarczone niepewnością.

Oslabienie złotego zaostrza ton wypowiedzi RPP

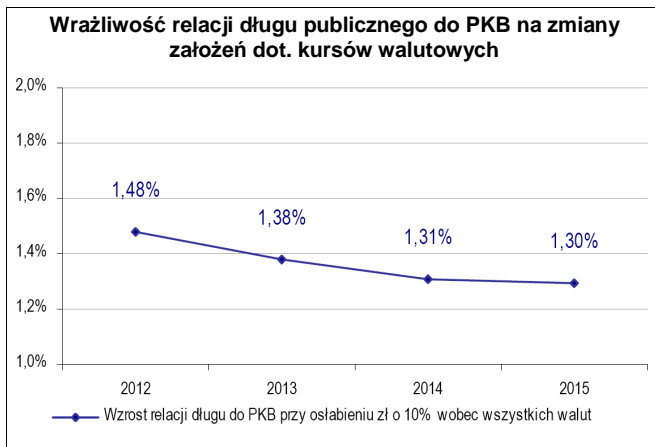
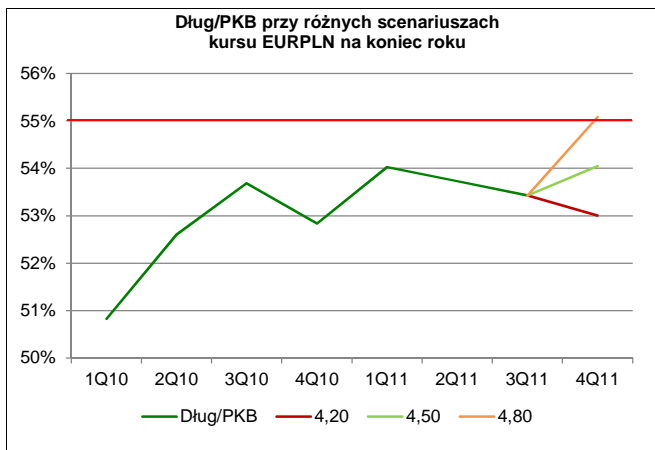
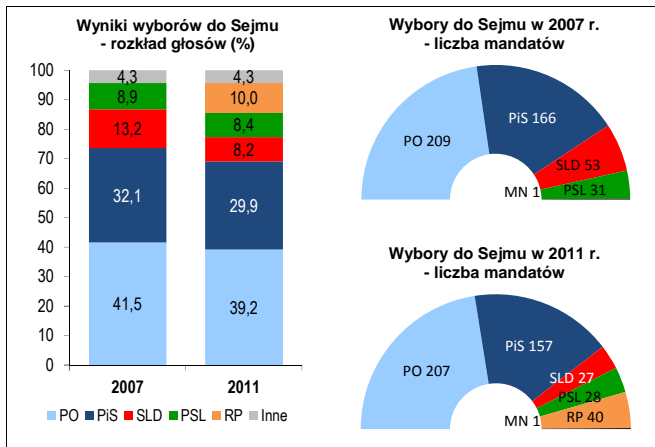
Wypowiedzi członków RPP poprzedzające październikowe posiedzenie wyraźnie miały na celu stonowanie oczekiwań rynkowych na obniżki stóp procentowych. Praktycznie wszyscy członkowie Rady, którzy zabrali publicznie głos, byli zgodni co do tego, że za wcześnie na rozważanie obniżek stóp w Polsce, szczególnie w sytuacji gdy kurs złotego pozostawał pod presją. Niektórzy (Kaźmierczak, Głapiński) wprost opowiadali się za utrzymaniem nieformalnego restrykcyjnego nastawienia w polityce pieniężnej, deklarując, że dopóki inflacja utrzymuje się powyżej 4%, dopóty obniżki stóp nie wchodzi w grę. Andrzej Bratkowski argumentował, że Rada nie powinna reagować nerwowo i że nie ma w obecnej sytuacji powodów do podwyżek ani obniżek stóp, przynajmniej do końca 2011 r.

Interwencje przeciw destabilizacji, nie konkretnemu kursowi

Zanim NBP przystąpił do interwencji na rynku walutowym (przy kursie EURPLN powyżej 4,50), zostały one z niewielkim wyprzedzeniem zasygnalizowane w wywiadzie z Markiem Belką zamieszczonym w portalu Obserwator Finansowy, w którym Prezes NBP stwierdził, że „kurs złotego oddala się od zdrowych fundamentów polskiej gospodarki”. Co ciekawe, zaledwie nieco ponad tydzień wcześniej (kiedy kurs EURPLN przekraczał poziom 4,30) Belka dość zdecydowanie odrzucał w swoich wypowiedziach możliwość podjęcia interwencji walutowych. W czasie Forum Ekonomicznego w Krynicy stwierdził m.in., że osłabienie złotego nie jest groźne dla polskiej gospodarki i nie wymaga interwencji na rynku walutowym, a w wywiadzie dla *Dziennika Gazety Prawnej* z 12 września na pytanie, czy NBP będzie interweniował odpowiedział stanowczo „Nie.” Zapewne nie przewidywał wówczas, że dynamika zmian na rynku walutowym będzie tak duża. Niemniej, tak zdecydowany ton prezesa NBP w tej kwestii nie był raczej zbyt fortunny z punktu widzenia późniejszych wydarzeń.

