

### W tym miesiącu:

Gospodarka Polski	2
Pod lupą: polityka pieniężna	4
Pod lupą: polityka fiskalna	6
Rynek nieruchomości	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 Luziński  
022 586 8362

Marcin Sulewski  
022 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

## Końca nie widać

▪ **Szczyt unijny (podobnie zresztą jak poprzednie) nie był przełomowy, jeśli chodzi o wypracowanie rozwiązania problemów zadłużeniowych strefy euro.** Można co prawda powiedzieć, że dyskusja na kolejnych spotkaniach (szczyt unijny, G20, Ecofin itd.) szła w dobrym kierunku – większa redukcja zadłużenia Grecji, zwiększenie roli EFSF itd. Jednakże zarówno skala tych działań, jak i brak szczegółów przekonujących do ich skuteczności nie zmniejszyły niepewności na rynkach. Wprost przeciwnie, jak można było oczekiwać, poprawa nastrojów po szczycie była krótkotrwała. Różnica w rentowności obligacji krajów peryferyjnych strefy euro wobec obligacji niemieckich osiągnęła kolejne szczyty. Rentowności obligacji włoskich wyraźnie przekroczyły 7% pomimo aktywności EBC na rynku. Końca problemów strefy euro nie widać i wygląda na to, że do ustabilizowania sytuacji potrzebna jest zmiana podejścia EBC w sposób bardziej zasadniczy. Jednak nowy Prezes EBC Mario Draghi na swojej pierwszej konferencji powtórzył, że program skupu obligacji krajów strefy euro jest tymczasowy i ma ograniczoną skalę, a EBC nie będzie pełnił roli pożyczkodawcy ostatniej instancji dla rządów. Ze strony EBC była jednak również pozytywna niespodzianka – główna stopa EBC została obniżona o 25 pb do 1,25%. Choć my spodziewaliśmy się ruchu o 50pb w grudniu, to zapewne w przyszłym miesiącu nastąpi kolejne 25pb, czyli do końca roku zniwelowane zostaną dwie wcześniejsze podwyżki.

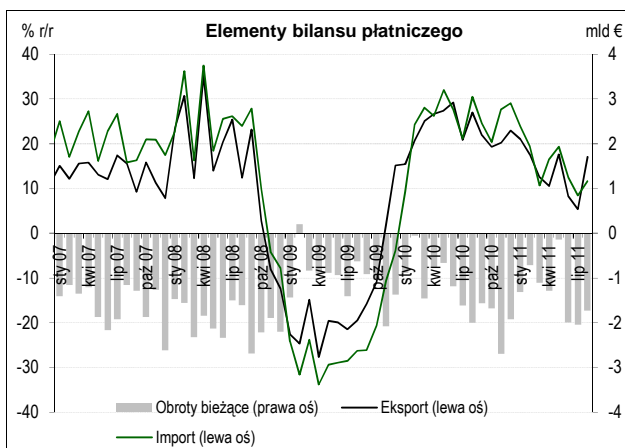
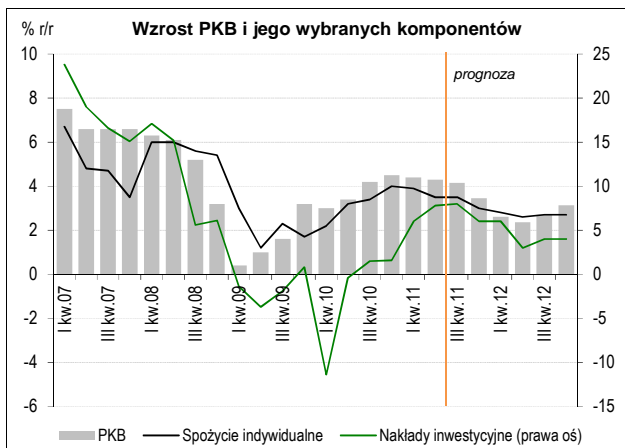
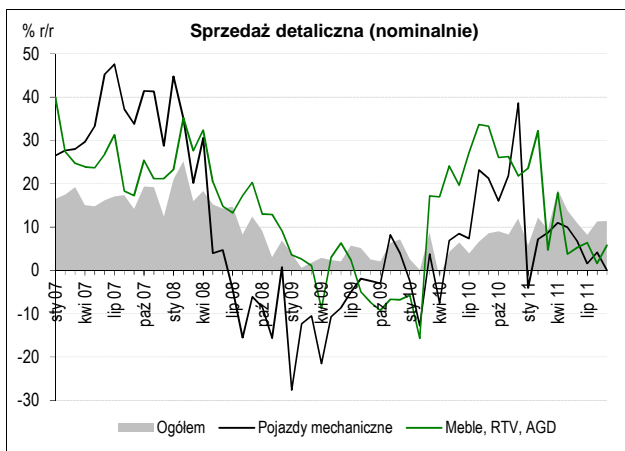
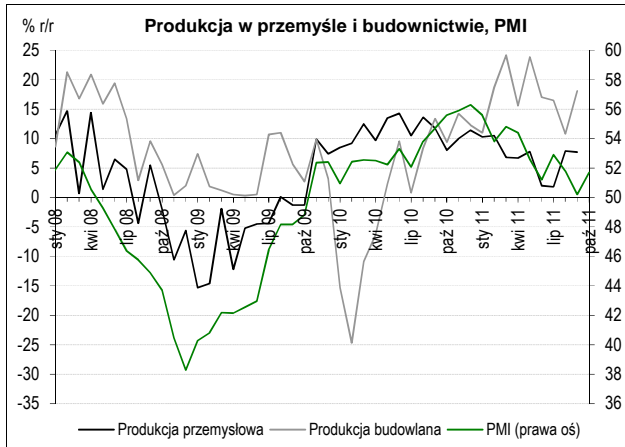
▪ **Kolejne dane ze świata nie napawają optymizmem – PMI w Niemczech i strefie euro poniżej 50 punktów, rewizja prognoz OECD i Komisji Europejskiej.** Z kolei dane ekonomiczne z Polski są wciąż zaskakująco optymistyczne (wzrost PMI, produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna ponownie powyżej oczekiwań). Tempo wzrostu PKB w III kwartale może okazać się wyższe od 4%, czyli zbliżone do wyniku z pierwszej połowy roku, choć wydaje nam się, że to będzie lokalny szczyt koniunktury przed przyszłorocznym spowolnieniem. Nasza prognoza PKB na 2012 jest pesymistyczna na tle konsensusu, ale utrzymujemy pogląd, że ryzyko dla niej jest wciąż asymetryczne w dół, szczególnie biorąc pod uwagę wydarzenia w strefie euro.

▪ **Szczyt inflacyjny mamy za sobą, po tym jak inflacja osiągnęła poziom 5% w maju, niemniej najbliższe dane mogą przynieść negatywną niespodziankę.** Prognozowany przez nas wzrost inflacji w październiku (możliwy nawet do 4,3%) spowodowany będzie głównie wyższymi cenami żywności i paliw. Ponieważ oczekiwania rynku wskazują na stabilizację blisko wrześniowego poziomu 3,9%, a wiele instytucji spodziewa się nawet spadku inflacji, to realizacja naszej prognozy przynieść może osłabienie na krajowym rynku stopy procentowej. Najbliższy odczyt inflacyjny nie zmienia jednak scenariusza spadku inflacji w przyszłym roku i naszej prognozy odnośnie obniżek stóp procentowych przez RPP. Zmiana podejścia RPP będzie możliwa w scenariuszu spowolnienia gospodarki i wyraźnego spadku inflacji, przy bardziej ekspansywnej polityce EBC. Nowa projekcja NBP zakłada nieco wyższą inflację i nieco niższy PKB na 2012-13 w porównaniu z szacunkami lipcowymi i jak na razie w czynnikach ryzyka dla CPI Rada przeciwstawia spowolnienie gospodarcze inflacyjnemu efektowi osłabienia złotego.

Na rynku finansowym 9 listopada 2011 r.:					
Stopa depozytowa NBP	3,00	WIBOR 3M	4,93	USDPLN	3,1925
Stopa referencyjna NBP	4,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	4,61	EURPLN	4,3757
Stopa lombardowa NBP	6,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,09	EURUSD	1,3706

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 9.11.2011 r.

## Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

## Dobre wyniki polskiej gospodarki w trzecim kwartale

Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła we wrześniu o 7,7% r/r, a po wyeliminowaniu czynników sezonowych o 7,1%. Najszybszy wzrost obserwowany był w branżach nakierowanych na eksport (m.in. produkcja mebli, metali, pojazdów samochodowych), chociaż nie we wszystkich – przykładowo w produkcji maszyn i urządzeń zanotowano wyraźny spadek o ok. 11% r/r. Prawdopodobnie wysoka dynamika w części branż to efekt kontynuacji realizacji kontraktów i zamówień zawartych wcześniej, przed ostatnią falą pogorszenia koniunktury. Należy się jednak spodziewać, że stopniowo efekt ten będzie słabł i wyraźne hamowanie popytu zewnętrznego przełoży się na spowolnienie wzrostu polskiego przemysłu w kolejnych kwartałach.

Indeks PMI dla polskiego przetwórstwa wzrósł w październiku do 51,7 pkt z 50,2 we wrześniu. Poprawę sytuacji odnotowano w przypadku produkcji (która rosła w najszybszym tempie od 3 miesięcy) i nowych zamówień (eksportowych). Po raz pierwszy od sierpnia wzrósł subindeks zatrudnienia. Presja kosztowa była największa od 5 miesięcy, głównie z powodu osłabienia złotego. Dane pokazały, że krajowy przemysł jest zaskakująco odporny na wyraźne oznaki spowolnienia dochodzące zza granicy, szczególnie ze strefy euro, choć warto pamiętać, że w kilku ostatnich miesiącach sygnały z badania koniunktury miały słabe przełożenie na rzeczywiste dane z polskiego przemysłu.

