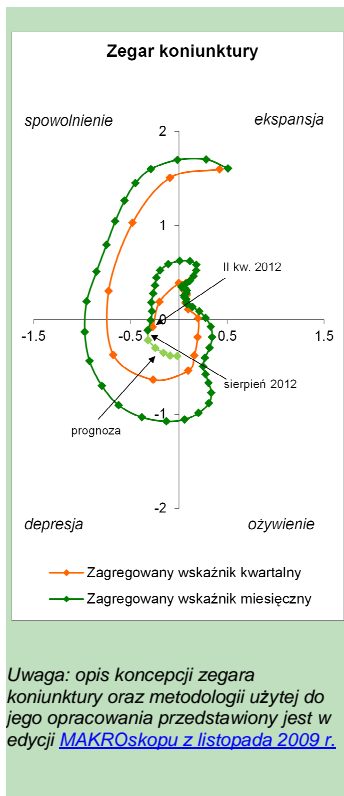


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Październik 2012



W tym miesiącu:

Temat miesiąca	2
Elastyczne założenia trudne do wdrożenia?	
Gospodarka Polski	6
Pod lupą: polityka pieniężna	8
Pod lupą: polityka fiskalna	10
Rynek nieruchomości	10
Rynek walutowy	11
Rynek stopy procentowej	12
Monitor rynku	13
Kalendarz makroekonomiczny	14
Dane i prognozy ekonomiczne	15

Maciej Reluga

Główny Ekonomista
22 586 8363

Piotr Bielski
22 586 8333

Agnieszka Decewicz
22 586 8341

Marcin Luzziński
22 586 8362

Marcin Sulewski
22 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

Co się odwlecze...

- **Ospałość Rady Polityki Pieniężnej, o której pisaliśmy w ubiegłym miesiącu, jest kontynuowana. Rada utrzymała stopy procentowe bez zmian w październiku, ale co się odwlecze to nie uciecze** – RPP zasignalizowała, że jeśli nowe dane i nowa projekcja NBP potwierdzą spowolnienie gospodarcze i brak ryzyka inflacyjnego, do obniżki stóp może dojść już w listopadzie. Oczekujemy, że tak właśnie się stanie, w czym pomogą zarówno słabe dane makro, jak i wyniki nowych projekcji. Podtrzymujemy prognozę, że do końca I kw. 2013 główna stopa NBP spadnie do 4,0%.
- **Założenia polityki pieniężnej na 2013 r. nie odbiegają zasadniczo od tych z poprzednich lat.** Naszym zdaniem są one dobrze sformułowane i umożliwiają prowadzenie elastycznej polityki pieniężnej. Odnosimy jednak wrażenie, że członkowie RPP zapominają czasami o wyznaczonej przez siebie strategii, na co zwracamy uwagę w *Temacie miesiąca*. Prezentujemy oszacowany za pomocą modelu krzywej Philipsa poziom optymalnej stopy inflacji dla Polski, która wynosi ok. 4% i argumentujemy jednocześnie dlaczego cel inflacyjny powinien pozostać na poziomie 2,5%.
- **Stopa inflacji nadal utrzymuje się powyżej celu inflacyjnego NBP, ale podtrzymujemy opinię, że ryzyko jej utrwalenia na podwyższonym poziomie jest niewielkie.** Wprawdzie we wrześniu CPI wzrosło ponownie pod wpływem efektów bazowych, ale będzie to zapewne jej ostatni „wyskok”, po którym trend spadkowy inflacji powinien się wyraźnie zaznaczyć. Inflacja bazowa wyraźnie się obniża. Mocne osłabienie aktywności gospodarczej i słaba sytuacja na rynku pracy nie grożą wystąpieniem efektów drugiej rundy i wydaje się bardzo prawdopodobne, że CPI zbliży się do celu inflacyjnego już w I kwartale przyszłego roku.
- **Mimo kilku pozytywnych niespodzianek ze strony publikowanych ostatnio za granicą wskaźników, perspektywy wzrostu światowej gospodarki nadal są dalekie od optymistycznych.** MFW w swoim najnowszym raporcie obniżył prognozy wzrostu gospodarczego dla świata, największej korekty dokonując w prognozach dla gospodarek rozwiniętych. Strefa euro najprawdopodobniej zakończyła III kwartał br. wyraźnym spadkiem PKB, a sytuacja w jej najsilniejszych gospodarkach niebezpiecznie zaczyna zbiegać w stronę krajów peryferyjnych. Słabe perspektywy gospodarki amerykańskiej skłoniły Fed do rozpoczęcia trzeciej rundy ilościowego łagodzenia polityki. Kontynuowane jest spowolnienie w krajach azjatyckich. Większość prognoz nadal zakłada, że w 2013 r. nastąpi lekkie odreagowanie światowego wzrostu gospodarczego, ale skala i tempo przewidywanej poprawy wyraźnie słabnie.
- **Spowolnienie gospodarcze nasila się również w kraju.** Dane za wrzesień, które zostaną opublikowane w najbliższych tygodniach, dopełnią obraz sytuacji w III kwartale, najprawdopodobniej potwierdzając, że wzrost PKB spowolnił poniżej 2% r/r, a w kolejnych kwartałach może wyhamować jeszcze bardziej. Wciąż przewidujemy, że punktem zwrotnym cyklu koniunkturalnego będzie przełom tego i przyszłego roku i po obniżeniu wzrostu gospodarczego do ok. 1% aktywność ekonomiczna powinna zacząć się poprawiać. Będzie to jednak – podobnie jak na świecie – proces dość powolny.

Na rynku finansowym 9 października 2012 r.:

Stopa depozytowa NBP	3,25	WIBOR 3M	4,91	EURPLN	4,0721
Stopa referencyjna NBP	4,75	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	4,02	USDPLN	3,1501
Stopa lombardowa NBP	6,25	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	4,20	CHFPLN	3,3616

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 9.10.2012 r.

Temat miesiąca

Elastyczne założenia trudne do wdrożenia?

We wrześniu RPP opublikowała *Założenia polityki pieniężnej na rok 2013*. Nie zmieniły się one wprawdzie znacząco w porównaniu do zeszłego roku, ale chcielibyśmy zwrócić uwagę na kilka kluczowych elementów tego dokumentu oraz odnieść się do implementacji założeń polityki pieniężnej przez Radę Polityki Pieniężnej. Ponadto, niedawno pojawiły się głosy z RPP sugerujące konieczność zmian celu inflacyjnego, a więc kluczowego elementu założeń polityki pieniężnej. Wiemy już, że ten temat nie został podjęty podczas posiedzeń decyzyjnych Rady a cel pozostał niezmienny. Jednakże zagadnienie zmiany celu inflacyjnego zostało zasygnalizowane i stało się ciekawym tematem dyskusji. Dlatego też w poniższym tekście odnosimy się także do tego problemu. Naszym zdaniem Rada dysponuje dobrze sformułowanymi założeniami polityki pieniężnej, które umożliwiają jej elastyczne reagowanie na uwarunkowania gospodarcze. Uważamy jednak, że członkowie Rady czasami zapominają o wyznaczonej przez siebie strategii i starają się raczej podążać za własnymi przekonaniem. Sądzimy także, że obecna wysokość celu inflacyjnego jest adekwatna, biorąc pod uwagę niski stopień zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych polskich konsumentów.

Strategia niezmiennona

Strategia polityki pieniężnej pozostała niezmiennona. Od 2004 r. Rada niezmiennie stosuje ciągły cel inflacyjny na poziomie 2,5% (roczna zmiana wskaźnika CPI) z symetrycznym przedziałem odchyień o szerokości ± 1 punkt procentowy. W 2013 r., podobnie jak w 2012 r. podstawowym celem polityki pieniężnej będzie ustabilizowanie inflacji na poziomie celu w średnim okresie.

Mimo że podstawowym miernikiem inflacji jest miesięczny wskaźnik CPI, to *Założenia* zwracają uwagę na konieczność posługiwania się także innymi miarami, np. kwartalnymi i rocznymi wskaźnikami inflacji, inflacją HICP oraz miarami inflacji bazowej, które ułatwiają odróżnianie przejściowych zmian presji inflacyjnej od zmian trwałych i szoków podaży od szoków popytowych. W dokumencie zwrócono także szczególną uwagę na fakt, że wyróżnienie różnych typów wstrząsów jest istotne w kontekście polityki gospodarczej, ponieważ przy szokach popytowych produkcja i ceny poruszają się w tym samym kierunku, a przy szokach podaży w przeciwnych. Różne typy szoków wymagają zatem różnej reakcji.

W tym roku Rada po raz pierwszy zwróciła uwagę także na to, że szoki podaży związane ze zjawiskami kryzysowymi na świecie (wahania kursów walutowych, zmiany cen surowców, podwyżki podatków pośrednich) wprawdzie przekładają się na wyższą inflację w krótkim okresie, ale

jednocześnie ograniczają ryzyko utrwalenia się inflacji na podwyższonym poziomie w średnim okresie. Dodatkowo, jeśli pojawią się czynniki podwyższające inflację towarzyszy pogorszenie średniookresowych perspektyw wzrostu, to ryzyko nasilenia się presji płacowej i efektów drugiej rundy jest ograniczone.