Warto jednak zwrócić uwagę, że to nie konkretny poziom kursu złotego skłonił bank centralny do działania. Zgodnie z tym, co podkreślił Marek Belka bardzo wyraźnie w swoich ostatnich wypowiedziach, celem interwencji banku centralnego nie była obrona konkretnego kursu, ale stabilizacja rynku walutowego i uspokojenie nastrojów inwestorów. Najwyraźniej pod koniec września uznano, że reakcja krajowej waluty jest niewspółmierna do zmian w czynnikach ryzyka na krajowym i światowych rynkach finansowych. Co ważne, Prezes NBP zaznaczył, że gdyby z polskiego rynku nastąpił znaczący odpływ kapitału długoterminowego (powodowany sytuacją globalną), to NBP nie będzie walczył z trendem panującym na rynku złotego i trzeba będzie zaakceptować osłabienie polskiej waluty. Działania NBP mogą jedynie spowodować, żeby ten proces nie miał zbyt gwałtownego charakteru, żeby „temperatura tego zjawiska nie była podwyższona przez działania spekulacyjne”.

Pod lupą: polityka fiskalna



	Spread vs Bundy (10 lat) w pb			CDS (5 lat, USD)		
	10.10	zmiana od 8.09.2011	zmiana od 31.12.2010	10.10	zmiana od 8.09.2011	zmiana od 31.12.2010
Polska	362	-7	50	286	64	140
Czechy	113	7	15	140	29	50
Węgry	591	69	78	556	138	169
Grecja	2218	383	1260	5244	2351	4206
Hiszpania	295	-25	45	367	-23	18
Irlandia	577	-128	-49	734	-173	124
Portugalia	936	0	563	1219	103	720
Włochy	350	7	159	449	22	215
Niemcy	-	-	-	97	19	40

Źródło: Ministerstwo Finansów, PKW, Reuters, obliczenia własne

Koalicja PO-PSL nadal u władzy?

Październikowe wybory nie przyniosły rewolucji na polskiej scenie politycznej. Wynik PO (39% głosów i 207 miejsc w Sejmie) oraz PSL (8,4% głosów, 28 miejsc) pozwala na kontynuację rządu koalicyjnego z niewielką przewagą głosów w Sejmie (łącznie 235). Dla rynku to scenariusz umiarkowanie optymistyczny. Wprawdzie większość sejmowa jest niewielka, nieco mniejsza niż cztery lata temu, ale z drugiej strony koalicja może tym razem liczyć na współpracę ze strony Prezydenta.

Ważnym zadaniem dla rządu po wyborach będzie korekta budżetu na 2012 r. uwzględniająca pogorszenie perspektyw gospodarczych. Presja rynków finansowych i agencji ratingowych, dług publiczny zbliżający się do limitu 55% PKB, a także odległa perspektywa kolejnych wyborów, sprzyjają podjęciu głębszych zmian w strukturze wydatków publicznych.

Czy kurs złotego pchnie dług powyżej 55% PKB?

Strategia zarządzania długiem publicznym w latach 2012-15, przyjęta przez rząd pod koniec września, zakłada, że na koniec 2011 r. dług publiczny wg krajowej metodologii wyniesie 817 mld zł, czyli 53,8% PKB, a w 2012 r. ma się obniżyć do 51,7% PKB. Dokument opracowano przy założeniu kursu EURPLN na poziomie 4,35 i na koniec 2011 i 4,00 na koniec 2012 r.

Według „Strategii”, 10-procentowe osłabienie złotego spowodowałoby podwyższenie długu publicznego w 2012 r. o 1,48% PKB. Na podstawie założeń dokumentu można oszacować, że kurs EURPLN, przy którym dług sięgnąłby 55% PKB wynosi ok. 4,70 w 2011 i 4,89 w 2012 r.

Nasze szacunki wskazują, że „granica bezpieczeństwa” dla złotego może być w tym roku nawet nieco wyżej (EURPLN ok. 4,80), co wynika m.in. z bardziej optymistycznej od rządowej prognozy dot. nominalnego poziomu PKB. Spora niepewność w powyższych szacunkach dotyczy przyrostu zadłużenia samorządów w II półroczu.

Z kolei w 2012 r. graniczny poziom kursu będzie najprawdopodobniej poniżej poziomu wynikającego z założeń „Strategii...” (niewykluczone, że niżej niż w roku bieżącym), ze względu na znacznie słabszy wzrost PKB oraz spodziewany przez nas większy wzrost potrzeb pożyczkowych budżetu (rządowy projekt budżetu trzeba będzie zmienić po wyborach).

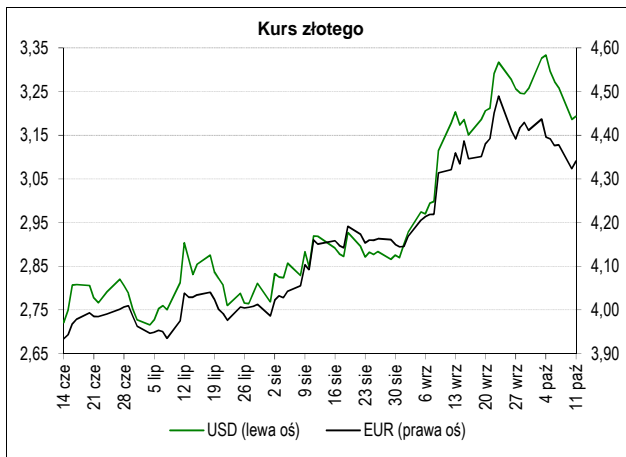
Ryzyko przekroczenia w tym roku przez dług krytycznego poziomu 55% PKB jest ograniczane przez fakt, że zapowiedziana została intensyfikacja działań BGK na rynku walutowym w IV kwartale, a Ministerstwo Finansów może w razie potrzeby zrezygnować z prefinansowania potrzeb pożyczkowych na 2012 r.

Obawy o sytuację fiskalną w Europie nadal wysokie

We wrześniu utrzymała się wysoka awersja do ryzyka, co spowodowało dalszy wzrost miar ryzyka fiskalnego dla wielu krajów europejskich, a w szczególności dla Grecji. Obok problemów zadłużeniowych krajów peryferyjnych strefy euro (m.in. możliwe bankructwo Grecji), na nastroje inwestorów negatywnie wpłynęły redukcje prognoz wzrostu PKB dla głównych gospodarek świata, jak również (w krótkim terminie) obniżki ratingów dla krajów peryferyjnych (Włochy, Hiszpania).