Wzrost produkcji budowlano-montażowej wyniósł we wrześniu 18,1% r/r. Po wyeliminowaniu czynników sezonowych wzrost wyniósł 17,8% r/r. Co ciekawe, znaczne przyspieszenie było widoczne w sektorze budowy budynków (9,5% r/r), który we wcześniejszych miesiącach bieżącego roku był dosyć słaby, ze średnim wzrostem na poziomie 4% w ujęciu rocznym. Może to świadczyć o ożywieniu inwestycji prywatnych.

Sprzedaż detaliczna wzrosła we wrześniu o 11,4% r/r wobec 11,3% r/r w sierpniu. Roczna dynamika sprzedaży poprawiła się w większości kategorii, w tym najbardziej w paliwach (do 20,9% z 17,1% miesiąc wcześniej) oraz w kategorii meble, RTV i AGD (do 5,8% z 1,6%). Zgodnie z naszymi oczekiwaniami wrzesień przyniósł spowolnienie rocznej dynamiki wzrostu sprzedaży samochodów (do 0,0% z 4,2% miesiąc wcześniej). Niemniej, spowolnienie to następuje nieco wolniej niż sugerowały dane Samar. W ujęciu realnym dynamika sprzedaży wzrosła do 7,7% r/r z 6,9% r/r miesiąc wcześniej. W ostatnim kwartale roku oczekujemy spowolnienia dynamiki wzrostu sprzedaży detalicznej m.in. w wyniku wysokiej bazy.

Lepsze od naszych oczekiwań wyniki za III kwartał w przemyśle (6,2% r/r), budownictwie (15,2% r/r) oraz sprzedaży detalicznej (10,3% r/r) skłoniły nas do podniesienia prognozy PKB dla tego okresu z 3,9% r/r do 4,2% r/r. W całym roku wzrost gospodarczy również delikatnie przekroczy 4%.

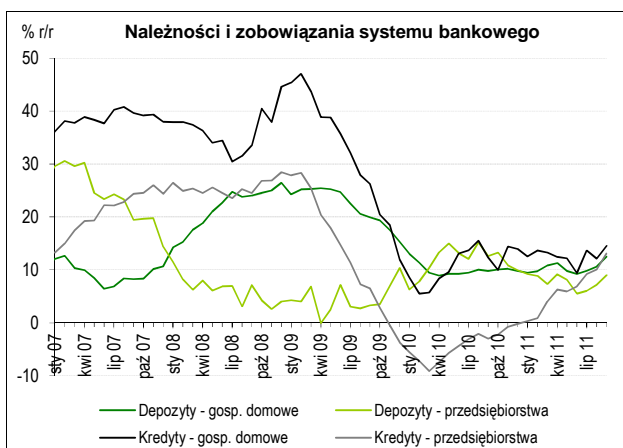
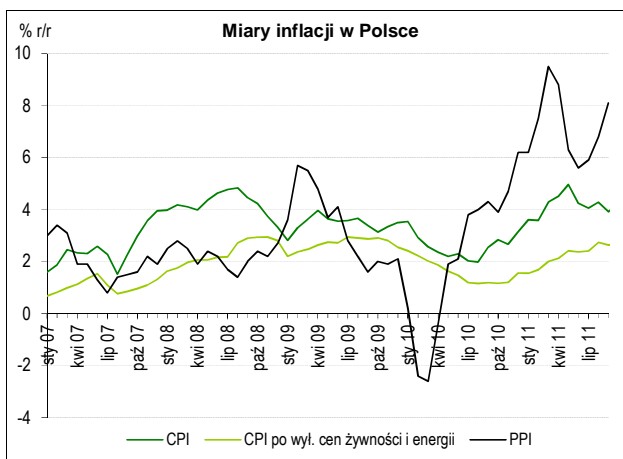
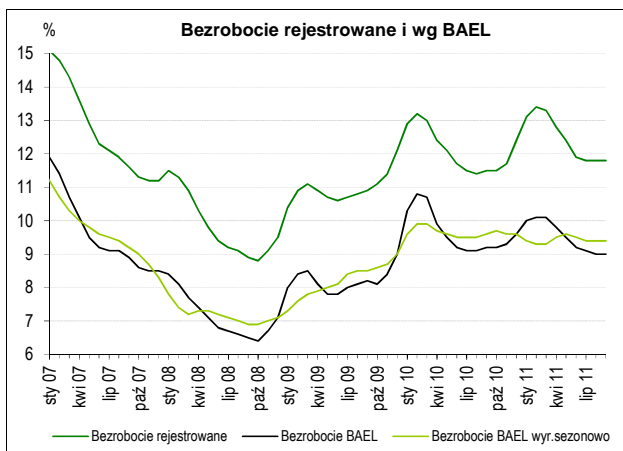
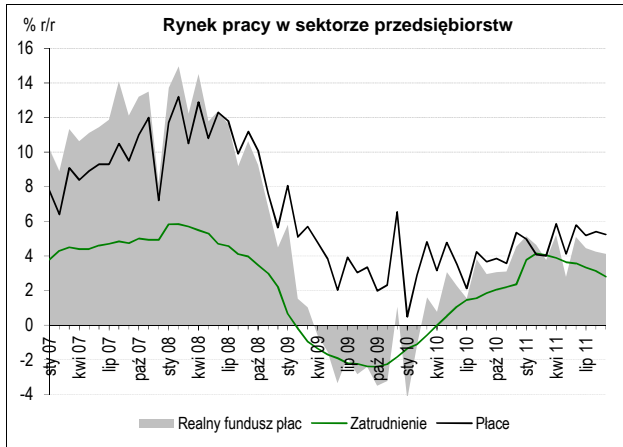
## Lepsze od oczekiwań dane o eksporcie

Deficyt obrotów bieżących wyniósł w sierpniu 1,73 mld € i był nieznacznie niższy w porównaniu do lipca (2,04 mld €). W sierpniu deficyt handlowy spadł do 750 mln € (wobec deficytu 1178 mln € miesiąc wcześniej), głównie za sprawą przyspieszenia w eksporcie. W sierpniu eksport wyniósł 11,6 mld € (wzrost o 17,1% r/r). Natomiast import zwiększył się nieznacznie do 12,4 mld €, co oznacza wzrost o 11,7% r/r.

W sierpniu napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich wyniósł 1,0 mld € i był dodatni po raz pierwszy od trzech miesięcy. W efekcie, stopień pokrycia luki na rocznym rachunku bieżącym napływem kapitału długoterminowego wzrósł do 10%, a po uwzględnieniu napływu funduszy z UE do 53%.

Negatywny efekt spowolnienia popytu zagranicznego jest łagodzony przez słabość polskiej waluty, która zwiększa konkurencyjność polskich produktów.

## Gospodarka Polski



Źródło: GUS, NBP, Eurostat, obliczenia własne

## Polski rynek pracy słabnie

■ We wrześniu tempo wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw spowolniło do 2,8% r/r z 3,1% w sierpniu. Liczba etatów zmniejszyła się w porównaniu do sierpnia o 5 tys., zaś od lipca w sektorze przedsiębiorstw ubyło łącznie 13 tys. miejsc pracy, podczas gdy w analogicznym okresie zeszłego roku przybyło ich 14 tys. Nadal jest to stosunkowo niewielki spadek zatrudnienia, ale widać, że firmy zaczynają ograniczać popyt na pracowników, przygotowując się na spowolnienie gospodarcze. Spadek zatrudnienia był najbardziej widoczny w handlu i naprawie pojazdów oraz w nastawionym na eksport przetwórstwie przemysłowym.

■ Płace w sektorze przedsiębiorstw wzrosły we wrześniu o 5,2% r/r (w sierpniu przyrost wyniósł 5,4% r/r). Wzrost płac pozostaje umiarkowany, jednak najpewniej słabnąca koniunktura spowoduje spadek skłonności do podwyżek i tempo wzrostu płac może spowalniać w nadchodzących miesiącach.

■ Tempo wzrostu funduszu płac obniżyło się w stosunku do sierpnia z 8,7% r/r do 8,2% r/r, chociaż wciąż utrzymuje się na solidnym poziomie. W ujęciu realnym spowolnienie było mniej znaczące (z 4,2% r/r do 4,1%), co wspiera prognozy wyraźnego wzrostu spożycia indywidualnego w trzecim kwartale bieżącego roku, które może być nieco ograniczane przez ujemną realną dynamikę świadczeń społecznych (-1,1% r/r).

■ Stopa bezrobocia wyniosła we wrześniu 11,8% (tyle samo co w sierpniu – dane po rewizji). W porównaniu do sierpnia przyrost liczby osób bezrobotnych wyniósł 6,4 tys. (wzrost o 2,7% r/r). W naszej ocenie nadchodzące miesiące przyniosą dalszy wzrost stopy rejestrowanego bezrobocia powyżej 12% na koniec roku. Odsezonowana stopa bezrobocia wg BAEL utrzymała się na poziomie z sierpnia i lipca, czyli 9,4%.

## Inflacja CPI w okolicach 4% do końca roku

■ Inflacja CPI obniżyła się we wrześniu do 3,9% r/r z poziomu 4,3% w sierpniu, po wzroście cen towarów i usług konsumpcyjnych o 0,1% w ciągu miesiąca. Szczególnie istotny wpływ na spadek dynamiki CPI miały ceny żywności, gdyż w tym roku nie wystąpił typowy dla września wzrost ich cen tuż po wakacjach. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii obniżyła się we wrześniu do 2,6% z poziomu 2,7% r/r.

■ Nasze szacunki wskazują, że w październiku nastąpi wyraźne odbicie cen w górę i powrót stopy inflacji powyżej 4% r/r. Do końca roku dynamika CPI utrzyma się zapewne powyżej tego poziomu, a jej wyraźniejszy spadek rozpocznie się dopiero od stycznia.