Rada podkreśla też, że ze względu na opóźnienia reakcji produkcji i inflacji na prowadzoną politykę pieniężną, wpływa ona w niewielkim stopniu na poziom bieżącej inflacji a czas i siła jej przełożenia na procesy gospodarcze są niepewne. Dlatego założenia wskazują na konieczność uwzględniania możliwie szerokiego zbioru informacji istotnych dla procesów inflacyjnych.

W dokumencie zwrócono także szczególną uwagę na oczekiwania inflacyjne i ich rolę w trwałości wpływu szoków na inflację. Zdaniem RPP oczekiwania inflacyjne w Polsce nie są wystarczająco dobrze zakotwiczone, co może być uzasadnieniem dla reakcji polityki pieniężnej nawet gdy szoki są tymczasowe.

Znacząco zmieniono opinię na temat uczestnictwa Polski w ERM II i unii walutowej. Wcześniej Rada optowała za jak najszybszym przystąpieniem do tych mechanizmów, obecnie sugeruje, że przystąpienie powinno być rozważane dopiero wówczas, gdy przewyższony zostanie kryzys finansowy w krajach strefy euro.

Rada przypomina, że w ocenie stopnia restrykcyjności polityki pieniężnej znaczącą rolę odgrywają także realny poziom stóp procentowych oraz realny poziom kursu walutowego.

Podobnie jak w poprzednich latach Rada nie wykluczyła możliwości interwencji na rynku walutowym, gdyby okazało się to niezbędne do zapewnienia stabilności makroekonomicznej i finansowej kraju.

Dokument podkreśla także rolę polityki makroostrożnościowej w ograniczaniu ryzyka narastania nierównowag w gospodarce i konieczności istnienia instytucji za nią odpowiedzialnych oraz zapewnienia bankowi centralnemu wiodącej roli w prowadzeniu tej polityki.

Implementacja założeń

Założenia dość obszernie i trafnie opisują uwarunkowania i ograniczenia dla prowadzenia polityki pieniężnej. Naszym zdaniem ramy ustalone przez *Założenia* umożliwiają prowadzenie elastycznej polityki pieniężnej oraz skuteczne zmniejszanie wahań inflacji i produkcji. Odnosimy jednak wrażenie, że Rada czasami zachowuje się inaczej niż wynikałoby to z ustalonych przez nią zapisów.

Od początku bieżącego roku do dziś inflacja CPI była podwyższona i oscyluje w okolicach 4%. W znacznej mierze jest to spowodowane szokami podaży powiązanych z kryzysem. Jednocześnie wskaźniki inflacji bazowej znacząco spadły w styczniu 2012 r. i ten trend jest kontynuowany (w

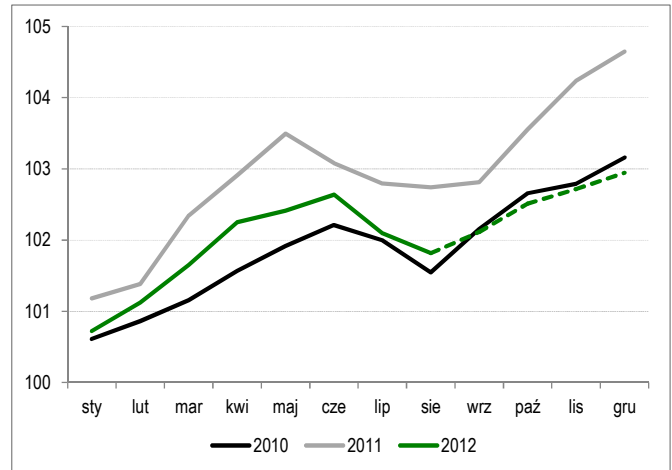
sierpniu inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła 2,1% r/r). Z kolei dane z rynku pracy pogarszają się stopniowo od sierpnia 2011 r. Sugeruje to niską presję popytową i płacową na wzrost cen, co oznacza, że nawet przy wysokich oczekiwaniach inflacyjnych nie ma ryzyka wystąpienia efektów drugiej rundy. Słabe wyniki są też notowane już od kilku miesięcy przez produkcję przemysłową i budowlano-montażową. Strefa euro jest w recesji, co negatywnie przekłada się na krajową gospodarkę. Prognozy wzrostu gospodarczego są w zasadzie regularnie rewidowane w dół. Jednym słowem, wszystkie znaki na niebie i ziemi sugerują (i to już od pewnego czasu), że gospodarka spowalnia, co sprzyja spadkowi inflacji do celu w średnim okresie. Wielu analityków rynkowych prognozowało to już jesienią 2011 r., kiedy nawet pojawiły się sugestie, że Rada powinna obniżyć stopy. Co ciekawe, także oficjalne projekcje NBP pokazywały znaczące spowolnienie wzrostu gospodarczego i inflacji w 2013 r.

Mimo że wymienione powyżej okoliczności zostały opisane i zdiagnozowane w *Założeniach*, to można odnieść wrażenie, że Rada nie przywiązała do nich zbyt dużej wagi i w okresie styczeń-sierpień 2012 r. wciąż utrzymywała restrykcyjny ton komunikatu (oraz podniosła stopy o 25 punktów bazowych w maju), argumentując to tym, że perspektywy powrotu inflacji do celu wciąż nie są pewne. Jak już wskazaliśmy w poprzednim akapicie, naszym zdaniem trudno zgodzić się z takim uzasadnieniem. Odnosimy wrażenie, że decydującym argumentem dla utrzymania restrykcyjnego tonu komunikatu była podwyższona bieżąca stopa inflacji CPI. Na przykład w lipcu jeden z członków Rady powiedział: „Nie możemy zacząć łagodzenia polityki tylko dlatego, że mamy na papierze niższą prognozę inflacji. Spowolnienie wzrostu cen musi mieć miejsce.” Ta wypowiedź pokazuje, że niektórzy członkowie Rady kierują się bieżącym wskaźnikiem inflacji (który de facto jest wskaźnikiem sprzed dwóch miesięcy), a nie jej oczekiwanymi zmianami w średnim okresie, nie mówiąc już o braniu pod uwagę „możliwie szerokiego zbioru informacji istotnych dla procesów inflacyjnych”. Zresztą nawet bieżący wskaźnik CPI pokazuje, że presja inflacyjna w 2012 r. jest znacznie słabsza niż w 2011 r. (por. wykres 1). Wprawdzie wskaźnik r/r jest wciąż w okolicach 4%, ale jest to spowodowane w znacznej mierze efektami statystycznymi. Oznacza to, że Rada działała procyklicznie i zamiast osłabiać wahania cyklu koniunkturalnego, prawdopodobnie je wzmocniła.

Członkowie Rady uzasadniali majową podwyżkę potrzebą podwyższenia realnych stóp procentowych do dodatniego poziomu. W zasadzie nie wiemy, o jakie stopy chodzi, ale naszym zdaniem realne stopy procentowe w Polsce były ostatnio ujemne w 2011 r. i to tylko przejściowo, zatem podwyżka w maju 2012 r. wiele w tej materii nie mogła zdziałać. *Założenia* wskazują również, że podwyżka stóp

miała przeciwdziałać utrwaleniu się oczekiwań inflacyjnych na relatywnie wysokim poziomie. Nie sądzimy jednak, aby okres spowolnienia gospodarczego, kiedy ryzyko wystąpienia efektów drugiej rundy jest minimalne, był odpowiedni do kotwiczenia oczekiwań inflacyjnych.

Wykres 1. Poziom cen konsumpcyjnych (grudzień poprzedniego roku=100)



Nastawienie części członków Rady zmieniło się dopiero gdy dane o PKB potwierdziły, że wzrost znacząco spowolnił w drugim kwartale, a popyt krajowy zanotował ujemny wzrost rok do roku. Jednak nawet te słabe dane nie przekonały niektórych członków Rady do łagodzenia polityki pieniężnej, gdyż uważają oni, że ryzyko utrwalenia się inflacji na podwyższonym poziomie jest wciąż istotne, mimo że zupełnie co innego sugeruje projekcja NBP oraz większość prognoz rynkowych.

Jaki cel inflacyjny?