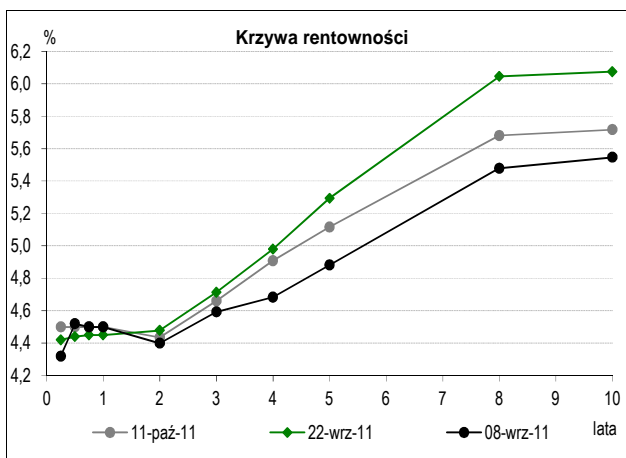
Sytuacja w nadchodzących tygodniach nie ulegnie większym zmianom. Decyzja przywódców UE o dokapitalizowaniu europejskiego sektora bankowego może w krótkim terminie przyczynić się do obniżenia CDS i zawężenia spreadów do Bundów. Czynnikiem niepewności jest na tyle dużo, że sądzimy, iż CDS mogą wciąż oscylować blisko historycznych maksimów.

Monitor rynku

**EURPLN tylko chwilowo powyżej 4,50**

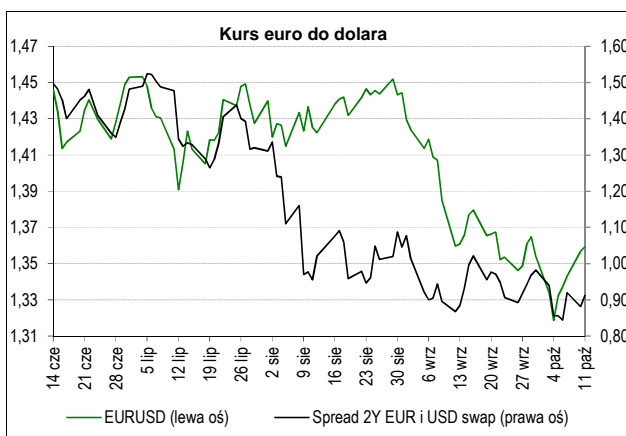
▪ Złoty tracił przez większą część ostatniego miesiąca w wyniku wzrostu awersji do ryzyka. Głównym czynnikiem, który ograniczał popyt na ryzyko, była kwestia kryzysu zadłużeniowego w strefie euro. EURPLN przebił kolejne poziomy oporu i w konsekwencji kurs znalazł się na chwilę powyżej 4,50. Dzięki interwencjom NBP, zmniejszeniu obaw o europejski system bankowy i dobremu odbiorowi wyników wyborów parlamentarnych złoty zdołał odrobić sporą część strat.

▪ Fakt, że kurs EURPLN nie zdołał na dłużej utrzymać się powyżej silnego oporu na 4,50 (ważnego w skali miesięcznej oraz dziennej), wspiera naszą prognozę średniego kursu w tym miesiącu (4,36). Spodziewamy się, że złoty będzie się umacniał w umiarkowanym tempie. Czynnikiem ryzyka są niepewność związana z kryzysem zadłużeniowym w strefie euro. Z punktu widzenia analizy technicznej sytuacja jest korzystna dla złotego.

**Płatności kuponów ustabilizują rynek obligacji**

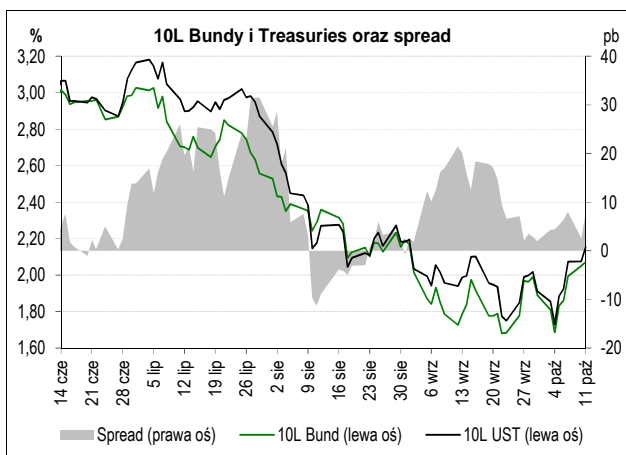
▪ Wrzesień przyniósł dalsze wystromienie krzywej rentowności na odcinku 2-10. O ile oczekiwania na obniżki stóp procentowych oraz ograniczona podaż na krótkim końcu wsparły obligacje 2-letnie, o tyle niepewność związana z kryzysem w strefie euro i dodatkowo wzrost ryzyka przekroczenia progu 55% długu do PKB ze względu na osłabienie złotego spowodowały wzrost rentowności na środku i długim końcu krzywej.

▪ Na rynkach bazowych wciąż dominują obawy odnośnie sposobu rozwiązania kryzysu w strefie euro, a w kraju niepewność, co do rozwoju sytuacji politycznej po wyborach parlamentarnych. Z drugiej strony, płynność rynku (na rynek wpłynęło około 7,5 mld PLN z tytułu płatności odsetkowych od obligacji serii DS oraz PP) wskazuje, że MinFin nie powinien mieć większych trudności z uplasowaniem nowego 5-letniego benchmarku PS1016. Nasza prognoza zakłada stabilizację rentowności w październiku.