■ Wzrost cen produkcji mocno przyspieszył we wrześniu do 8,1% r/r. W dużym stopniu było to związane z osłabieniem złotego, które podniosło koszty produkcji i ceny eksportowe.

## Dalszy wzrost kredytów przedsiębiorstw

■ Podaż pieniądza M3 przyspieszyła we wrześniu do 10,1% r/r z 8,8% r/r w sierpniu. Mocne przyspieszenie było widoczne zarówno w depozytach gospodarstw domowych (do 12,5% z 10,6%) oraz przedsiębiorstw (do 9% z 7,2%). Możliwe, że w przypadku ludności wynikało to ze spadku atrakcyjności innych form lokowania oszczędności, np. funduszy inwestycyjnych.

■ Mocny wzrost był widoczny także w danych o kredytach. Należności od gospodarstw domowych przyspieszyły z 12,1% r/r do 14,5%, zaś należności od przedsiębiorstw z 10,1% do 13,1% r/r. Jednakże, znaczna część tych wzrostów wynikała z efektu kursowego (osłabienie złotego). Po usunięciu tego efektu tempo wzrostu kredytów gospodarstw domowych lekko spada w porównaniu do sierpnia, zaś dla przedsiębiorstw widoczny jest wzrost z 9,2% do 10,5% r/r, czyli największy od maja 2009 r.

## Pod lupą: polityka pieniężna

### Fragmenty listopadowego komunikatu RPP

W III kw. nastąpiło znaczące pogorszenie nastrojów w gospodarce światowej, w tym w szczególności w strefie euro i Stanach Zjednoczonych. (...) Nadal obniżane były prognozy wzrostu gospodarczego na 2012 r., a inflacja pozostała na podwyższonym poziomie. Utrzymuje się podwyższona niepewność co do rozwoju koniunktury światowej w najbliższych kwartałach, w tym co do skali spowolnienia wzrostu gospodarczego w krajach będących głównymi partnerami handlowymi Polski.

Napływające informacje dotyczące Polski (...) wskazują, że w III kw. wzrost PKB był nadal relatywnie wysoki i prawdopodobnie zbliżony do odnotowanego w II kw. br. Jednocześnie, większość wskaźników koniunktury sygnalizuje możliwość pewnego obniżenia się aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach, co związane jest w znacznym stopniu z oczekiwanym spowolnieniem wzrostu u głównych partnerów handlowych Polski.

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 oraz występującym w ostatnich miesiącach osłabieniem kursu złotego. Wygasanie wpływu podwyżki stawek VAT oraz znacznych wzrostów cen żywności i energii z I połowy 2011 r., będzie oddziaływało w kierunku obniżenia inflacji na początku 2012 r.

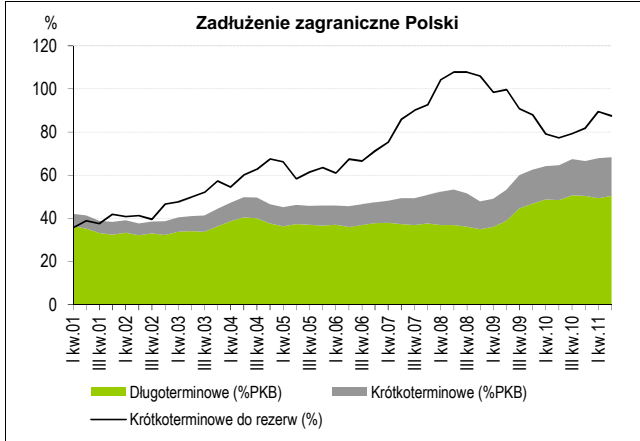
W ocenie Rady, w średnim okresie inflacja będzie ograniczana przez nieco niższą dynamikę krajowego wzrostu gospodarczego w warunkach zacieśnienia polityki fiskalnej, w tym obniżenia inwestycji publicznych, a także dokonanego w I połowie br. podwyższenia stóp procentowych NBP oraz oczekiwanego spowolnienia wzrostu gospodarczego na świecie. Taką ocenę wspiera też listopadowa projekcja inflacji i PKB. Czynnikiem ryzyka dla wzrostu cen pozostaje wpływ sytuacji na rynkach finansowych na kształtowanie się kursu złotego.

W ocenie Rady, dokonane w I połowie 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 w przyszłości dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu inflacji do celu.

### Projekcje NBP w kolejnych Raportach o inflacji

	Wzrost PKB			
	Paź 10	Mar 11	Lip 11	Paź 11
2011	3,3-5,5	3,3-5,1	3,0-4,9	3,7-4,3
2012	2,8-5,5	2,3-4,8	1,9-4,5	2,0-4,1
2013	-	1,7-4,4	1,5-4,3	1,5-4,0
	Inflacja CPI			
	Paź 10	Mar 11	Lip 11	Paź 11
2011	2,5-3,5	2,8-3,7	3,7-4,4	3,9-4,2
2012	2,4-3,7	2,2-3,4	2,1-3,4	2,5-3,9
2013	-	2,1-3,7	1,8-3,4	2,2-3,7

Uwaga: wg projekcji NBP wzrost PKB i inflacja CPI ukształtują się w podanych przedziałach z prawdopodobieństwem wynoszącym 50%



Źródło: NBP, szacunki własne

### RPP restrykcyjna, ale ma oczy szeroko otwarte

▪ Zgodnie z oczekiwaniami, RPP utrzymała w listopadzie stopy procentowe bez zmian, w tym stopę referencyjną na 4,50%. Retoryka i opis sytuacji gospodarczej na świecie i w Polsce nie uległa większym zmianom.

▪ Rada podkreśliła utrzymującą się niepewność, co do rozwoju koniunktury na świecie w najbliższych kwartałach oraz utrzymywanie się napięć na światowych rynkach finansowych. W przypadku oceny aktywności gospodarczej w kraju RPP podkreśliła, że w III kwartale utrzymał się relatywnie wysoki wzrost PKB, zbliżony do odnotowanego w II kwartale. Niemniej, napływające wskaźniki wyprzedzające wskazują na możliwość obniżenia aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach.

▪ RPP nadal oczekuje, że w najbliższych miesiącach ceny konsumentów będą utrzymywały się na podwyższonym poziomie, głównie w wyniku wcześniejszych podwyżek cen surowców oraz efektu deprecjacji złotego. Na początku 2012 r. zdaniem Rady można oczekiwać obniżenia inflacji ze względu na wygaśnięcie efektu podwyżek stawek VAT na początku br. Podsumowując, w ocenie Rady bilans czynników ryzyka dla przyszłej inflacji jest zrównoważony – z jednej strony czynniki przemawiające za wzrostem inflacji to przede wszystkim kurs walutowy, a czynniki przemawiające za niższą inflacją to spowolnienie wzrostu gospodarczego oraz dokonane podwyżki stóp w I połowie roku. Rada utrzymała „możliwość dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu inflacji do celu”.

▪ Podtrzymujemy opinię, że obniżenie aktywności gospodarczej i wyraźny spadek inflacji skłoni Radę do redukcji stóp o 50pb w pierwszej połowie 2012 r. Pierwsza obniżka możliwa najwcześniej w marcu.

### Nieco wyższa inflacja, nieco niższy wzrost PKB

▪ Nowa projekcja NBP zakłada podwyższenie centralnej ścieżki inflacyjnej w latach 2012-2013 w porównaniu z wersją z lipca (środek przedziału odpowiednio z 2,75% do 3,20% oraz z 2,60% do 2,95%), głównie za sprawą wpływu osłabienia złotego. Centralna ścieżka na rok bieżący pozostała bez zmian.

▪ Prognoza PKB na ten rok została nieznacznie podwyższona (środek przedziału z 3,95% do 4,0%), a w latach 2012-2013 prognozy zostały nieco obniżone (odpowiednio z 3,20% do 3,05% oraz z 2,90% do 2,75%).

▪ Szczegóły dot. projekcji zostaną opublikowane w nowym *Raporcie o inflacji* 15 listopada.

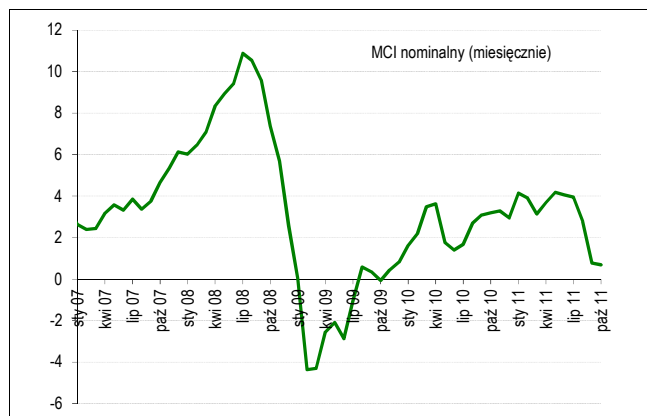
### Rezerwy dość wysokie, ale dług zagraniczny rośnie

▪ Oficjalne aktywa rezerwowe Polski wyniosły na koniec października 73,3 mld €, zmniejszając się nieznacznie wobec września (co wynikało głównie ze zmiany kursu EURUSD).

▪ Zadłużenie zagraniczne Polski wzrosło na koniec II kw. do 252 mld €, czyli 68,3% PKB, co jest najwyższym poziomem w historii. Największy wzrost zadłużenia w porównaniu z I kwartałem nastąpił w sektorze bankowym (5,6 mld €) oraz rządowym i samorządowym (4,4 mld €).

▪ Zadłużenie krótkoterminowe nadal stanowi stosunkowo niewielki odsetek całkowitego długu zagranicznego (ok. 26%), ale jego relacja do rezerw walutowych jest na wysokim poziomie (niemal 90%). Z drugiej strony, gdyby uwzględnić elastyczną linię kredytową z MFW (30 mld \$), relacja ta obniżyłaby się o ok. 10 punktów procentowych.

## Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



### Restrykcyjność polityki pieniężnej nieznacznie niższa

- Nominalny indeks restrykcyjności polityki pieniężnej kontynuował w październiku tendencję spadkową widoczną od czerwca, choć tempo spadku wyraźnie wyhamowało w porównaniu z dwoma poprzednimi miesiącami. Czynnikiem zmniejszającym restrykcyjność polityki pieniężnej było lekkie osłabienie złotego wobec euro. Jednocześnie, w przeciwnym kierunku oddziaływał wyraźny wzrost stawek WIBOR.
- Stawki rynku pieniężnego mogą pozostać na podwyższonym poziomie do końca roku ze względu na niechęć banków do pożyczania sobie pieniędzy. Jednocześnie, złoty będzie pozostawał pod presją, chociaż może nieco umocnić się w grudniu. W efekcie, prawdopodobna jest stabilizacja indeksu MCI w listopadzie i wzrost w ostatnim miesiącu 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.

### Wysoka inflacja i presja na złotego niepokoi Radę

W ostatnich tygodniach członkowie Rady Polityki Pieniężnej byli stosunkowo oszczędni w udzielaniu publicznych komentarzy i wypowiedzi. Niemniej, w tych wypowiedziach, które w ostatnim okresie się pojawiły, wyraźnie zauważalny jest niepokój związany z utrzymującą się presją na złotego i ewentualnymi inflacyjnymi skutkami deprecjacji krajowej waluty. Stosunkowo jastrzębia retoryka ich ostatnich wystąpień najprawdopodobniej zapewne utrzymywana jest m.in. właśnie w celu zapewnienia wsparcia dla złotego w sytuacji wciąż podwyższonego poziomu inflacji i zmiennych nastrojów na rynkach finansowych. Potwierdziły to słowa prezesa NBP Marka Belki, który na konferencji prasowej po listopadowym posiedzeniu RPP podkreślił, że „w dalszym ciągu inflacja jest na bardzo podwyższonym poziomie w Polsce (...) złoty jest walutą niezmiernie wahlwią, a obecna sytuacja związana z osłabieniem kursu złotego na pewno opanowaniu inflacji nie sprzyja”.

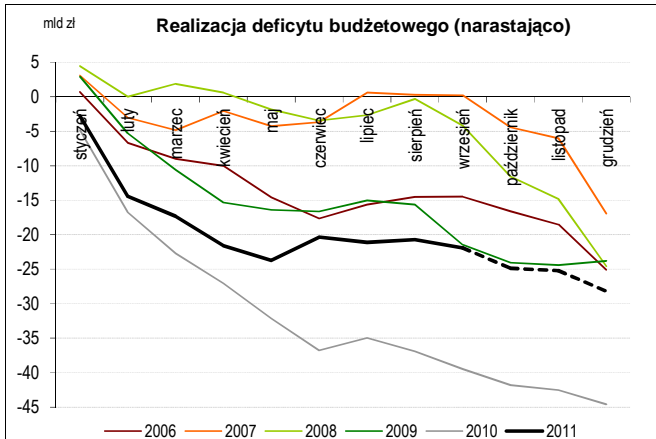
Odnosząc się do ostatniej decyzji EBC obniżającej stopy procentowe, prezes NBP Marek Belka podkreślił nieporównywalność sytuacji gospodarczej, w jakiej obecnie znajdują się kraje strefy euro z sytuacją gospodarczą w Polsce. Dotyczy to skali oczekiwanego spowolnienia gospodarczego oraz notowań złotego – zawirowania na rynkach finansowych mogą przyczynić się do dalszego osłabienia złotego, co będzie czynnikiem proinflacyjnym. To powoduje, że RPP prowadzi autonomiczną politykę i nie idzie w ślady EBC. Jednocześnie, Belka stwierdził, że Rada z uwagą śledzi napływające informacje z gospodarki światowej i rynków finansowych (ma oczy szeroko otwarte). Potwierdza to naszą opinię, że do podjęcia decyzji o obniżce stóp procentowych Rada będzie potrzebowała „twardych argumentów” w postaci danych pokazujących wyraźny spadek inflacji oraz osłabienie dynamiki aktywności gospodarczej. Naszym zdaniem takie informacje pojawią się najwcześniej na posiedzeniu w marcu.

### Krajowe banki doskonale skapitalizowane, ale ryzyko istnieje

Pytany o ryzyko wysysania kapitału z banków w związku z kryzysem w strefie euro, Marek Belka powiedział, że w sytuacji, kiedy trzy czwarte systemu bankowego jest w rękach podmiotów zagranicznych, takie ryzyko istnieje, ale na szczęście krajowe banki są doskonale skapitalizowane i wolne od toksycznych aktywów. Belka powiedział, że bank centralny nie widzi jak na razie oznak takich negatywnych zjawisk, jednak o ile w 2008 r. mieliśmy do czynienia z problemem płynnościowym, to dziś jest problem z kapitałem w sektorze bankowym w strefie euro i może się okazać, że polskie banki będą w trudniejszej sytuacji niż dotychczas. Zdaniem Prezesa NBP fakt, że dziś banki w Polsce są własnością kapitału zagranicznego nie przynosi samo w sobie żadnej wartości dodanej, i że jego stosunek do pojawiających się ostatnio głosów nt. „udomowienia” banków (przejęcia przez kapitał krajowy, jeśli pojawi się taka okazja) jest pozytywny, ponieważ tak będzie bezpieczniej dla polskiego systemu finansowego.

Zdaniem Belki, bank centralny nie widzi też na razie tendencji do ograniczania skali działalności kredytowej. Kredyt dla firm jest dziś – w ocenie banku centralnego – ograniczany bardziej popytem niż podażą. I mimo to przyzwicie bardzo rośnie, podobnie jak kredyty hipoteczne.

## Pod lupą: polityka fiskalna



	Spread vs Bund (10 lat) w pb			CDS (5 lat USD)		
	9.11	zmiana od 10.10.2011	zmiana od 31.12.2010	9.11	zmiana od 10.10.2011	zmiana od 31.12.2010
Polska	406	44	94	244	-42	98
Czechy	174	61	76	116	-24	26
Węgry	665	74	152	541	-15	154
Grecja	3061	843	2102	4919	-325	3882
Hiszpania	413	119	164	392	25	43
Irlandia	660	83	34	750	17	141
Portugalia	1009	73	637	1134	-86	634
Włochy	560	210	369	514	65	281
Niemcy	-	-	-	88	-10	30

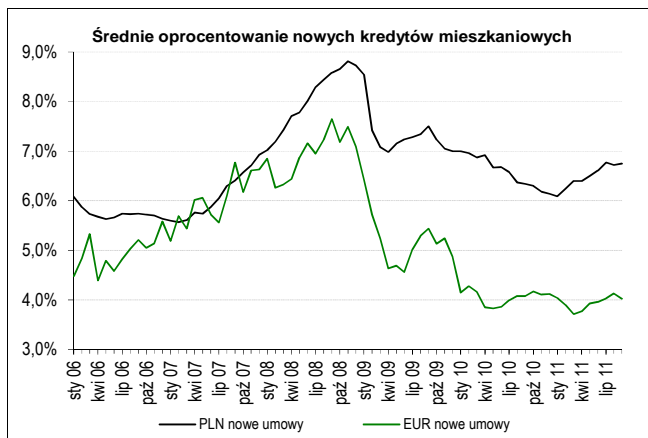
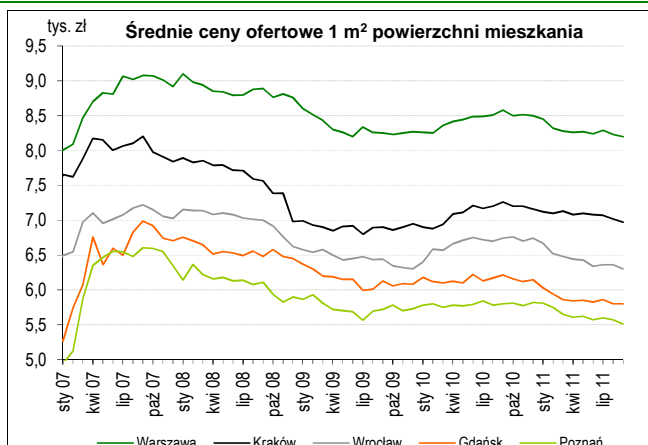
### Mniejszy deficyt budżetowy i potrzeby pożyczkowe

- Realizacja tegorocznego deficytu budżetowego przebiega lepiej niż przyjęto w harmonogramie. Po trzech kwartałach deficyt wyniósł 21,9 mld zł (54,5% rocznego planu). Po publikacji tych danych wiceminister finansów Ludwik Kotecki powiedział, że w całym roku realizacja deficytu nie będzie wyższa niż 28 mld zł, nieco mniej niż założono w projekcie budżetu na 2012 r.
- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto zostały obniżone do 144,9 mld zł, głównie w wyniku niższej realizacji deficytu budżetowego. Na koniec października były one sfinansowane w 101%. Środki z emisji obligacji w ostatnich dwóch miesiącach br. będą finansowały już przyszłoroczne potrzeby. Szacujemy, że wartość środków przechodzących z 2011 r. przewyższy poziom z 2010 r.

### Grecja i Włochy w centrum uwagi

- Kryzys zadłużeniowy w strefie euro pozostawał w centrum uwagi inwestorów. O ile wyniki październikowego szczytu strefy euro dały tylko chwilowe wytchnienie dla rynku, to idea referendum w Grecji odnośnie pakietu pomocowego i zawirowania we Włoszech przyczyniły się ponownie do znacznego wzrostu miar ryzyka fiskalnego na początku listopada. W wielu krajach odnotowano gwałtowny wzrost spreadów do Bundów, do najwyższych poziomów w historii.
- Niepewność na globalnym rynku wciąż utrzymuje się na wysokim poziomie, co będzie sprzyjało dużej zmienności. W centrum uwagi pozostają kraje peryferyjne strefy euro, głównie Grecja i Włochy. Utworzenie nowych rządów w tych krajach (gwarancja przeprowadzenia reform) może ograniczyć dalszy wzrost ich miar ryzyka fiskalnego.