Członkini RPP, Elżbieta Chojna-Duch, sugerowała pod koniec sierpnia, że cel inflacyjny należałoby zmienić – podnieść lub zamienić na cel przedziałowy (obecny jest punktowy). Naszym zdaniem, obecnie taka zmiana nie sprzyjałaby wiarygodności polityki pieniężnej (inflacja jest ponad celem, to go podnieśmy). Pod tym względem zgadzamy się z dyrektorem Instytutu Ekonomicznego NBP Andrzejem Sławińskim, który powiedział, że nie ma powodów podwyższać celu, gdyż umożliwia on RPP elastyczne reagowanie na zmieniające się uwarunkowania gospodarcze. Niemniej, naszym zdaniem warto zastanowić się nad tym problemem, gdyż wybór wartości celu inflacyjnego nie jest błahym zagadnieniem. Inflacja nie powinna być zbyt wysoka, gdyż staje się wówczas kosztowna dla gospodarki. Po pierwsze, skutkuje ona wzrostem kosztów transakcyjnych – ludzie „uciekają od pieniądza”, wymieniają go na inne waluty lub towary (tak zwane koszty zdzieranych zelówek), bo boją się spadku jego wartości. Ponadto częste wzrosty cen zmuszają do regularnych zmian ofert, katalogów (tak zwane koszty zmienianych jadłospisów). Po drugie, inflacja powoduje redystrybucję dochodów, w jej wyniku spada realne oprocentowanie kredytów, co jest korzystne dla kredytobiorców ale nie dla kredytodawców. Po trzecie, inflacja

zwiększa ryzyko gospodarowania, gdyż powoduje niepewność co do przyszłych zmian cen i zmniejsza efektywność.

Z drugiej strony, inflacja nie może być także zbyt niska. Po pierwsze, zbyt niski cel może zwiększyć ryzyko deflacji, która jest uważana za zjawisko bardziej niebezpieczne niż inflacja. Po drugie, przy niskiej inflacji także nominalne stopy procentowe będą niskie, co znacznie ogranicza pole działania banków centralnych i zwiększa ryzyko wpadnięcia w pułapkę płynności. Na to zagadnienie zwrócił uwagę m. in. Olivier Blanchard, główny ekonomista MFW, który zasugerował, że cele inflacyjne banków centralnych powinny być wyższe. Należy jednak podkreślić, że w przypadku Polski i jej obecnych uwarunkowań gospodarczych, ryzyko wpadnięcia w pułapkę płynności jest czysto teoretyczne. Także badania ryzyka deflacyjnego pokazują, że dla Polski jest ono niskie¹.

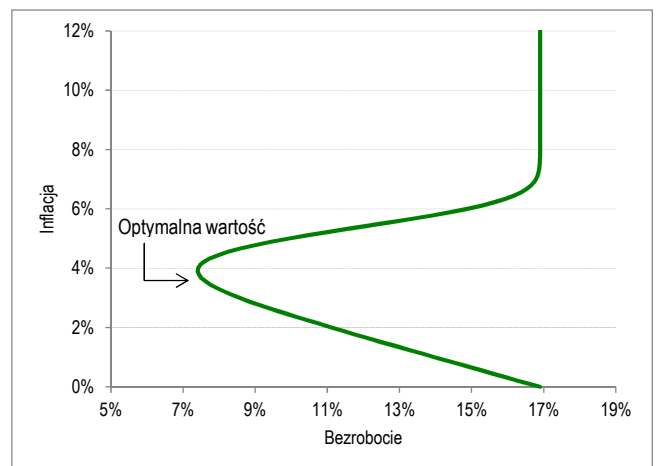
Z punktu widzenia polskiej gospodarki najistotniejszy jest trzeci aspekt zbyt niskiej inflacji, czyli nominalna sztywność płac w dół. Spadek nominalnych płac jest często trudno akceptowalny dla pracowników. Dlatego przedsiębiorstwa w bardzo ograniczony sposób mogą reagować na negatywne szoki popytowe obniżeniem kosztów płacowych. Dostosowanie na rynku pracy musi zatem odbywać się poprzez zmiany płac realnych, tj. poprzez zmiany ogólnego poziomu cen w gospodarce. To zjawisko znane jest jako efekt smarowania (*grease effect*) – inflacja zwiększa elastyczność płac i rynku pracy. Znaczenie tego efektu jest tym większe, im bardziej sztywne są płace (często zawierają one składniki zależne od koniunktury, np. premie, które redukują sztywności). Z drugiej strony, inflacja może negatywnie wpływać na zmiany relatywnych cen i zaburzać efektywną alokację rynku. To zjawisko jest z kolei nazywane efektem piasku (*sand effect*). Optymalny poziom inflacji maksymalizuje korzyści z efektu smarowania i minimalizuje koszty efektu piasku.

Zagadnienie związków między inflacją a rynkiem pracy (stopą bezrobocia) budzi zainteresowanie ekonomistów od wielu lat, a jego najbardziej znaną emanacją jest krzywa Phillipsa. Zgodnie z teorią ekonomiczną, w krótkim okresie można zmniejszyć bezrobocie kosztem wyższej inflacji (opadająca krzywa), ale w długim okresie bezrobocie wróci do swojego naturalnego poziomu (krzywa pionowa). Nowsze modele krzywej Phillipsa opierają się na założeniu, że przy niskiej inflacji podmioty gospodarcze nie uwzględniają jej w swoich decyzjach gospodarczych i stopniowo zaczynają interesować się inflacją wraz z jej wzrostem. Dzięki temu krzywa Phillipsa ma kształt opadający dla bardzo niskiej inflacji (efekt smarowania

przeważa), rosnący dla umiarkowanej (efekt piasku przeważa) i pionowy dla wysokiej. Taki kształt krzywej umożliwia odnalezienie optymalnej stopy inflacji, dla której zatrudnienie jest najwyższe.

Oszacowaliśmy model krzywej Phillipsa oparty na sformułowanych powyżej założeniach dla danych z polskiej gospodarki (szczegóły w aneksie technicznym). Z naszych obliczeń wynika, że optymalną stopą inflacji z punktu widzenia rynku pracy jest poziom zbliżony do ok. 4% (por. wykres 2.) a stopa bezrobocia odpowiadająca takiemu wzrostowi cen to ok. 7,4% (BAEL) lub ok. 10,2% (bezrobocie rejestrowane). Wzrost inflacji powyżej 4% spowoduje wzrost bezrobocia wskutek nasilenia efektu piasku, spadek poniżej 4% również spowoduje wzrost bezrobocia, ale tym razem wskutek osłabienia efektu smarowania.

Wykres 2. Długookresowa krzywa Phillipsa



Czy w związku z tymi wynikami bylibyśmy skłonni rekomendować podniesienie celu inflacyjnego do 4%? Pomijając fakt, że estymacja modelu ekonometrycznego jest zawsze obciążona pewną niepewnością, to z naszej analizy wynika, że przekroczenie wartości 4% i wzrost inflacji do 5-6% skutkowałby już mocnym wzrostem bezrobocia. W sytuacji, gdy oczekiwania inflacyjne nie są zbyt dobrze zakotwiczone, ryzyko przekroczenia celu może być wysokie. Dlatego rozsądny wydaje się wybór celu poniżej oszacowanej wartości. A tak właśnie jest w Polsce. Z badań NBP² wynika, że cel inflacyjny jest dobrze zakotwiczone w oczekiwaniach sektora finansowego i przedsiębiorstw ale bardzo słabo w oczekiwaniach konsumentów. Sektor finansowy w swoich oczekiwaniach w ok. 70-75% kieruje się celem, a w ok. 25-30% bieżącą stopą inflacji. Dla przedsiębiorstw stopień uwzględnienia celu wynosi ok. 55-65% a dla konsumentów jedynie ok. 10-15%. Naszym zdaniem niski stopień zakotwiczenia oczekiwań inflacyjnych jest istotnym argumentem za pozostawieniem celu inflacyjnego bez zmian.

¹ Błaszczak P., Stabilność cen – sposoby definicji oraz wyzwania dla polityki pieniężnej, Materiały i Studia zeszyt nr 249, Warszawa 2010

² Łyziak T., Oczekiwania inflacyjne w Polsce, Materiały i Studia zeszyt nr 271, Warszawa 2012

Aneks techniczny

Nasz model służący obliczeniu optymalnej stopy inflacji dla Polski stworzyliśmy na podstawie propozycji Akerlofa, Dickensa i Perry'ego dla gospodarki USA³. Ci trzej badacze wyszli z założenia, że podmioty gospodarcze mogą ignorować zmiany cen, gdy są one na tyle małe, by powodowane przez nią koszty mogły zostać bezkarnie pominięte (tj. bez narażania firmy na znaczące straty). Jednakże, wraz ze wzrostem zmienności cen (inflacji) coraz większa część podmiotów będzie korygowała ceny swoich produktów o spodziewaną stopę inflacji. To założenie jest wprawdzie sprzeczne z tradycyjną teorią racjonalnych oczekiwań, ale znajduje wytłumaczenie w nowszych teoriach, na przykład teorii racjonalnej nieuwagi. Teoria ta zakłada, że pomijanie pewnych informacji przy rozwiązywaniu problemu optymalizacyjnego jest racjonalne, gdyż ich gromadzenie i przetwarzanie jest kosztowne. Taki model pozwala na wyjaśnienie zjawisk zaobserwowanych w badaniach empirycznych: wymiennosci między stopą inflacji i bezrobocia oraz wzrostu znaczenia oczekiwań inflacyjnych w okresach, gdy inflacja jest wysoka.