**Kryzys strefy euro wciąż w centrum uwagi**

▪ Euro systematycznie traciło do dolara w wyniku eskalacji obaw o kryzys zadłużeniowy w strefie euro. W efekcie kurs EURUSD znalazł się na najniższym poziomie od lutego 2011 (1,3145). Trend spadkowy został powstrzymany dopiero przez zapowiedzi rozpoczęcia przez państwa UE skoordynowanych działań w celu wsparcia europejskiego systemu bankowego, które pojawiły się w pierwszym tygodniu października.

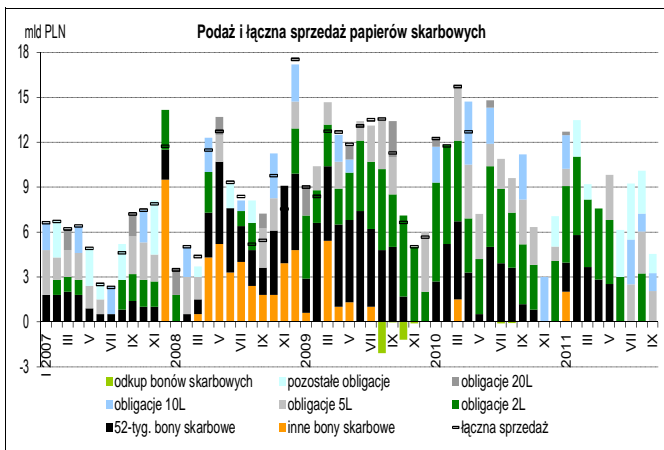
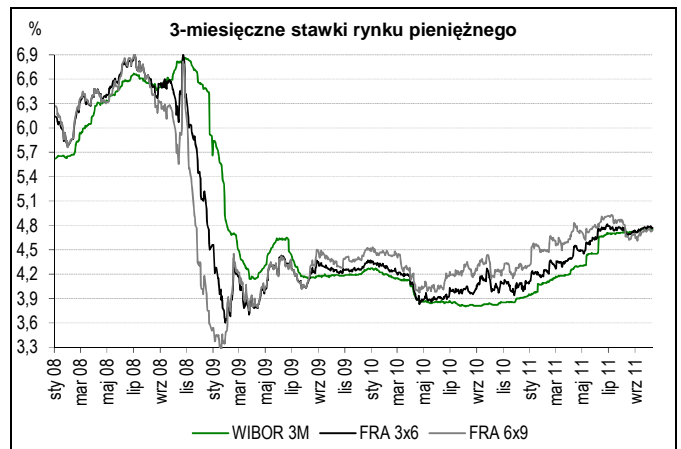
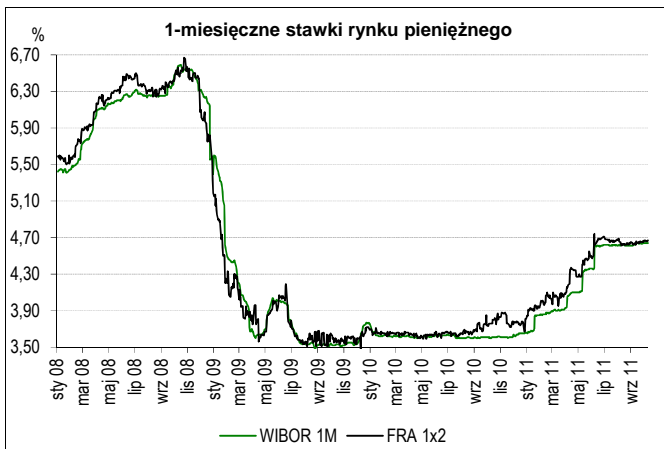
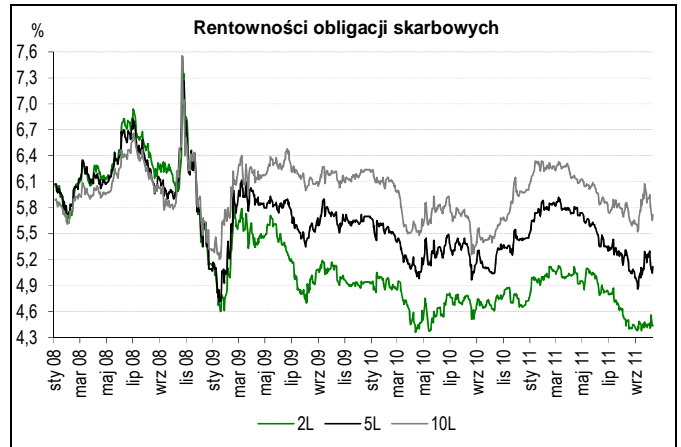
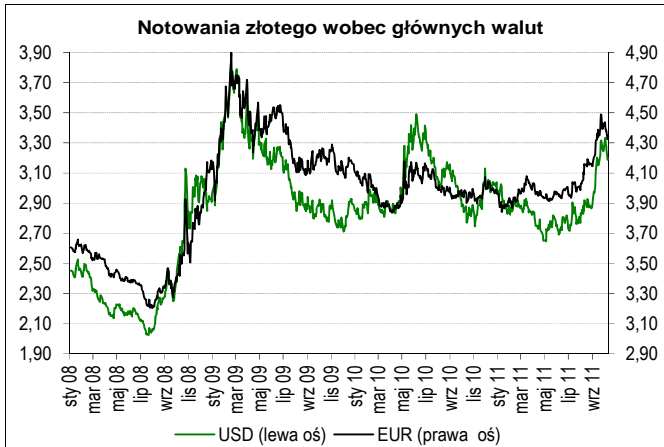
▪ Oczekujemy, że w październiku najważniejszym czynnikiem dla kursu EURUSD pozostanie kryzys w strefie euro. Obecnie rynek oczekuje, że plan dokapitalizowania europejskich banków będzie przedstawiony jeszcze przed szczytem UE zaplanowanym na 23 października i nadzieje te wspierają euro do dolara. Poziom kursu na koniec miesiąca będzie zależał od odbioru przez rynek tych propozycji i oceny szans na ich szybką realizację.