## Rynek nieruchomości

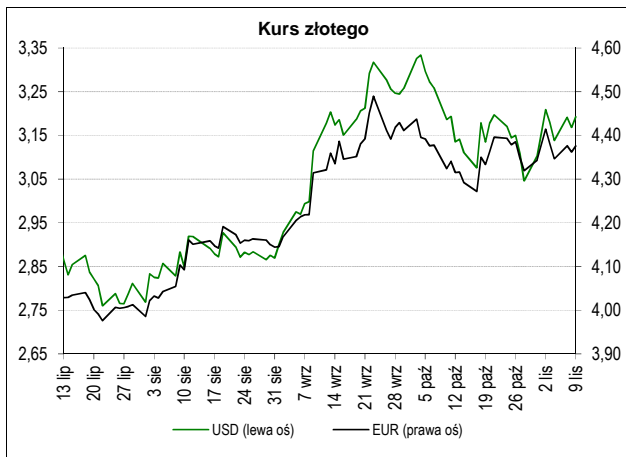


### Ceny mieszkań stopniowo w dół

- Ostatnie miesiące (sierpień, wrzesień) przyniosły spadek ofertowych cen mieszkań w zdecydowanej większości głównych miast Polski, po lekkim odregowaniu w lipcu. Uwagę zwraca fakt, że ceny mieszkań w wielu miastach kształtują się na poziomach z 2009 r. W ujęciu r/r spadek cen mieszkań stopniowo się pogłębia i tendencja ta będzie kontynuowana również w nadchodzących miesiącach.
- Od 1 września obowiązują już zmienione zasady programu „Rodzina na swoim”. Zmiany dotyczą: (1) obniżenia maksymalnej ceny m<sup>2</sup> nieruchomości nabywanej na rynku wtórnym, ale również i na rynku pierwotnym, (2) obniżenia wieku osób, które mogą ubiegać się o kredyt do 35 lat (w przypadku małżeństw kryterium to musi spełniać przynajmniej jedno z współmałżonków), (3) rozszerzenia programu o osoby samotne. Wprowadzone nowe limity cenowe mogą stanowić pewien wyznacznik dla poziomu cen mieszkań, w szczególności na rynku wtórnym.
- Uwagę zwraca utrzymująca się powyżej 20% dynamika wzrostu kredytów mieszkaniowych mimo zaostrzenia polityki kredytowej. Dynamiczny wzrost w ostatnich miesiącach po części wiąże się ze znaczącym wzrostem kursu walutowego. Po uwzględnieniu efektu kursowego wzrost kredytów na nieruchomości ogółem wyniósł we wrześniu ok. 12% r/r.
- W naszej ocenie, ograniczenie oferty kredytów walutowych oraz stopniowy wzrost oprocentowania nowych kredytów w walucie krajowej jest dodatkowym czynnikiem ograniczającym popyt na mieszkania w tym roku. Wspierać to może spadkowy trend cen mieszkań. Z drugiej strony, czynnikiem oddziałującym w przeciwnym kierunku jest możliwość redukcji marż kredytowych przez banki.

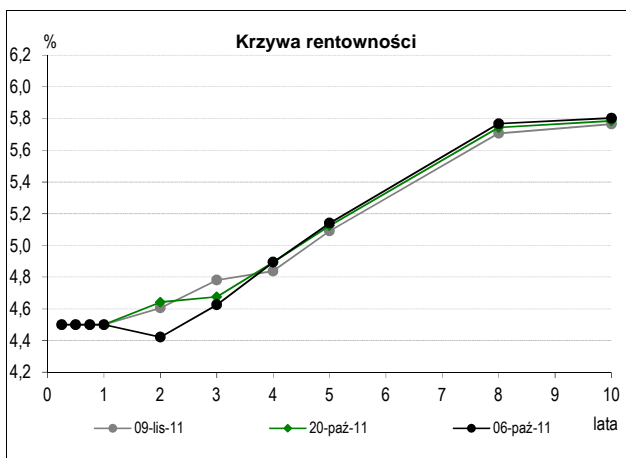
Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, NBP, szybko.pl, obliczenia własne

## Monitor rynku



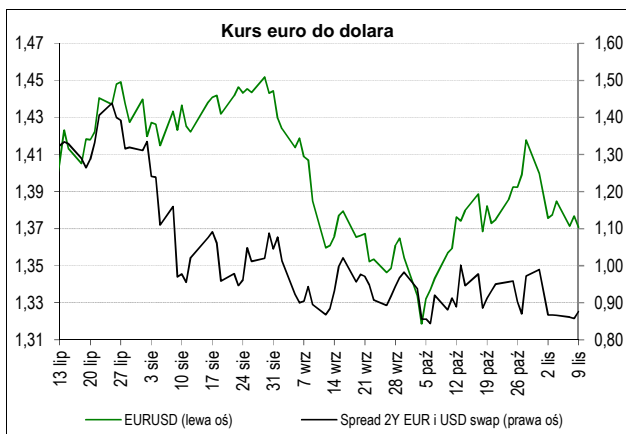
### EURPLN w szerokim kanale trendu bocznego

- Październik obfitował w częste i dynamiczne zmiany nastrojów, co było widać w notowaniach EURPLN. Pozytywna interpretacja wyników wyborów parlamentarnych w Polsce pomogła kursowi przebić strefę wsparcia na 4,36-4,40. Kurs spadł chwilowo nawet poniżej 4,30, ale niepewność odnośnie rozwoju sytuacji w strefie euro skutecznie ograniczyła potencjał do aprecjacji złotego. W reakcji na pomysł przeprowadzenia referendum w Grecji, EURPLN testował (przy niskiej płynności w długi weekend) opór na 4,485.
- W strefie euro jest zbyt wiele nierozwiązanych spraw (i pojawiają się kolejne), by złoty mógł się wyraźnie i trwale umocnić. Z drugiej strony, przed znaczną deprecjacją będzie go ochraniać możliwa interwencja NBP. Podsumowując, prognozujemy, że w listopadzie średni EURPLN będzie zbliżony do tego z października. Główny wpływ na kurs będzie miał kryzys zadłużeniowy w strefie euro. Wsparcia to 4,32 i 4,28, opory 4,44 i 4,485.



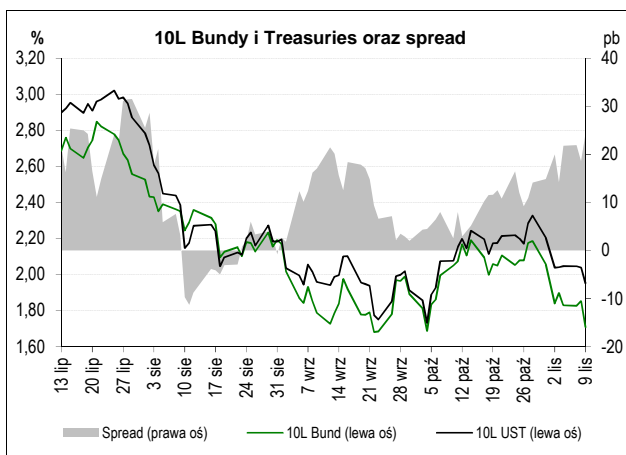
### Krajowe obligacje stabilne

- Po umocnieniu rynku na początku października dzięki spadkowi obaw o europejski system bankowy, w kolejnych dniach obligacje były stosunkowo stabilne. Średnia rentowność dla papierów 5 i 10-letnich w październiku była zbliżona do tych z września. Wzrost rentowności obligacji 2-letnich to wynik zmiany benchmarku. Największy wpływ na rynek miały czynniki zewnętrzne, związane z kryzysem zadłużeniowym w strefie euro, jednak było widać, że inwestorzy w ograniczonym stopniu reagowali na to, co się działo za granicą. Dane MinFin wskazały, że we wrześniu inwestorzy zagraniczni posiadali krajowe SPW warte rekordowe 157,7 mld zł.
- Oczekujemy, że w listopadzie ponownie średnie rentowności nie zmienią się w znaczącym stopniu. Główną rolę nadal odgrywać będą kwestie związane z kryzysem w strefie euro. Wyznacznikiem nastrojów na krajowym rynku może być aukcja 5-letnich obligacji zaplanowana na połowę miesiąca.



### Kryzys strefy euro wciąż w centrum uwagi

- Oczekiwania na konkretne decyzje ze strony unijnych liderów w kierunku rozwiązania kryzysu w strefie euro pchały w górę kurs EURUSD przez większą część miesiąca. Choć szczyt UE nie dał odpowiedzi na wiele pytań, to rynek pozytywnie odebrał jego wynik i kurs EURUSD wzrósł z 1,385 do 1,425, najwyższego poziomu od początku września. Na początku listopada dolara wsparły pomysł premiera Grecji o przeprowadzeniu referendum ws. przyjęcia pakietu pomocowego, obniżka stóp procentowych przez EBC oraz gwałtowny wzrost rentowności włoskich papierów. Spowodowało to spadek EURUSD w okolice 1,35.
- W listopadzie utrzymają się zapewne spore wahania kursu w wyniku pojawiających się komentarzy ws. rozwiązania kryzysu w strefie euro. Prognozujemy, że na koniec listopada kurs będzie blisko 1,37, a na koniec roku nieco wyżej.