Model oszacowany przez nas ma postać:

$$cpi_t = A + \Phi(B + C * cpi_climate_t^2) * cpi_exp_t + D * u_t + E * x_t + \varepsilon_t,$$

Gdzie *cpi* to stopa inflacji CPI, *cpi_climate* to klimat inflacyjny, obliczony jako średnia ważona klimatu inflacyjnego w poprzednim okresie i stopy inflacji w poprzednim okresie (początkową obserwacją klimatu inflacyjnego jest stopa inflacji w pierwszym okresie), *cpi_exp* to oczekiwana przez przedsiębiorstwa zmiana cen ich produktów, *u* to stopa bezrobocia wg BAEL a *x* to zmienne zerojedynkowe. Parametry strukturalne modelu są oznaczone przez litery A-E a składnik losowy przez ε . Litera Φ oznacza dystrybuantę standardowego rozkładu normalnego. Dzięki takiej konstrukcji parametr przy oczekiwaniach inflacyjnych zwiększa swoją wartość od 0 do 1 wraz ze wzrostem klimatu inflacyjnego. Oznacza to, że im inflacja była wyższa w przeszłości, tym większą wagę przedsiębiorstwa przykładają do swoich prognoz przyszłych zmian inflacji. Zmienna klimatu inflacyjnego jest podniesiona do kwadratu, aby deflacja również powodowała wzrost znaczenia oczekiwań.

Wyniki oszacowania modelu są przedstawione w tabeli poniżej

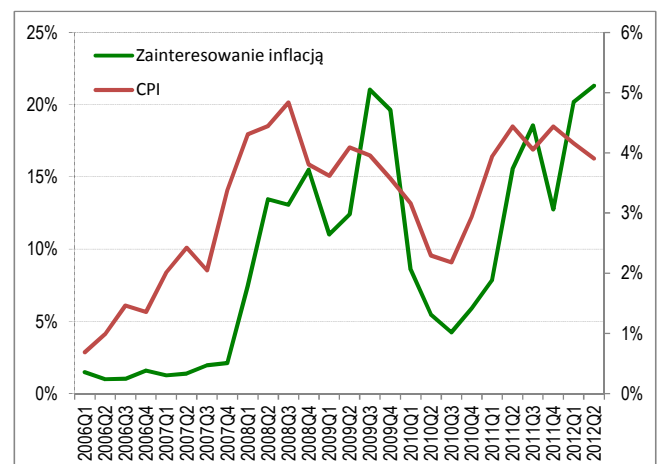
Parametr	Wartość	P-value
A	0.057425	0.0000
B	-2.511776	0.0027
C	1031.126	0.0193
D	-0.339865	0.0000
R-kwadrat: 0.909250		
DW: 2.237913		
Próba: 2006Q1-2012Q2 (26 obserwacji)		

Model był szacowany także dla innych kombinacji miar inflacji (deflator konsumpcji prywatnej, annualizowana odsezonowana stopa CPI), bezrobocia (bezrobocie rejestrowane) i oczekiwań inflacyjnych a wyniki były dość odporne na zmiany specyfikacji. Przy rozszerzeniu zakresu próby pojawiały się problemy z istotnością oszacowania parametru przy stopie bezrobocia, ale pozostałe oszacowania nie traciły swoich właściwości.

Tabela poniżej przedstawia stopień zainteresowania inflacją (tzn. udział podmiotów, które uwzględniają inflację w swoich decyzjach) w zależności od stopy inflacji (klimatu inflacyjnego). Wynika z niej, że inflacja powyżej 5% staje się istotnym czynnikiem przy podejmowaniu decyzji gospodarczych.

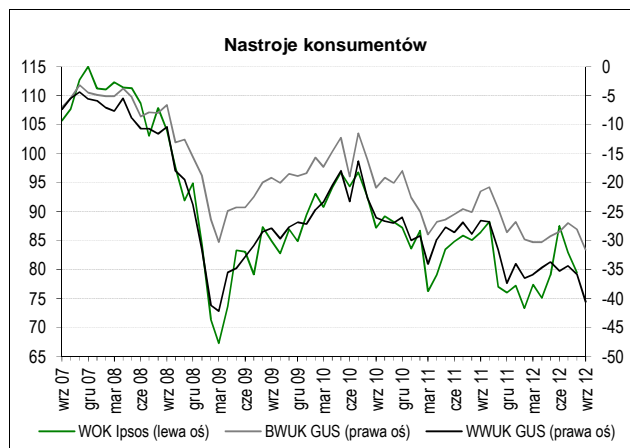
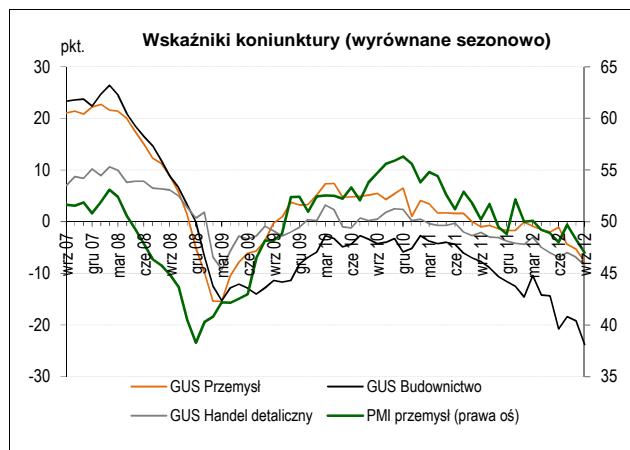
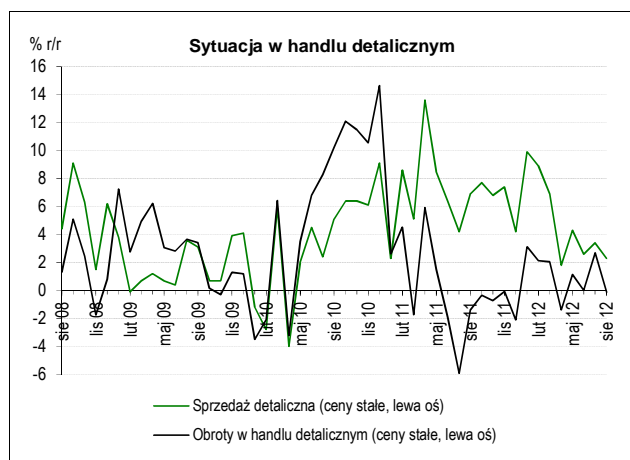
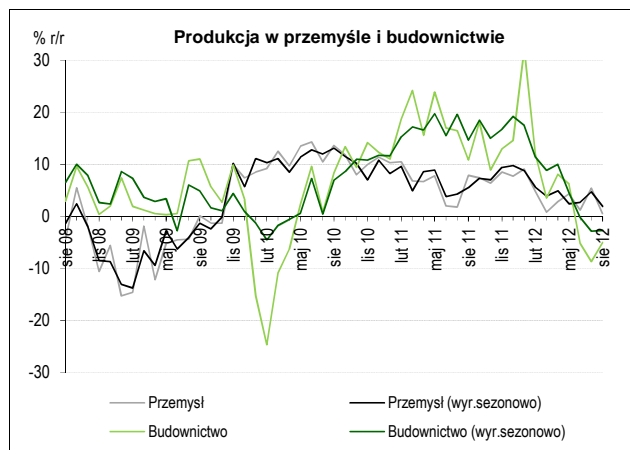
Stopa inflacji	Zainteresowanie inflacją
2.9%	5%
4.0%	20%
4.9%	50%
5.7%	80%
6.3%	95%

Wykres poniżej pokazuje stopień zainteresowania inflacją w poszczególnych okresach na tle stopy inflacji.



³ Akerlof G.A., Dickens W.T., Perry G. L., Near-Rational Wage and Price Setting and the Long-Run Phillips Curve, Brookings Papers on Economic Activity, 1: 2000.

Gospodarka Polski



Aktywność w przemyśle, budownictwie i handlu słaźnie

▪ Sierpniowe dane z polskiego przemysłu potwierdziły, że lipcowe odbicie produkcji było tylko przejściowym zaburzeniem w trendzie spadkowym. Wzrost produkcji przemysłowej wyhamował w sierpniu do 0,5% r/r, a w budownictwie utrzymał się głęboki spadek (-5% r/r). Tym razem, w odróżnieniu od poprzednich miesięcy, wynik nie był zaburzony różnicą w liczbie dni roboczych w porównaniu z poprzednim rokiem.

▪ W kolejnych miesiącach należy się spodziewać kontynuacji negatywnych tendencji. Dane nt. produkcji za wrzesień będą wyglądać szczególnie niekorzystnie, ponieważ poza ogólną tendencją hamowania aktywności, będą pod silnym wpływem mniejszej liczby dni roboczych niż przed rokiem (tym razem różnica będzie wynosić aż dwa dni!). Nasza prognoza produkcji za wrzesień (zarówno przemysłowej jak i budowlanej) jest na znacznie niższym poziomie niż oczekiwania rynkowe.