**Rentowności na rynkach bazowych pozostaną stabilne**

▪ Na bazowych rynkach długu rentowności oddaliły się nieco od rekordowo niskich poziomów, ale potencjał do osłabienia był wyraźnie ograniczony przez utrzymujące się obawy o rozwój sytuacji w strefie euro.

▪ Naszym zdaniem, w październiku na rynku bazowym nie zajdą duże zmiany, ponieważ nie oczekujemy, by sytuacja związana z kryzysem zadłużeniowym uległa wystarczającemu wyjaśnieniu. Mogą co prawda napływać pozytywne informacje (wyplata kolejnej transzy dla Grecji, akceptacja rozszerzenia kompetencji EFSF), ale rynek będzie w napięciu wyczekiwał wspólnej propozycji dokapitalizowania europejskich banków. Poza tym, na przestrzeni miesiąca mogą pojawić się kolejne dane świadczące o spowolnieniu gospodarczym, co wspierać będzie popyt na bezpieczne aktywa.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	OFERTA	POPYT / SPRZEDAŻ
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

* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

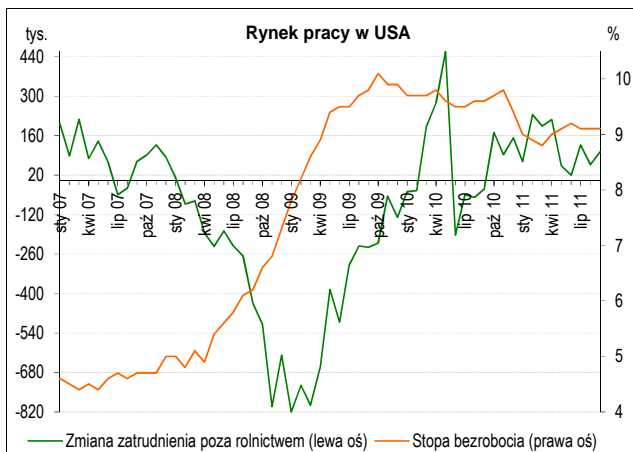
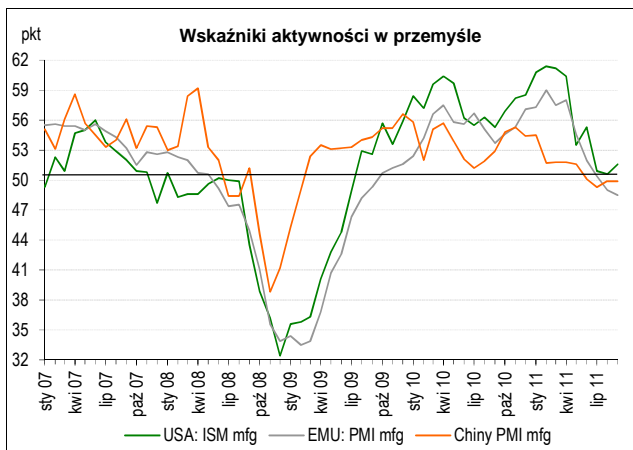
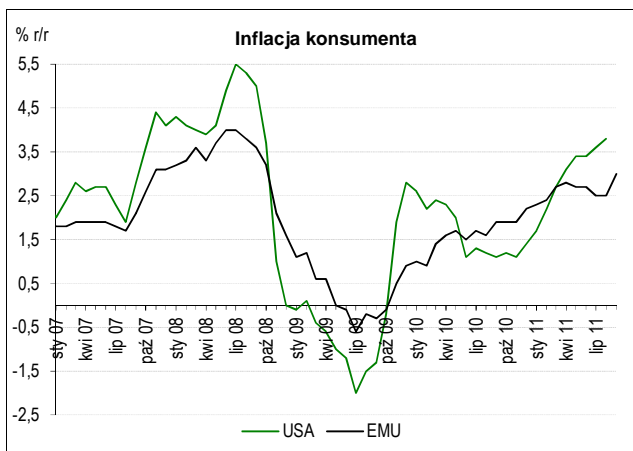
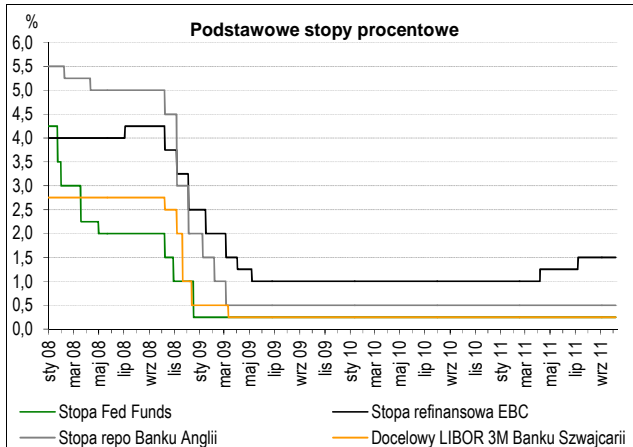
Przetargi obligacji skarbowych w 2010/2011 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg				Przetarg zamiany		
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzed	data	obligacje	sprzedaż
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	4000-650	6250	12.01	DS1020/WS0429	1000-2500	2500	20.01	OK0711/PS0511	IZ0823
lutyc	9.02	OK0113	3000-5500	524	16.02	WZ/IZ	1000-3000	2450	2.02	OK0711/P:0511	PS0416
marzec	9.03	OK0113	3000-4500	4500	16.03	WZ/IZ	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	3000	-	-	-	-	-	-	-
sierpień	10.08	OK0713/PS0416	2000-5000	5009	-	-	-	-	3.08	W/IZ	WZ/DS
wrzesień	22.09	WS/WZ/IZ	1000-3000	1273,5	-	-	-	-	8.09	WZ/DZ/OK	PS0416/DS1021
październik	19.10	PS1016	1000-3500	-	-	-	-	-	12.10	OK/PS/DZ	OK0114