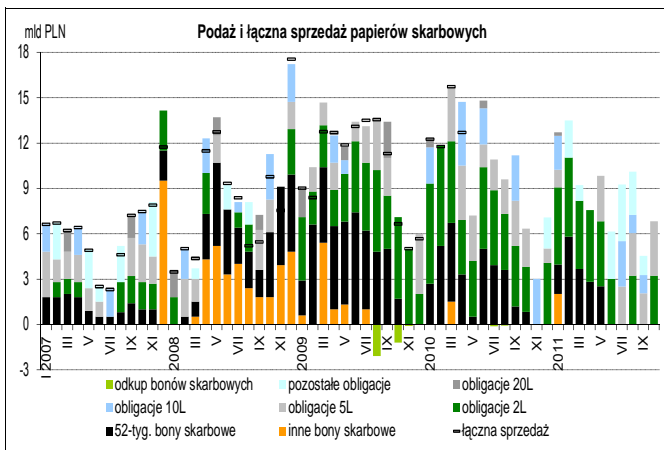
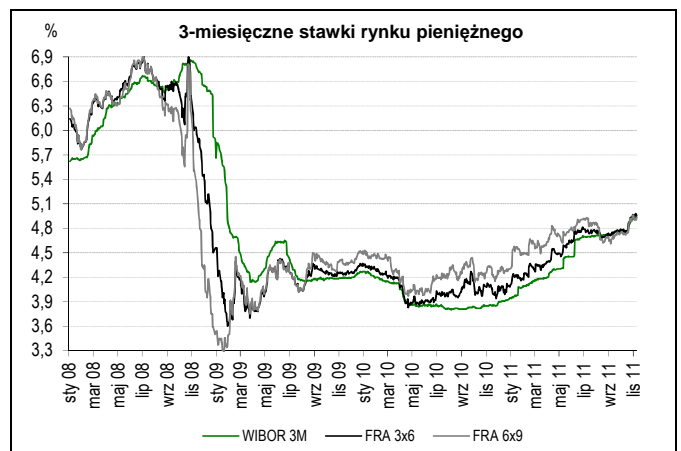
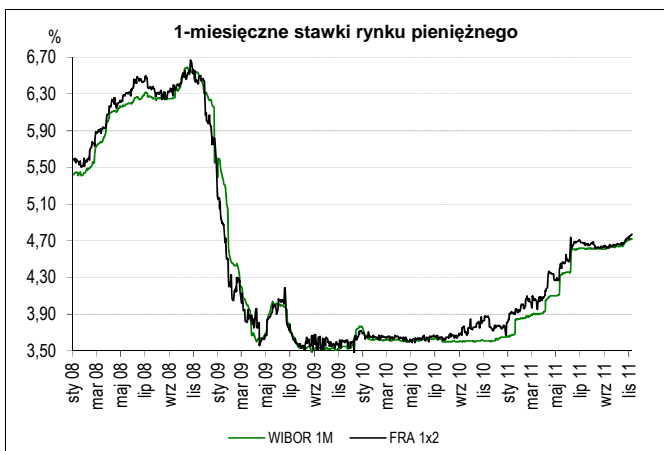
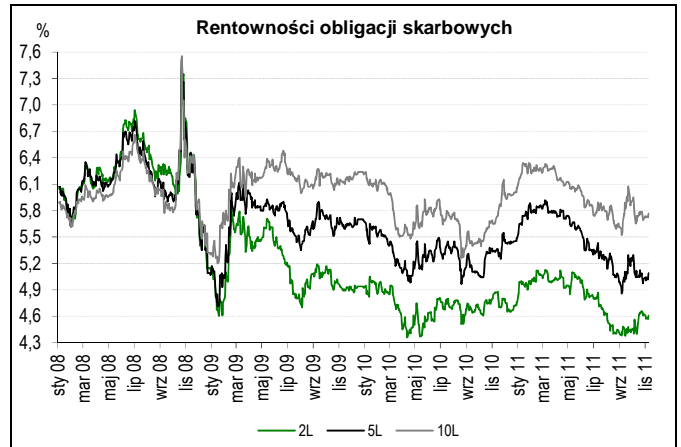
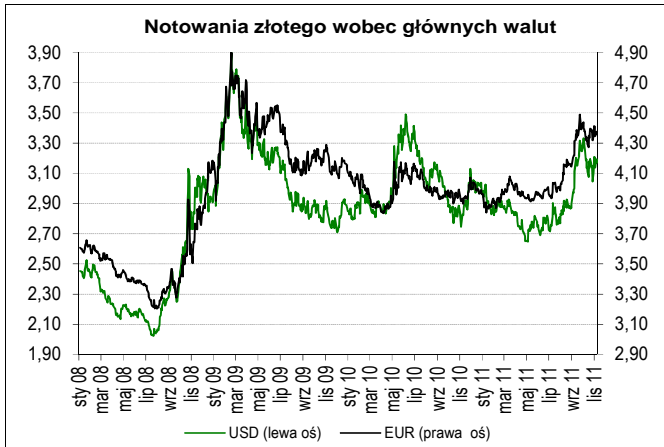


### Niewielki potencjał do wzrostu rentowności

- Na bazowych rynkach długu rentowności najpierw rosły dzięki oczekiwaniom na podjęcie zdecydowanych kroków w kierunku opanowania sytuacji w strefie euro. Kiedy obligacje Niemiec oraz USA był najsłabsze od sierpnia, nastąpiło odwrócenie sytuacji, m.in. w wyniku pomysłu przeprowadzenia referendum w Grecji.
- Ponieważ nadal nie wiadomo jak zwiększyć fundusze EFSF i/lub MFW (gdyby jednak sytuacja w Europie wymagała większego zaangażowania tego drugiego) i sytuacja polityczna we Włoszech i Grecji jest niestabilna, to potencjał do wyraźnego osłabienia obligacji USA oraz Niemiec jest ograniczony. Dodatkowo, obniżka stóp EBC nie będzie zapewne ostatnią i oczekiwania na dalsze luzowanie polityki pieniężnej będą w pewnym stopniu wspierać także długi koniec niemieckiej krzywej. Poza tym, kolejne dane ekonomiczne z Europy nie dadzą zapewne zbyt wielu powodów do zwiększenia zaangażowania w ryzykowne aktywa.

Źródło: Reuters, BZ WBK

# 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)**

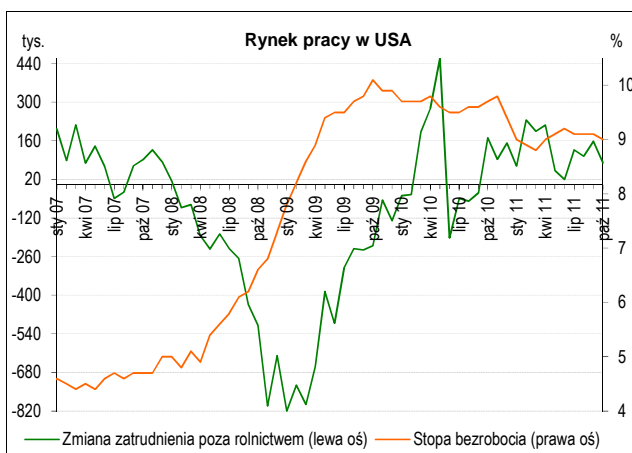
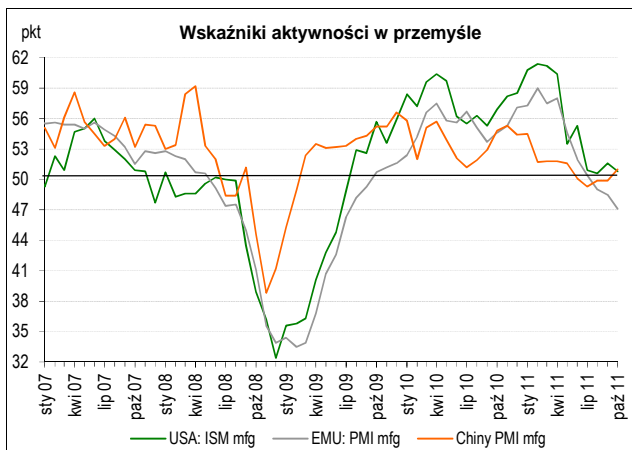
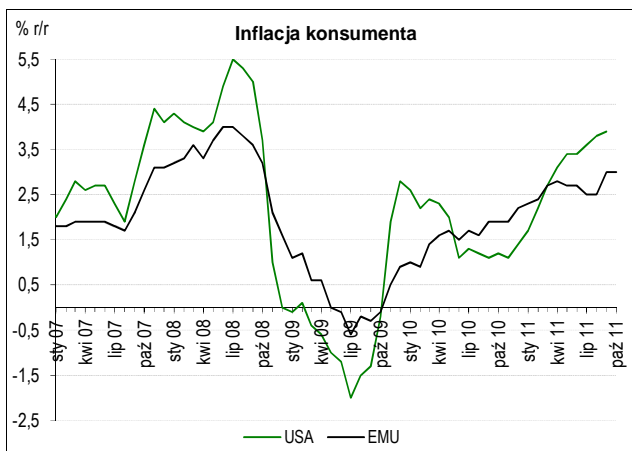
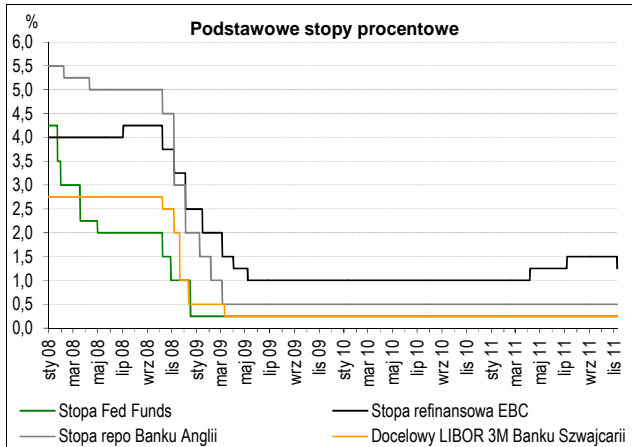
miesiąc	I przetarg				II przetarg			Przetarg zamiany			
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzed	data	obligacje	sprzedaż
grudzień	1.12	OK0113	2000-4000	4076*	8.12	WZ0121/IZ0823	1000-2000	2050	15.12	PS0511	PS0416
styczeń	5.01	OK0113/PS0416	4000-6500	6250	12.01	DS1020/WS0429	1000-2500	2500	20.01	OK0711/PS0511	IZ0823
luty	9.02	OK0113	3000-5500	524	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	3000	-	-	-	-	-	-	-
sierpień	10.08	OK0713/PS0416	2000-5000	5009	-	-	-	-	3.08	WZ/DZ	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	3638	-	-	-	-	12.10	OK/PS/DZ	OK0114
listopad	16.11	PS1016	1000-3500	-	-	-	-	-	10.11	DZ/OK/PS	OK0114/WZ0115/DS1021/WS0429