▪ Wzrost sprzedaży detalicznej spowolnił w sierpniu do 5,8% r/r nominalnie i 2,3% r/r realnie. Przyczyniło się do tego m.in. załamanie popytu na samochody (-9,5% m/m, -2% r/r). Jednak w pozostałych kategoriach również widoczna była słaba dynamika popytu konsumpcyjnego – wg naszych szacunków wzrost sprzedaży detalicznej po wyłączeniu pojazdów i paliw wyniósł 3,8% r/r (tyle co w lipcu, ale mniej niż w poprzednich miesiącach). Dane o obrotach w handlu detalicznym (obejmujące również jednostki zatrudniające mniej niż 9 pracowników, ale nieuwzględniające m.in. sprzedaży samochodów) wskazują na stagnację popytu konsumentów – roczna dynamika bliska zera.

▪ Wyraźne pogorszenie nastrojów konsumentów (patrz niżej), spadek realnych dochodów oraz niepewność dotycząca perspektyw zatrudnienia będą ograniczały wzrost popytu konsumpcyjnego w kolejnych miesiącach i kwartałach.

Wskaźniki wyprzedzające zapowiadają dalsze spowolnienie

▪ Badania nt. bieżącej i przewidywanej koniunktury ekonomicznej wskazują na dalsze pogarszanie sytuacji w krajowej gospodarce.

▪ Indeks PMI dla polskiego przemysłu spadł we wrześniu wyraźnie poniżej prognoz, do 47,0 pkt – najniższego poziomu od lipca 2009. Poza kategoriami, które już od dłuższego czasu poruszają się w trendzie spadkowym (subindeksy dla produkcji i zamówień znalazły się we wrześniu na najniższych poziomach od czerwca 2009) zwraca uwagę fakt, że pierwszy raz od marca spadło zatrudnienie. Subindeks dla tej kategorii zanotował najniższy poziom od początku roku i drugi najniższy od 32 miesięcy.

▪ Bardzo niepokojące tendencje pokazują wskaźniki koniunktury GUS, które zanotowały kolejny miesiąc mocnych spadków we wszystkich sektorach. Najmocniejsze pogorszenie nastrojów widoczne jest w budownictwie (indeks po korekcie sezonowej najgorszy w historii). Przypomnijmy, że mocny spadek tego indeksu w czerwcu z wyprzedzeniem zapowiedział załamanie dynamiki produkcji budowlano-montażowej. Wyraźne spadki zanotowały też indeksy w przemyśle i handlu detalicznym (w tym sektorze indeks blisko dołka z 2009 r.).

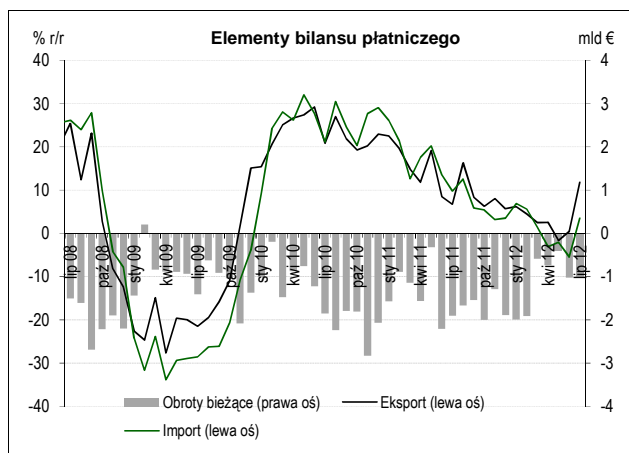
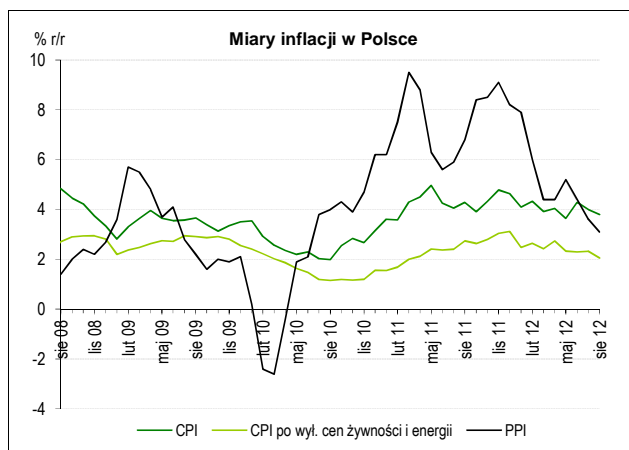
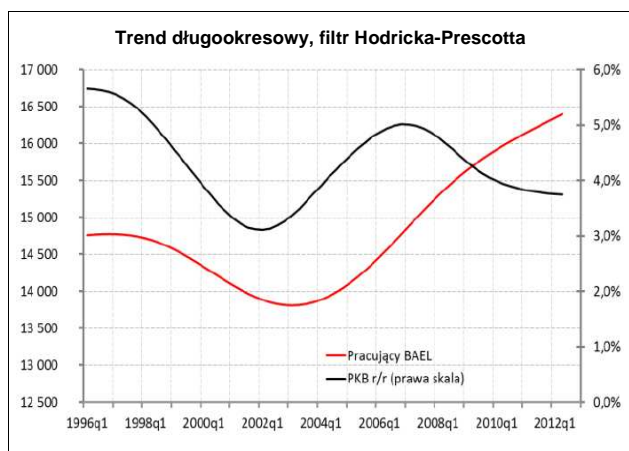
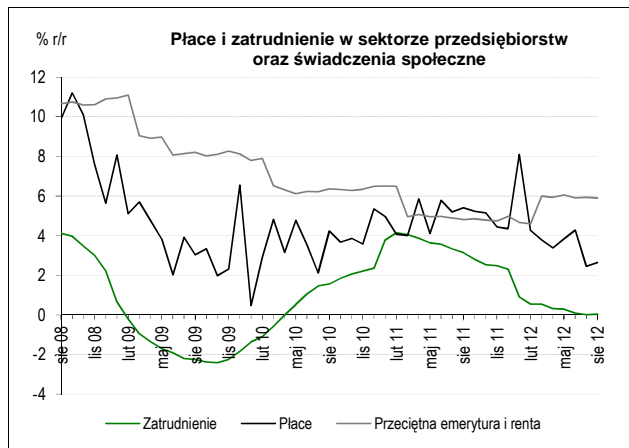
▪ Nastroje konsumentów również pogarszają się w szybkim tempie, zbliżając się do minimów z 2009 r.

▪ Mimo pewnej poprawy PMI w przemyśle strefy euro i Niemiec, ogólny obraz sytuacji, jaki wyłania się z indeksów koniunktury dla strefy euro, wskazuje na wyraźny kwartalny spadek PKB w III kw. Co gorsza, koniunktura w krajach „rdzenia” strefy euro pogarsza się, coraz bardziej upodabniając się do sytuacji na peryferiach Europy.

▪ Wg wiceprezes GUS Haliny Dmochowskiej tempo wzrostu PKB w Polsce spowolni w III kw. tylko nieznacznie w porównaniu z 2,4% r/r zanotowanym w II kw. Nasze prognozy wskazują, że wzrost gospodarczy spowolni w III kw. poniżej 2% r/r, a na przełomie roku może obniżyć się w okolice 1% r/r.

Źródło: GUS, Ipsos, Reuters, BZ WBK

Gospodarka Polski



Rynek pracy nadal w stagnacji

- Wzrost płac w sektorze firm lekko przyspieszył w sierpniu (do 2,7% r/r), jednak dane po odliczeniu wypłat z zysku wskazują na silne hamowanie dynamiki wynagrodzeń w ostatnich miesiącach (z 3,6% r/r w czerwcu do 2,6% r/r w sierpniu).
- Przeciętne zatrudnienie po raz kolejny obniżyło się w skali miesięcznej, a roczna dynamika pozostała na zerowym poziomie. Od początku roku ubyło już ok. 30 tys. etatów wobec wzrostu o ok. 20 tys. w analogicznym okresie 2011 r.
- Stopy bezrobocia rejestrowanego wzrosła w sierpniu do 12,4%, co jest nietypowe jak na ten miesiąc (zazwyczaj występuje sezonowy spadek). Stopa bezrobocia wg BAEL po korekcie sezonowej wzrosła do 10,1% z 10% w poprzednich miesiącach.
- Dane wskazują, że wzrostowa tendencja bezrobocia przy stagnacji popytu na pracę wynika z szybkiego wzrostu aktywności zawodowej, głównie w grupie osób w wieku przedemerytalnym, co z kolei jest efektem malejącej liczby przedwcześniejszych odejść na emeryturę. Zmniejszanie się szans na znalezienie zatrudnienia dotyka w największym stopniu osoby młode i jest czynnikiem zniechęcającym do zwiększania aktywności w najmłodszej grupie wieku.

Mniejszy wzrost PKB potrzebny do wzrostu zatrudnienia

- Wg raportu NBP nt. sytuacji na rynku pracy, od 2007 r. pogłębia się rozbieżność między długookresowym tempem wzrostu PKB, a długookresową dynamiką zatrudnienia w Polsce. W efekcie, dynamika PKB potrzebna do wygenerowania wzrostu zatrudnienia w gospodarce wydaje się obecnie niższa niż w przeszłości. Wg badań to głównie sektor usługowy odpowiada za wzrost zatrudnienia pomimo słabnącej aktywności gospodarczej.
- Z drugiej strony sugeruje to, że odzyskanie wysokiego tempa wzrostu produktywności pracy w przyszłości może być utrudnione.