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

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Przegląd międzynarodowy



Źródło: Reuters, EBC, Rezerwa Federalna

EBC jeszcze nie obniży stóp, Fed rozpoczyna operację Twist

▪ EBC zgodnie z oczekiwaniami pozostawił stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. W komunikacie odczytanym po raz ostatni przez obecnego prezesa EBC, Jean-Claude Tricheta, nie zaszyły duże zmiany. Zgodnie z oczekiwaniami, bank zapowiedział przeprowadzenie dwóch operacji płynnościowych o dłuższym terminie zapadalności. Pierwsza ma być przeprowadzona w październiku (12-miesięczna), a druga w grudniu (13-miesięczna). Prowadzone obecnie operacje płynnościowe będą utrzymane przynajmniej do lipca 2012. EBC zapowiedział również ponowne uruchomienie programu skupu zabezpieczonych obligacji wartego 40 mld €. Papiery będą skupowane na rynku wtórnym i pierwotnym od listopada br. do października 2012. Dodatkowo, jak powiedział prezes EBC, członkowie Rady nie uważają, by dobrym pomysłem było lewarowanie EFSF. Zdaniem prezesa EBC, każda instytucja powinna w pierwszej kolejności sama dbać o swoją reputację, a odpowiedzialność za rekapitalizację leży po stronie europejskiego nadzoru bankowego.

▪ Po konferencji w Jackson Hole, na której Ben Bernanke ogłosił, że wrześniowe posiedzenie Fed będzie dwudniowe, rynek oczekiwał ogłoszenia przez amerykański bank centralny planów stymulacji gospodarki USA. W komunikacie z wrześniowego posiedzenia, Fed ogłosił, rozpoczęcie operacji „Twist” polegającej na tym, że do czerwca 2012 bank sprzeda obligacje o terminie zapadalności poniżej 3 lat warte 400 mld \$ i zainwestuje tę kwotę w papiery o dłuższym terminie zapadalności (6-30 lat). Zasygnalizowano także znaczne ryzyko dalszego pogorszenia się perspektywy gospodarczej oraz dalszych napięć na rynkach finansowych. Fed powtórzył deklarację z sierpnia o zamiarze pozostawienia stóp procentowych na obecnym „wyjątkowo niskim” poziomie przynajmniej do połowy 2013 roku.

Mieszane dane nt. aktywności w przemyśle

▪ Indeksy aktywności w przemyśle USA i Chin miały relatywnie pozytywny wydzźwięk, natomiast jeśli chodzi o strefę euro, to dane pokazały dalsze spowolnienie tego sektora. Kolejne miesiące tego i przyszłego roku przyniosą jednak raczej dalsze spadki indeksów.

▪ Indeks ISM dla przemysłu USA zanotował wzrost do 51,6 pkt. z 50,6 pkt. Przyspieszenie nastąpiło w przypadku nowych zamówień eksportowych, produkcji, zatrudnieniu. Dane za wrzesień pokazały, że przemysł USA nie słabnie tak szybko jak się obawiano i choć indeks ISM znajduje się w trendzie spadkowym, to obecnie oczekuje się wyhamowania tej tendencji.

▪ Indeks PMI dla przemysłu strefy euro pokazał, że w kolejnych miesiącach poziom aktywności może dalej spadać. We wrześniu indeks wyniósł 48,5 pkt. po spadku z 49,0 pkt i znalazł się najniższy od 25 miesięcy. Najszybciej od czerwca 2009 spadły zamówienia, za czym stał słabnący popyt wewnętrzny i zewnętrzny. Już tylko dla Niemiec indeks jest powyżej neutralnej granicy 50 pkt., ale i tak poziom 50,3 pkt. jest najniższy od 24 miesięcy.

▪ Indeks PMI dla chińskiego przemysłu utrzymał się na poziomie z sierpnia, 49,9 pkt. Wrzesień był już trzecim miesiącem kurczenia się tego sektora, ale zatrzymanie trendu spadkowego indeksu na ten moment zmniejszyło obawy rynku o gwałtowne spowolnienie chińskiej gospodarki.