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

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK



## Przegląd międzynarodowy



## Nieoczekiwana obniżka stóp EBC, nie ostania

EBC niespodziewanie obniżył stopę procentową do 1,25%. Na konferencji prasowej komunikat po posiedzeniu po raz pierwszy odczytał nowy prezes, Mario Draghi. W komunikacie zaznaczono, że niektóre z wymienianych dotychczas czynników ryzyka w kontekście możliwego spowolnienia gospodarczego zaczynają się materializować. Dodatkowo, utrzymujące się napięcia na rynkach finansowych i pogorszenie nastrojów będą ograniczać potencjał gospodarki strefy euro. Wskazano, że istnieje duże ryzyko rewizji w dół prognoz wzrostu dla Eurolandu (zostaną one przedstawione na posiedzeniu w grudniu). W komunikacie dodano, że w 2012 inflacja ma się obniżyć do celu EBC, co będzie wynikało z czynników statystycznych (wysoka baza z tego roku) i mniejszej presji inflacyjnej przy słabszej gospodarce. Tak jak w poprzednich komunikatach, podkreślono konieczność przeprowadzenia przez kraje strefy euro reform strukturalnych. Na konferencji pojawiły się oczywiście pytania o sprawę Grecji i kryzysu zadłużeniowego. Mario Draghi powiedział, że program skupu obligacji krajów strefy euro jest ograniczony w czasie i skali, a EBC nie będzie pełnił roli pożyczkodawcy ostatniej instancji dla rządów. Prezes EBC nie dał jasnych wskazówek odnośnie zmian stóp procentowych w kolejnych miesiącach, ale wydaje się, że obniżka o kolejne 25 pb w grudniu jest prawdopodobna.

Fed zgodnie z oczekiwaniami pozostawił stopy procentowe bez zmian. Jednocześnie bank przedstawił nowe, obniżone prognozy wzrostu gospodarczego USA oraz podwyższone szacunki stopy bezrobocia w 2012 oraz 2013 r. Na konferencji prasowej Ben Bernanke powiedział, że w kolejnych kwartałach gospodarka USA będzie rosła w umiarkowanym tempie i zasygnalizował, że Fed może podjąć dalsze działania na rzecz wsparcia wzrostu, gdyby sytuacja w USA uległa pogorszeniu.

## Kontynuacja trendów w danych makro

Odczyty październikowych indeksów aktywności w przemyśle potwierdziły spadkową tendencję w strefie euro oraz stabilizację w Chinach. W przypadku USA, struktura zmian daje nadzieję na dalszy wzrost ISM w kolejnych miesiącach. Dane potwierdziły, że spowolnienie gospodarcze będzie najbardziej widoczne na Starym Kontynencie.

Indeks PMI dla przemysłu strefy euro spadł w październiku do 47,1 pkt. z 48,5 pkt. Szósty z rzędu miesiąc spadków sprowadził indeks do najniższego poziomu od lipca 2009. Ostatni raz seria co najmniej 6 spadków z rzędu miała miejsce w 2000 – wtedy trend rozpoczął się w kwietniu i trwał przez kolejne 15 miesięcy. Po raz pierwszy od września 2009 poniżej 50 pkt. spadł w październiku indeks dla Niemiec (49,1 pkt.), a tylko w przypadku Irlandii PMI znalazł się powyżej 50 pkt. (wyniósł 50,1 pkt. wobec 47,3 pkt. we wrześniu). W przypadku Włoch, indeks zanotował największy miesięczny spadek w historii i wyniósł 43,3 pkt.

Indeks ISM dla przemysłu USA spadł do 50,8 pkt. z 51,6 pkt. ale zmiany poszczególnych komponentów sugerują, że w kolejnych miesiącach sytuacja za oceanem może się poprawiać. Solidną poprawę zanotowano w przypadku nowych zamówień.

Indeks PMI dla chińskiego przemysłu wzrósł do 51,0 pkt. z 49,9 pkt. i po raz pierwszy od czerwca br. znalazł się powyżej 50 pkt. Za odbiciem stała poprawa subindeksów dla nowych zamówień (eksportowych) i produkcji, której dynamika osiągnęła w minionym miesiącu najwyższy poziom od maja br.

W październiku w sektorze poza rolniczym w USA przybyło 80 tys. miejsc pracy, mniej niż oczekiwano. Pozytywne było natomiast to, że odczyt za wrzesień został zrewidowany wyraźnie w górę, ze 103 tys. do 158 tys. Stopa bezrobocia spadła nieznacznie do 9,0% z 9,1%.

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>14 listopada</b> <b>PL: Podaż pieniądza (X)</b> EZ: Produkcja przemysłowa (IX)	<b>15</b> <b>PL: Bilans płatniczy (IX)</b> <b>PL: CPI (X)</b> DE: Wstępny PKB (III kw.) DE: Indeks ZEW (XI) EZ: Wstępny PKB (III kw.) US: Indeks NY Fed (XI) US: Sprzedaż detaliczna (X)	<b>16</b> EZ: HICP (X) US: Bazowy CPI (X) US: Produkcja przemysłowa (X) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (X)	<b>17</b> <b>PL: Minutes RPP</b> US: Rozpoczęte budowy domów (X) US: Pozwolenia na budowę domów (X) US: Indeks Philly Fed (XI)	<b>18</b> <b>PL: Płace i zatrudnienie (X)</b> US: Wskaźniki wyprzedzające (X)
<b>21</b> <b>PL: Produkcja przemysłowa i budowlana (X)</b> <b>PL: PPI (X)</b> US: Sprzedaż domów (X)	<b>22</b> <b>PL: Inflacja bazowa (X)</b> EZ: Indeks nastrojów konsumentów (XI) US: Drugi szacunek PKB (III kw.) US: Minutes Fed	<b>23</b> CN: Wstępny PMI-przemysł (XI) DE: Wstępny PMI-przemysł (XI) EZ: Wstępny PMI-przemysł (XI) EZ: Nowe zamówienia przemysłowe (IX) US: Wydatki konsumentów (X) US: Dochody osobiste (X) US: Bazowy PCE (X) US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (X) US: Indeks Michigan (XI)	<b>24</b> DE: Indeks GfK (XII) DE: Indeks Ifo (XI) GB: PKB (III kw.)	<b>25</b>
<b>28</b> EZ: Podaż pieniądza (X) US: Sprzedaż nowych domów (X)	<b>29</b> EZ: Indeks nastrojów w gospodarce (XI) US: Indeks cen domów S&P/Case-Shiller (IX) US: Indeks nastrojów konsumentów (XI)	<b>30</b> <b>PL: PKB (III kw.)</b> <b>PL: Sprzedaż detaliczna (IX)</b> <b>PL: Stopa bezrobocia (IX)</b> <b>PL: Oczekiwania inflacyjne</b> EZ: Wstępny HICP (XI) US: Raport ADP (XI) US: Niezakończona sprzedaż domów (X) US: Beżowa księga Fed	<b>1 grudnia</b> <b>PL: PMI-przemysł (XI)</b> DE: PMI-przemysł (XI) EZ: PMI-przemysł (XI) CN: PMI-przemysł (XI) US: Indeks ISM-przemysł (XI)	<b>2</b> US: Zatrudnienie poza rolnictwem (XI) US: Stopa bezrobocia (XI)
<b>5</b> DE: PMI – usługi (XI) EZ: PMI – usługi (XI) EZ: Indeks Sentix (XII) EZ: Sprzedaż detaliczna (X)	<b>6</b> US: Zamówienia przemysłowe (X) US: ISM – usługi (XI)	<b>7</b> <b>PL: Decyzja RPP</b> DE: Produkcja przemysłowa (X) EZ: Rewizja PKB (III kw.)	<b>8</b> EZ: Decyzja EBC GB: Decyzja BoE US: Zapasy hurtowników (X)	<b>9</b> DE: Eksport (X) US: Bilans handlowy (X) US: Wstępny indeks Michigan (XII)
<b>12</b> CN: Bilans handlowy (XI)	<b>13</b> <b>PL: Bilans płatniczy (X)</b> <b>PL: CPI (XI)</b> DE: Indeks ZEW (XII) US: Sprzedaż detaliczna (XI) US: Decyzja Fed	<b>14</b> <b>PL: Podaż pieniądza (XI)</b> EZ: Produkcja przemysłowa (X) US: Ceny importu (XI)	<b>15</b> CN: Wstępny PMI-przemysł (XII) DE: Wstępny PMI-przemysł (XII) EZ: Wstępny PMI-przemysł (XII) EZ: HICP (XI) US: Produkcja przemysłowa (XI) US: Indeks Philly Fed (XII)	<b>16</b> <b>PL: Płace i zatrudnienie (XI)</b> US: Bazowy CPI (XI)

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 <sup>a</sup>	15 <sup>b</sup>	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	30	-
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	-	-	30
Bilans płatniczy	13	11	14	13	16	14	15	11	12	13	15	13
Podaż pieniądza	14	14	14	14	13	14	14	12	14	14	14	14
Wskaźniki koniunktury	21	21	22	21	20	22	22	22	22	21	22	21

\*dane kwartalne; <sup>a</sup> dane wstępne za styczeń, <sup>b</sup> dane za styczeń i luty.