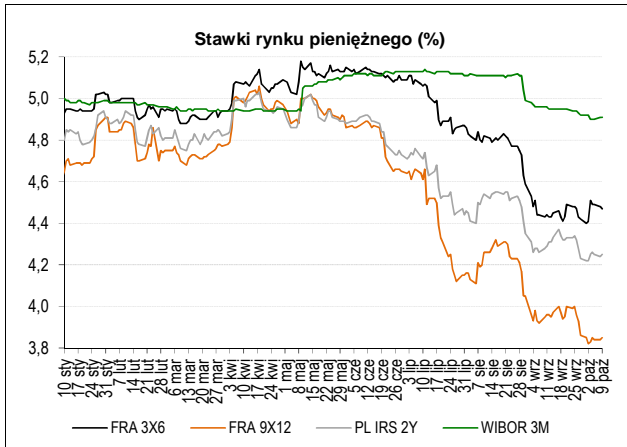
Presja inflacyjna nam nie grozi

- Inflacja CPI spadła w sierpniu do 3,8% r/r, mniej więcej zgodnie z oczekiwaniami, do czego przyczynił się głównie efekt wysokiej bazy (podwyżki cen usług telekomunikacyjnych w sierpniu 2011). We wrześniu oczekujemy ponownego wzrostu inflacji do ok. 4%, a w kolejnych miesiącach powinien rozpocząć się trwalszy trend spadkowy, który sprowadzi CPI do 3% w grudniu i co celu inflacyjnego pod koniec I kwartału 2013.
- W sierpniu spadły wszystkie cztery miary inflacji bazowej. Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła 2,1% r/r (2,3% r/r w poprzednich trzech miesiącach). Dynamika PPI wyhamowała trzeci miesiąc z rzędu, do 3,1% r/r, najniższego poziomu od ponad dwóch lat; od maja wzrost PPI obniżył się już o ponad 2 pkt. proc.
- Ostatnie publikacje potwierdzają, że trudno mówić o zagrożeniu presją inflacyjną.

Przyspieszenie w handlu zagranicznym jedynie przejściowe

- Roczne dynamiki eksportu i importu mocno wzrosły w lipcu (do 12,7% r/r i 4,2% r/r). Wynikało to w dużym stopniu – podobnie jak odbicie w produkcji przemysłowej – z czynników przejściowych (m.in. niska baza). W kolejnych miesiącach oczekujemy powrotu trendu spadkowego w handlu zagranicznym. Wskazówka nt. perspektyw eksportu są m.in. dane nt. sierpniowej produkcji przemysłu, która wyraźnie spowolniła, a także wrześniowe badanie PMI, wg którego zamówienia eksportowe nadal spadają.
- Zadłużenie zagraniczne Polski wzrosło w II kw. 2012 do najwyższego poziomu w historii – 264 mld €, tj. 72% PKB (głównie w wyniku wzrostu zadłużenia sektora publicznego). Jednocześnie, zadłużenie krótkoterminowe lekko spadło, a jego pokrycie przez rezerwy obowiązkowe wzrosło (do ok. 144%). Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski lekko się poprawiła w II kw., choć nadal pozostaje mocno ujemna (-238 mld €, ok. 65% PKB).

Pod lupą: polityka pieniężna

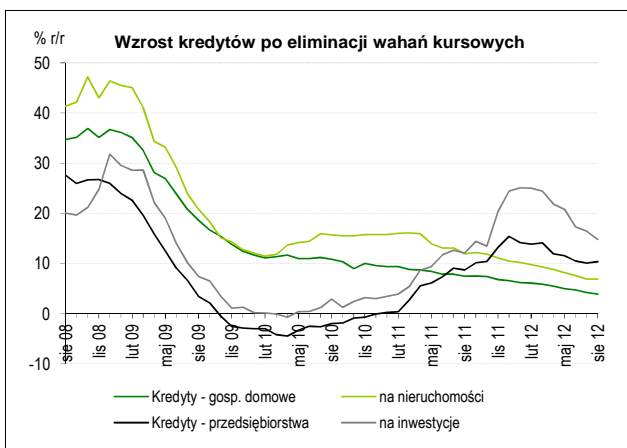
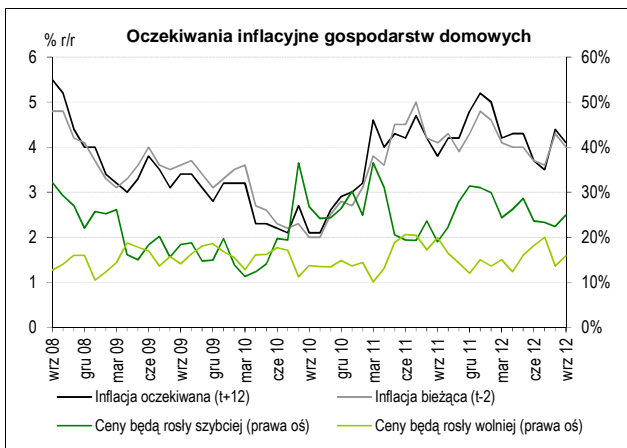


Fragmety październikowego komunikatu RPP

Dane o aktywności gospodarczej w Polsce w lipcu i sierpniu, w tym wyhamowywanie wzrostu produkcji przemysłowej, utrzymujący się spadek produkcji budowlano-montażowej oraz dalsze obniżenie dynamiki sprzedaży detalicznej, sygnalizują kontynuację osłabienia koniunktury w III kw.

W ocenie Rady, w najbliższych kwartałach inflacja będzie się stopniowo obniżać, czemu sprzyjać będzie wygasanie statystycznych efektów bazy w warunkach obniżającej się dynamiki popytu w gospodarce, jednak do końca bieżącego roku pozostanie ona powyżej celu inflacyjnego 2,5%. W średnim okresie spowolnienie wzrostu gospodarczego będzie sprzyjało powrotowi inflacji do celu, choć ryzykiem dla obniżenia inflacji pozostają wysokie ceny surowców na rynkach światowych.

Jeśli napływające informacje, w tym listopadowa projekcja NBP, będą potwierdzały trwałość osłabienia koniunktury gospodarczej, a ryzyko nasilenia się presji inflacyjnej będzie ograniczone, Rada dokona złagodzenia polityki pieniężnej.



Źródło: NBP, Reuters, BZ WBK

Obniżka stóp jednak w listopadzie

- Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła w październiku stopy procentowe bez zmian, zaskakując analityków i rynek, spodziewających się obniżki stóp o 25 pb.
- Ton komunikatu po posiedzeniu uległ dalszemu złagodzeniu (już we wrześniu miał łagodniejszą wymowę niż przed wakacjami). Rada odnotowała sygnały osłabienia koniunktury w kraju i na świecie oraz czynniki sprzyjające obniżeniu inflacji.
- Modyfikacji uległo ostatnie, kluczowe zdanie komunikatu, w którym RPP stwierdziła, że dokona złagodzenia polityki pieniężnej, jeśli napływające informacje, w tym listopadowa projekcja NBP, będą potwierdzały trwałość osłabienia koniunktury, a ryzyko nasilenia presji inflacyjnej będzie ograniczone. Naszym zdaniem, ta zmiana to bardzo wyraźna zapowiedź, że na kolejnym posiedzeniu główne stopy procentowe najprawdopodobniej zostaną obniżone. Tym bardziej, że wg naszych prognoz dane, które napłyną z gospodarki przed następnym posiedzeniem Rady, potwierdzą taki właśnie scenariusz, spełniający warunki, od których uzależniono decyzję o obniżce. Znaczenie zmiany tej części komunikatu potwierdził zresztą prezes NBP, który powiedział na konferencji prasowej, że celem tej modyfikacji było „wzmocnienie przekazu”, zapowiadającego możliwość złagodzenia polityki pieniężnej. Wypowiedzi członków RPP po posiedzeniu również sugerują, że w listopadzie łatwiej będzie zbudować większość do akceptacji obniżki stóp.
- Spodziewamy się, że w listopadzie Rada obniży stopy o 25 pb (najprawdopodobniej ponownie w grudniu), i utrzymujemy prognozę, że do końca pierwszego kwartału 2013 stopa referencyjna NBP obniży się łącznie o 75 pb. Jest to mniej niż wycenia rynek finansowy (co najmniej 100 pb).