▪ Dane z rynku pracy w USA były dużo lepsze od prognoz, w górę zrewidowano też odczyt za sierpień (do 57 tys. z 0 tys.). Przyrost zatrudnienia poza rolnictwem o 103 tys. we wrześniu zmniejszył na ten moment obawy o gwałtowny spadek tempa PKB w USA, ale sytuacja na amerykańskim rynku pracy wciąż jest nie stabilna, co utrudnia trwalsze odbicie gospodarki. Wzrost liczby nowych miejsc pracy są zbyt małe, aby doprowadzić do spadku stopy bezrobocia, która pozostała bez zmian na poziomie 9,1%.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
10 października DE: Eksport (VIII) EZ: Indeks Sentix (IX)	11 US: Minutes Fed	12 EZ: Produkcja przemysłowa (VIII)	13 PL: CPI (IX) PL: Bilans płatniczy (VIII) US: Bilans handlowy (VIII) CN: Bilans handlowy (IX) CN: CPI (IX)	14 PL: Podaż pieniądza (IX) EZ: HICP (IX) US: Ceny importu (IX) US: Sprzedaż detaliczna (IX) US: Wstępny indeks Michigan (X)
17 US: Indeks NY Fed (X) US: Produkcja przemysłowa (IX) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (IX) CN: PKB (II kw) CN: Produkcja przemysłowa (IX)	18 PL: Płace i zatrudnienie (IX) DE: Indeks ZEW (X) US: PPI (IX)	19 PL: Produkcja przemysłowa i budowlana (IX) PL: PPI (IX) GB: Minutes BoE US: Bazowy CPI (IX) US: Rozpoczęte budowy domów (IX) US: Pozwolenia na budowę domów (IX) US: Beżowa księga Fed	20 PL: Minutes RPP EZ: Indeks nastrojów konsumentów (X) US: Sprzedaż domów (IX) US: Wskaźniki wyprzedzające (IX) US: Indeks Philly Fed (X)	21 DE: Indeks Ifo (X)
24 CN: Wstępny PMI-przemysł (X) DE: Wstępny PMI-przemysł (X) EZ: Wstępny PMI-przemysł (X) EZ: Nowe zamówienia przemysłowe (VIII)	25 PL: Sprzedaż detaliczna (IX) PL: Stopa bezrobocia (IX) DE: Indeks GfK (XI) US: Indeks cen domów S&P/Case-Shiller (VIII) US: Indeks nastrojów konsumentów (X)	26 US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (IX) US: Sprzedaż nowych domów (IX)	27 EZ: Podaż pieniądza (IX) EZ: Indeks nastrojów w gospodarce (X) US: Pierwszy szacunek PKB (III kw.) US: Niezakorńczona sprzedaż domów (IX)	28 US: Wydatki konsumentów (IX) US: Dochody osobiste (IX) US: Bazowy PCE (IX) US: Indeks Michigan (X)
31 PL: Oczekiwania inflacyjne EZ: Wstępny HICP (X) US: Indeks ISM NY (X) US: Indeks Chicago PMI (X)	1 listopada US: Indeks ISM-przemysł (X) CN: Indeks PMI-przemysł (X)	2 PL: PMI-przemysł (X) DE: PMI-przemysł (X) EZ: PMI-przemysł (X) CN: PMI-przemysł (X) US: Raport ADP (X) US: Decyzja Fed	3 EZ: Decyzja EBC US: Zamówienia przemysłowe (IX) US: ISM – usługi (X) US: Wstępna wydajność pracy (III kw).	4 DE: PMI – usługi (X) DE: Zamówienia przemysłowe (IX) EZ: PMI – usługi (X) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (X) US: Stopa bezrobocia (X)
7 EZ: Indeks Sentix (XI) EZ: Sprzedaż detaliczna (IX) DE: Produkcja przemysłowa (IX)	8 DE: Eksport (IX)	9 PL: Decyzja RPP US: Zapasy hurtowników (IX)	10 GB: Decyzja BoE US: Ceny importu (X) US: Bilans handlowy (IX) CN: CPI (X) CN: Produkcja przemysłowa (X)	11 US: Wstępny indeks Michigan (XI) CN: Bilans handlowy (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	23	25	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	19	16	16	18	18	16	18	17	16	18	18	16
Handel zagraniczny	Około 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, ^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty.

Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		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	paź 11
PMI	pkt.	54,7	55,6	55,9	56,3	55,6	53,8	54,8	54,4	52,6	51,2	52,9	51,8	50,2	50,3
Produkcja przemysłowa	% r/r	11,8	8,0	10,0	11,4	10,3	10,5	6,8	6,7	7,8	2,0	1,8	8,1	3,8	2,3
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	13,4	9,4	14,2	12,3	11,0	18,7	24,2	15,6	23,9	17,0	16,5	10,8	13,8	14,6
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	8,6	9,0	8,3	12,0	5,8	12,2	9,4	18,6	13,8	10,9	8,2	11,3	9,8	9,4
Stopa bezrobocia	%	11,5	11,5	11,7	12,3	13,0	13,2	13,1	12,6	12,2	11,8	11,7	11,6	11,7	11,9
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	3,7	3,9	3,6	5,4	5,0	4,1	4,0	5,9	4,1	5,8	5,2	5,4	5,6	5,5
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	1,8	2,1	2,2	2,4	3,8	4,1	4,1	3,9	3,6	3,6	3,3	3,1	2,9	2,8
Eksport (w euro)	% r/r	21,9	19,3	20,2	23,0	21,0	17,6	12,5	10,5	17,6	8,3	3,9	11,4	2,9	5,4
Import (w euro)	% r/r	24,6	20,3	27,7	29,1	23,9	19,4	10,6	16,5	19,4	12,5	7,2	10,0	4,0	5,1
Bilans handlowy	mln EUR	-529	-754	-1 280	-1 313	-504	-702	-687	-1 126	-975	-1 046	-1 200	-1126	-680	-754
Rachunek bieżący	mln EUR	-1 567	-1 678	-2 697	-1 922	-1 313	-714	-1 107	-1 285	-141	-1 994	-1 611	-1446	-1184	-1222
Rachunek bieżący	% PKB	-4,3	-4,4	-4,5	-4,7	-4,7	-4,9	-4,8	-5,0	-4,7	-4,9	-4,9	-4,7	-4,6	-4,5
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-39,5	-41,8	-42,5	-44,6	-2,8	-14,4	-17,3	-21,6	-23,7	-20,4	-21,1	-20,7	-24,7	-28,9
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	75,7	80,1	81,4	100,0	6,9	35,9	43,1	53,8	59,0	50,7	52,5	51,6	61,5	71,8
Inflacja (CPI)	% r/r	2,5	2,8	2,7	3,1	3,6	3,6	4,3	4,5	5,0	4,2	4,1	4,3	4,1	4,3
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	1,2	1,2	1,2	1,6	1,6	1,7	2,0	2,1	2,4	2,4	2,4	2,7	2,8	2,9
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	4,3	3,9	4,7	6,2	6,2	7,5	9,5	8,8	6,3	5,6	5,9	6,6	8,0	8,0
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	8,9	6,4	9,1	8,8	8,2	8,3	10,9	9,4	7,7	7,2	7,4	8,5	9,4	10,1
Zobowiązania	% r/r	9,6	7,7	9,3	9,1	8,6	8,7	12,2	9,9	8,1	7,7	7,7	8,7	9,2	9,8
Należności	% r/r	8,6	6,3	9,5	9,2	9,2	10,1	11,4	12,0	11,7	9,9	13,9	13,1	11,9	11,9
USD/PLN	PLN	3,03	2,85	2,90	3,02	2,91	2,88	2,87	2,75	2,75	2,76	2,80	2,87	3,15	3,22
EUR/PLN	PLN	3,96	3,95	3,95	4,00	3,89	3,93	4,01	3,97	3,94	3,97	3,99	4,12	4,33	4,36
Stopa referencyjna ^b	%	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	4,50
Stopa lombardowa ^b	%	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	6,00
WIBOR 3M	%	3,82	3,83	3,86	3,92	4,01	4,11	4,18	4,27	4,40	4,61	4,70	4,72	4,75	4,75
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,02	4,04	4,10	4,04	4,15	4,41	4,54	4,61	4,61	4,63	4,61	4,53	4,48	4,55
Rentowność obligacji 2L	%	4,69	4,72	4,79	4,70	4,96	5,04	5,04	5,01	5,02	4,87	4,72	4,47	4,43	4,45
Rentowność obligacji 5L	%	5,15	5,09	5,36	5,45	5,72	5,82	5,82	5,76	5,64	5,42	5,30	5,14	5,08	5,15
Rentowność obligacji 10L	%	5,45	5,36	5,82	5,99	6,26	6,27	6,28	6,14	6,06	5,90	5,81	5,71	5,80	5,75