Źródło: GUS, NBP

## Dane i prognozy ekonomiczne

## Wskaźniki miesięczne

		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	lis 11
PMI	pkt.	55,6	55,9	56,3	55,6	53,8	54,8	54,4	52,6	51,2	52,9	51,8	50,2	51,7	50,4
Produkcja przemysłowa	% r/r	8,0	10,0	11,4	10,3	10,5	6,8	6,7	7,8	2,0	1,8	7,9	7,7	6,2	2,3
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	9,4	14,2	12,3	11,0	18,7	24,2	15,6	23,9	17,0	16,5	10,8	18,1	18,5	15,6
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	9,0	8,3	12,0	5,8	12,2	9,4	18,6	13,8	10,9	8,2	11,3	11,4	10,9	9,3
Stopa bezrobocia	%	11,5	11,7	12,4	13,1	13,4	13,3	12,8	12,4	11,9	11,8	11,8	11,8	11,9	12,1
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw <sup>a</sup>	% r/r	3,9	3,6	5,4	5,0	4,1	4,0	5,9	4,1	5,8	5,2	5,4	5,2	5,1	5,2
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	2,1	2,2	2,4	3,8	4,1	4,1	3,9	3,6	3,6	3,3	3,1	2,8	2,5	2,5
Eksport (w euro)	% r/r	19,3	20,2	23,0	21,0	17,6	12,5	10,5	17,6	8,3	5,4	17,1	12,8	7,8	5,7
Import (w euro)	% r/r	20,3	27,7	29,1	23,9	19,4	10,6	16,5	19,4	12,5	8,4	11,7	10,9	6,2	4,4
Bilans handlowy	mln EUR	-754	-1 280	-1 313	-504	-702	-687	-1 126	-975	-1 046	-1 178	-750	-371	-608	-1192
Rachunek bieżący	mln EUR	-1 678	-2 697	-1 922	-1 313	-714	-1 107	-1 285	-141	-1 994	-2 044	-1 730	-1673	-1523	-2693
Rachunek bieżący	% PKB	-4,4	-4,5	-4,7	-4,7	-4,9	-4,8	-5,0	-4,7	-4,9	-5,0	-4,9	-4,9	-4,9	-4,9
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-41,8	-42,5	-44,6	-2,8	-14,4	-17,3	-21,6	-23,7	-20,4	-21,1	-20,7	-21,9	-24,9	-25,2
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	80,1	81,4	100,0	6,9	35,9	43,1	53,8	59,0	50,7	52,5	51,6	54,5	61,9	62,8
Inflacja (CPI)	% r/r	2,8	2,7	3,1	3,6	3,6	4,3	4,5	5,0	4,2	4,1	4,3	3,9	4,3	4,4
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	1,2	1,2	1,6	1,6	1,7	2,0	2,1	2,4	2,4	2,4	2,7	2,6	2,7	2,8
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,9	4,7	6,2	6,2	7,5	9,5	8,8	6,3	5,6	5,9	6,8	8,1	8,2	7,4
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	6,4	9,1	8,8	8,2	8,3	10,9	9,4	7,7	7,2	7,4	8,8	10,1	10,6	9,6
Zobowiązania	% r/r	7,7	9,3	9,1	8,6	8,7	12,2	9,9	8,1	7,7	7,7	8,8	9,6	10,1	9,3
Należności	% r/r	6,3	9,5	9,2	9,2	10,1	11,4	12,0	11,7	9,9	13,9	13,2	14,8	15,7	13,0
USD/PLN	PLN	2,85	2,90	3,02	2,91	2,88	2,87	2,75	2,75	2,76	2,80	2,87	3,15	3,18	3,12
EUR/PLN	PLN	3,95	3,95	4,00	3,89	3,93	4,01	3,97	3,94	3,97	3,99	4,12	4,33	4,35	4,37
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	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	4,50
Stopa lombardowa <sup>b</sup>	%	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	6,00
WIBOR 3M	%	3,83	3,86	3,92	4,01	4,11	4,18	4,27	4,40	4,61	4,70	4,72	4,75	4,80	4,93
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,04	4,10	4,04	4,15	4,41	4,54	4,61	4,61	4,63	4,61	4,53	4,48	4,48	4,55
Rentowność obligacji 2L	%	4,72	4,79	4,70	4,96	5,04	5,04	5,01	5,02	4,87	4,72	4,47	4,43	4,54	4,60
Rentowność obligacji 5L	%	5,09	5,36	5,45	5,72	5,82	5,82	5,76	5,64	5,42	5,30	5,14	5,08	5,09	5,05
Rentowność obligacji 10L	%	5,36	5,82	5,99	6,26	6,27	6,28	6,14	6,06	5,90	5,81	5,71	5,80	5,76	5,75

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK; <sup>a</sup> nominalnie; <sup>b</sup> 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	1 526,8	1 608,6	349,0	368,9	378,7	430,2	369,0	385,9	399,4	454,3
PKB	% r/r	1,6	3,9	4,1	2,7	4,4	4,3	4,2	3,5	2,6	2,4	2,7	3,1
Popyt krajowy	% r/r	-1,1	4,4	3,6	1,8	4,5	4,3	3,5	2,5	2,5	0,8	1,8	2,2
Spożycie indywidualne	% r/r	2,1	3,2	3,5	2,7	3,9	3,5	3,5	3,0	2,8	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	5,6	2,0	9,1	5,8	6,2	2,6	1,6	0,4	1,3	4,7
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	5,1	3,8	16,5	8,7	18,7	18,8	15,2	15,3	13,3	3,9	6,7	11,8
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	3,5	6,1	10,5	5,6	9,4	14,5	10,3	8,1	9,4	5,8	5,0	2,8
Stopa bezrobocia <sup>b</sup>	%	12,1	12,4	12,2	12,3	13,3	11,9	11,8	12,2	13,4	12,4	11,7	12,3
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw <sup>a</sup>	% r/r	4,4	3,6	4,8	3,5	4,1	5,0	6,1	4,4	3,4	3,2	3,2	4,1
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-1,2	0,9	3,3	0,9	4,1	3,5	3,2	2,4	0,9	0,8	0,9	1,1
Eksport (w euro)	% r/r	-15,8	22,8	11,7	5,5	17,0	12,0	11,8	6,6	5,0	4,0	5,0	8,0
Import (w euro)	% r/r	-24,4	24,9	12,1	4,7	17,7	16,0	10,4	5,3	6,0	2,0	4,0	7,0
Bilans handlowy	mln EUR	-5 427	-8 893	-10 442	-9 854	-1894,0	-3148,0	-2 299	-3 100	-2 346	-2 506	-2 035	-2 968
Rachunek bieżący	mln EUR	-12 152	-16 493	-17 979	-12 071	-3135,0	-3427,0	-5 447	-5 970	-3 525	-2 458	-2 532	-3 556
Rachunek bieżący	% PKB	-3,9	-4,7	-4,8	-3,1	-4,8	-4,9	-4,9	-4,8	-5,0	-4,7	-3,9	-3,1
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	4,1	4,3	3,3	2,7	3,1	2,8
Inflacja (CPI) <sup>b</sup>	% r/r	3,5	3,1	4,1	2,7	4,3	4,2	3,9	4,1	2,8	3,0	3,3	2,7
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,7	1,6	2,4	2,8	1,7	2,3	2,6	2,8	3,0	2,7	2,7	2,8
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,3	2,1	7,2	3,0	7,7	6,9	6,9	7,2	4,7	3,1	2,3	1,8
Podaż pieniądza (M3) <sup>b</sup>	% r/r	8,1	8,8	8,1	6,3	10,9	7,2	10,1	8,1	-	-	-	6,3
Zobowiązania <sup>b</sup>	% r/r	9,8	9,1	7,9	6,3	12,2	7,7	9,6	7,9	-	-	-	6,3
Należności <sup>b</sup>	% r/r	8,6	9,2	11,7	5,0	11,4	9,9	14,8	11,7	-	-	-	5,0
USD/PLN	PLN	3,11	3,02	2,92	3,14	2,88	2,75	2,94	3,12	3,15	3,16	3,15	3,12
EUR/PLN	PLN	4,33	3,99	4,10	4,17	3,94	3,96	4,15	4,33	4,30	4,21	4,12	4,05
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	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 <sup>b</sup>	%	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	4,53	4,42	4,10	4,43	4,72	4,89	4,75	4,37	4,27	4,27
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,54	3,96	4,51	4,11	4,37	4,62	4,54	4,53	4,49	4,10	3,95	3,92
Rentowność obligacji 2L	%	5,17	4,72	4,77	4,40	5,01	4,97	4,54	4,55	4,44	4,37	4,35	4,45
Rentowność obligacji 5L	%	5,65	5,31	5,41	5,06	5,79	5,60	5,17	5,06	5,01	4,98	5,06	5,20
Rentowność obligacji 10L	%	6,11	5,74	5,96	5,66	6,27	6,03	5,77	5,75	5,71	5,60	5,62	5,72

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK; <sup>a</sup> nominalnie; <sup>b</sup> wartość na koniec okresu;

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 9.11.2011 r. zostało przygotowane przez:

## ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY

ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, fax 022 586 83 40

Email: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto: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](mailto:maciej.reluga@bzwbk.pl)

<b>Piotr Bielski</b>	022 586 83 33
<b>Agnieszka Decewicz</b>	022 586 83 41
<b>Marcin Luziński</b>	022 586 83 62
<b>Marcin Sulewski</b>	022 586 83 42

## 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.