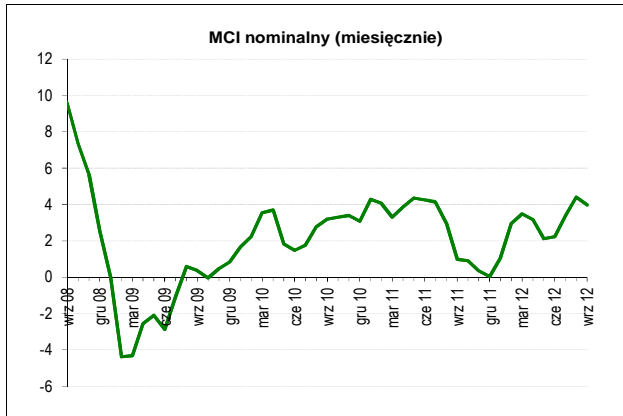
Oczekiwania inflacyjne bez większych zmian

- Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych lekko spadły we wrześniu do 4,1% (z 4,4% w sierpniu), do czego przyczynił się głównie spadek bieżącej inflacji, będącej podstawą obliczeń indeksu.
- Struktura odpowiedzi była podobna jak przed miesiącem. Nieco wzrósł odsetek osób spodziewających się przyspieszenia wzrostu cen (do 25% z 22,4%), podczas gdy odsetek osób spodziewających się, że ceny będą rosły w takim samym tempie spadł (z 55,1% do 51,4%). W związku z tym łączny udział respondentów oczekujących, że tempo wzrostu cen nie spadnie obniżył się z 77,5% do 76,4%.
- Naszym zdaniem struktura odpowiedzi respondentów może dalej się poprawiać w nadchodzących miesiącach, czemu sprzyjać będzie pogłębiające się spowolnienie gospodarcze.

Coraz wolniejszy wzrost kredytów

- Wzrost kredytów ogółem ponownie spowolnił w sierpniu do 5,7% r/r, a po wyeliminowaniu wpływu wahań kursowych 5,9% r/r.
- Najmocniej hamują kredyty dla gospodarstw domowych – ogółem do 3,5% r/r (po korekcie kursowej 3,9% r/r), co jest najniższym wzrostem od 2003 r. Wynika to głównie z coraz szybszego spadku zadłużenia z tytułu kredytów konsumpcyjnych (-4,6% r/r w sierpniu). Spowolnienie na rynku hipotecznym na razie zatrzymało się – w sierpniu roczna dynamika tych kredytów (po korekcie kursowej) pozostała stabilna na poziomie 6,9% r/r.
- Dynamika kredytów dla firm (po eliminacji wahań kursowych) również wyhamowała wcześniejsze spadki, wynosząc w sierpniu 10,4% r/r (wobec 10,1% w lipcu). Nadal słabnie jednak wzrost kredytów inwestycyjnych.

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



Nieznaczny spadek MCI

- Tak jak się spodziewaliśmy, we wrześniu nominalny indeks restrykcyjności polityki pieniężnej MCI nieco się obniżył pod wpływem spadku rynkowych stóp procentowych (trzymiesięczny WIBOR obniżył się średnio z 5,10% do 4,95%) i deprecjacji kursu złotego (EURPLN wzrósł z 4,09 do 4,14). Mimo niewielkiego spadku, wartość indeksu wciąż utrzymuje się na względnie wysokim poziomie.
- Naszym zdaniem wartość indeksu wzrośnie nieco w październiku dzięki mocniejszemu złotemu i utrzymaniu stóp NBP bez zmian. Jednak już w listopadzie indeks MCI może zanotować spadek pod wpływem łagodzenia polityki pieniężnej przez RPP.



Rzońca (1,10)

Kaźmierczak (1,10)

Gilowska (1,09)

Hausner (1,08)

Winiecki (1,07)

Glapiński (1,07)

Zielińska-Głębocka (1,07)

Belka (1,00)

Chojna-Duch (0,53)

Bratkowski (0,36)



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. Wartość indeksu dla danego bankiera centralnego to średnia ważona punktów za wszystkie głosowania. Ostatnie głosowania mają największą wagę, odległe w czasie – mniejszą.

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.

Źródło: GUS, NBP, Reuters, BZ WBK

RPP czeka z obniżką na wyniki projekcji NBP

Marek Belka powiedział na konferencji prasowej po październikowym posiedzeniu Rady, że jednym z powodów, dla których decyzja o obniżce stóp nie zapadła już w tym miesiącu, była chęć upewnienia się co do tendencji w zakresie wzrostu gospodarczego i inflacji, m.in. poprzez zapoznanie się z wynikami nowej projekcji NBP. Zastanawiające, że RPP obecnie tak bardzo zaczęło zależeć na zapoznaniu się z nowymi wynikami projekcji NBP i są one niezbędne do podjęcia decyzji o obniżce, podczas gdy wyniki jej dwóch poprzednich aktualizacji nie były najwyraźniej dla członków Rady kluczowe. Gdyby Rada miała kierować się wnioskami z projekcji NBP w poprzednich kwartałach, to na obniżkę stóp powinna naszym zdaniem zdecydować się już po publikacji lipcowej projekcji, a do podwyżki w maju w ogóle nie powinno dojść w świetle wyników projekcji z marca. Przez ostatnie pół roku wskazania projekcji nie były jednak wyznacznikiem dla decyzji RPP, a prezes Belka kilkakrotnie podkreślał, że istnieją inne opracowania i prognozy (być może lepsze), które Rada bierze pod uwagę. Skąd zatem teraz to powracające przywiązanie do projekcji? Marek Belka pytany na konferencji o to, czy majowa decyzja o podwyżce stóp nie była błędem, odpowiedział, że w jego ocenie nie. Być może jednak w ocenie niektórych członków zbyt szybkie cofnięcie niefortunnej majowej podwyżki stóp byłoby otwartym przyznaniem się do błędu i potrzebne są argumenty, aby to wrażenie zamaskować.

Glapiński nie wyklucza obniżki, Zielińska jej nie przesądza

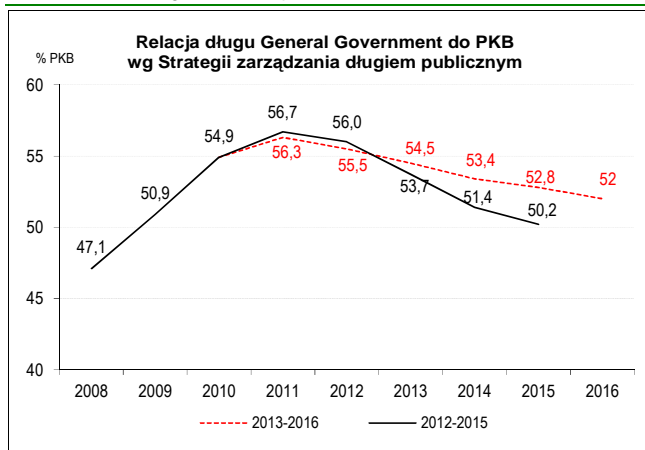
Adam Glapiński do niedawna zaliczany był do grona zdecydowanych przeciwników łagodzenia polityki pieniężnej w obecnych warunkach. Zaledwie tydzień przed ostatnim posiedzeniem Rady przekonywał, że nie ma „żadnego powodu do rozpoczynania cyklu obniżek stóp”, ponieważ inflacja – po stabilizacji na wysokim poziomie – może w 2013 r. rosnąć. Tymczasem w wywiadzie dla PAP po październikowym posiedzeniu Glapiński nie wykluczył poparcia wniosku o obniżkę stóp procentowych w listopadzie, jeśli najnowsza projekcja NBP potwierdzi znaczące spowolnienie wzrostu gospodarczego i brak zagrożeń dla osiągnięcia celu NBP w 2013 r. Dodał też, że łagodzenie polityki monetarnej powinno odbyć w kilku krokach, aby proces ten był skuteczny, a łączna skala cięć mogłaby wynieść 75 pb (czyli dokładnie tyle, ile zakładamy).

Z kolei Anna Zielińska-Głębocka, która pod koniec września sugerowała, że może poprzeć wniosek o obniżkę w październiku lub listopadzie, ostrzegła w ostatnich dniach, że listopadowe cięcie stóp wcale nie jest przesądzone. Jej zdaniem Rada musi przekonać się jak silny jest „impuls antyinflacyjny”, w czym pomogą wyniki nowych projekcji NBP. Warto przypomnieć, że nie tak dawno Marek Belka zdradził, że większość projekcji, jakimi dysponuje NBP, wskazuje, że w przyszłym roku CPI spadnie do celu.

Realne stopy wyznaczają przestrzeń do obniżek

Marek Belka powiedział na konferencji prasowej, że przestrzeń do obniżki stóp można wywnioskować na podstawie intencji RPP do pozostawienia realnych stóp procentowych na dodatnim poziomie. Jest to spójne z zakładaną przez nas skalą złagodzenia polityki – realne stopy procentowe są obecnie na poziomie ok. 1% (choć warto zauważyć, że mogą wzrosnąć na skutek spadku inflacji i oczekiwań inflacyjnych).