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	1 523,6	1 602,2	349,0	368,9	377,5	428,2	369,2	384,7	397,0	451,2
PKB	% r/r	1,6	3,9	4,0	2,7	4,4	4,3	3,9	3,3	2,8	2,2	2,7	3,0
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	5,1	1,8	9,1	5,8	4,5	1,7	2,6	0,2	1,6	3,0
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	5,1	3,8	15,9	9,5	18,7	18,8	13,6	14,8	16,2	6,6	8,5	9,8
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	3,5	6,1	10,0	5,2	9,4	14,5	9,8	6,7	7,9	4,4	4,1	4,6
Stopa bezrobocia ^b	%	12,1	12,3	12,2	12,1	13,1	11,8	11,7	12,2	13,3	12,1	11,5	12,1
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	4,4	3,6	4,9	3,7	4,1	5,0	6,3	4,7	3,7	3,5	3,4	4,1
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-1,2	0,9	3,4	1,2	4,1	3,5	3,1	2,7	1,2	1,2	1,2	1,1
Eksport (w euro)	% r/r	-15,8	22,8	10,2	6,0	17,0	12,0	5,9	6,5	7,0	4,0	5,0	8,0
Import (w euro)	% r/r	-24,4	24,9	12,2	5,0	17,7	16,0	7,0	9,0	7,0	2,0	4,0	7,0
Bilans handlowy	mln EUR	-5 427	-8 893	-12 518	-11 754	-1894,0	-3148,0	-3 007	-4 469	-2 027	-2 506	-2 790	-4 433
Rachunek bieżący	mln EUR	-12 152	-16 493	-16 604	-13 977	-3135,0	-3427,0	-4 241	-5 802	-3 196	-2 453	-3 293	-5 034
Rachunek bieżący	% PKB	-3,9	-4,7	-4,5	-3,6	-4,8	-4,9	-4,6	-4,5	-4,5	-4,3	-4,0	-3,6
Wynik general government	% PKB	-7,3	-7,9	-5,0	-4,3	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	3,5	2,6	4,2	2,8	3,8	4,6	4,1	4,2	3,1	2,5	2,9	2,8
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	3,5	3,1	4,0	2,7	4,3	4,2	4,1	4,0	2,7	2,8	3,0	2,7
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,7	1,6	2,4	3,0	1,7	2,3	2,6	3,0	3,3	2,9	2,9	2,8
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,3	2,1	7,1	2,9	7,7	6,9	6,8	7,0	4,5	2,9	2,2	1,9
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	8,1	8,8	7,9	6,1	10,9	7,2	9,4	7,9	-	-	-	6,1
Zobowiązania ^b	% r/r	9,8	9,1	7,6	6,1	12,2	7,7	9,2	7,6	-	-	-	6,1
Należności ^b	% r/r	8,6	9,2	11,7	5,0	11,4	9,9	11,9	11,7	-	-	-	5,0
USD/PLN	PLN	3,11	3,02	2,93	3,14	2,88	2,75	2,94	3,16	3,15	3,16	3,15	3,12
EUR/PLN	PLN	4,33	3,99	4,09	4,17	3,94	3,96	4,15	4,31	4,30	4,21	4,12	4,05
Stopa referencyjna ^b	%	3,50	3,50	4,50	4,00	3,75	4,50	4,50	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00
Stopa lombardowa ^b	%	5,00	5,00	6,00	5,50	5,25	6,00	6,00	6,00	5,75	5,50	5,50	5,50
WIBOR 3M	%	4,42	3,94	4,49	4,28	4,10	4,43	4,72	4,72	4,59	4,25	4,15	4,15
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,54	3,96	4,52	4,11	4,37	4,62	4,54	4,55	4,49	4,10	3,95	3,92
Rentowność obligacji 2L	%	5,17	4,72	4,74	4,34	5,01	4,97	4,54	4,44	4,34	4,27	4,32	4,45
Rentowność obligacji 5L	%	5,65	5,31	5,43	5,08	5,79	5,60	5,17	5,14	5,06	4,99	5,06	5,20
Rentowność obligacji 10L	%	6,11	5,74	5,95	5,66	6,27	6,03	5,77	5,74	5,71	5,60	5,62	5,72

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 11.10.2011 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
Agnieszka Decewicz	022 586 83 41
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.