Pod lupą: polityka fiskalna



Wyższa ścieżka długu do PKB w latach 2013-2016

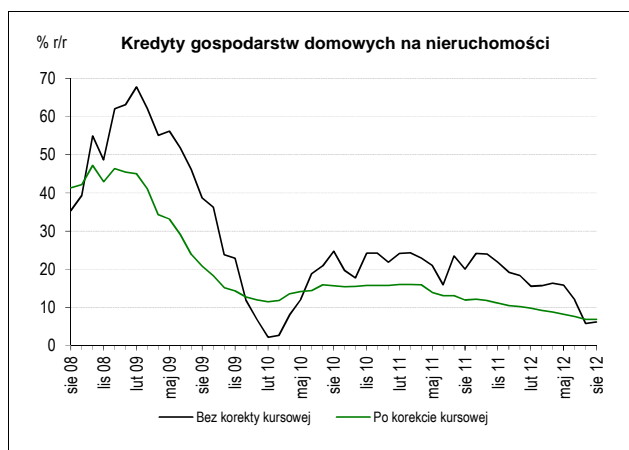
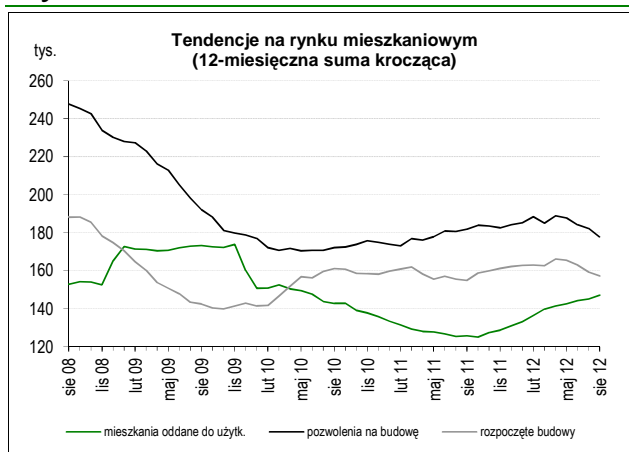
- Rząd, wraz z projektem budżetu na 2013 r., przyjął „Strategię zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2013-2016”. Wg strategii ścieżka długu publicznego w relacji do PKB kształtuje się wyraźnie powyżej trajektorii z poprzedniej strategii (patrz wykres obok). Jest to wynik zarówno mniej optymistycznych założeń makroekonomicznych, jak i spodziewanej gorszej kondycji budżetu.
- Rząd przyjął również założenia do projektu ustawy o zmianie ustawy o finansach publicznych oraz ustawy o podatku VAT. Proponowane zmiany przewidują: (1) stosowanie średniego kursu do przeliczenia zadłużenia zagranicznego, (2) pomniejszenie uzyskanej kwoty o środki służące finansowaniu potrzeb pożyczkowych w następnym roku budżetowym, (3) zniesienie konieczności podwyższenia stawki podatku VAT jeśli dług w relacji do PKB nie przekroczy 50% lub 55%.

	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	9.10	zmiana od 10.09.12	zmiana od 30.12.11	9.10	zmiana od 10.09.12	zmiana od 30.12.11
Polska	317	-12	-87	103	-27	-176
Czechy	86	-13	-90	85	-17	-88
Węgry	580	-16	-228	344	-41	-266
Grecja	1682	-351	-1684	37030	0	26799
Hiszpania	435	15	108	352	-16	-24
Irlandia	355	-62	-311	289	-51	-446
Portugalia	701	21	-471	461	-65	-708
Włochy	361	-5	-157	308	-28	-177
Niemcy				50	-3	-50

Dług „peryferii” zyskuje dzięki decyzjom banków centralnych

- Dług krajów peryferyjnych strefy euro zyskał na wartości w odpowiedzi na decyzje banków centralnych (EBC, Fed, Bank Japonii). Obawy odnośnie sytuacji w Hiszpanii spowodowały ponowny zwrot w kierunku bezpiecznych aktywów. Niemniej początek października przyniósł dalszy spadek rentowności hiszpańskiego i włoskiego długu. Odnotowano zawężenie spreadu wobec Bundu w sektorze 10 lat, a także dalszy spadek CDS.
- Przewidywana aktywność EBC skoncentruje się głównie na krótkim końcu krzywych hiszpańskiej i włoskiej. To będzie sprzyjało dalszemu stromieniu się tych krzywych.
- Uwaga inwestorów koncentruje się na Hiszpanii. Oczekuje się, że szczyt UE (18-19.10) będzie dobrym momentem, żeby rząd w Madrycie poprosił o wsparcie finansowe. To powinno wspierać dług peryferii strefy euro.

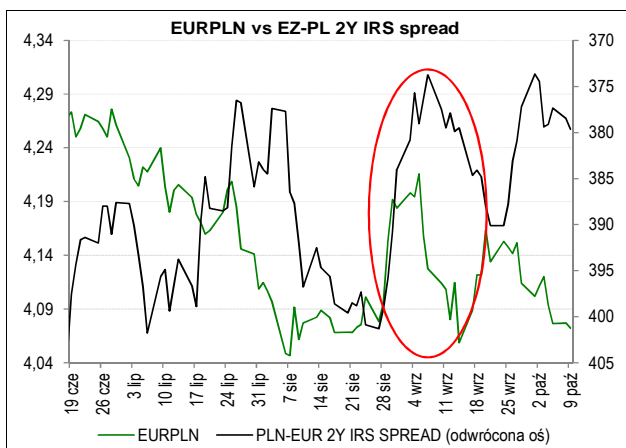
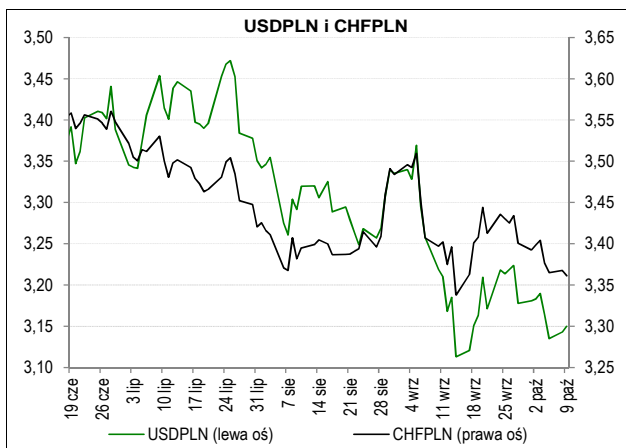
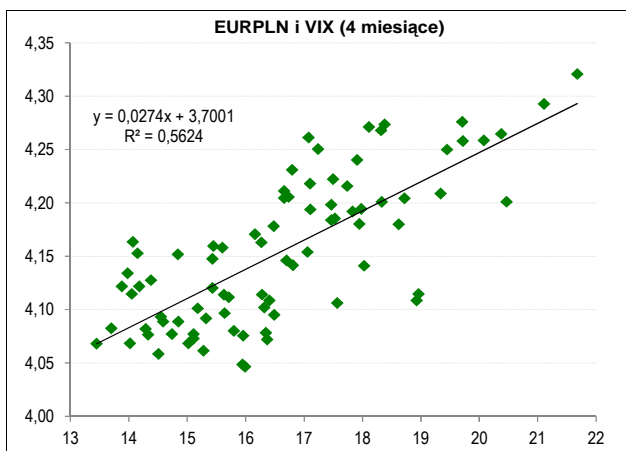
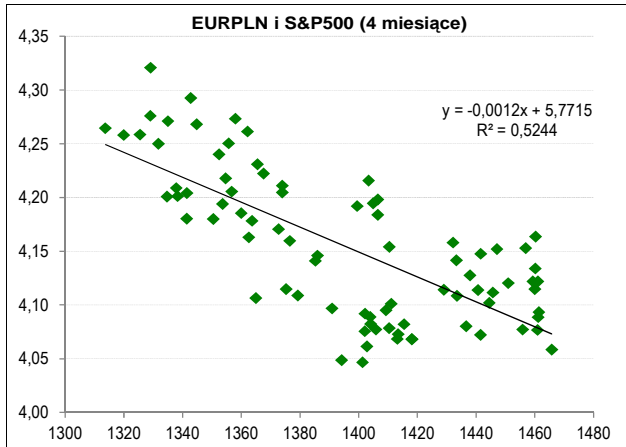
Rynek nieruchomości



Trudne czasy dla sektora mieszkaniowego

- W ostatnich miesiącach ceny na rynku mieszkaniowym kontynuowały trend spadkowy obserwowany od początku 2011 r. We wrześniu, w porównaniu z wrześniem 2011 r., przeciętne ceny ofertowe były niższe o 7,4% w Gdańsku, 6,8% w Warszawie, 6,8% we Wrocławiu, 5,8% w Poznaniu i 3,7% w Krakowie. Dzięki spadkowi cen oraz wciąż dodatniemu wzrostowi wynagrodzeń (który jednak spowalnia), dostępność cenowa mieszkań w największych miastach znacznie się poprawiła – o ok. 10% r/r.
- Wsparciem dla spadków cen mieszkań jest wciąż rosnąca podaż – w okresie od września 2011 do sierpnia 2012 do użytkowania oddano 147 tys. mieszkań, czyli najwięcej od połowy 2010 r. Trendy obserwowane na rynku mogą jednak odwrócić się w perspektywie kilku kwartałów, co sugerują liczby pozwoleń na budowę i rozpoczętych budów, spadające od połowy roku.
- Spadek cen mieszkań wynika także ze słabnącego popytu. Mimo rosnącej dostępności cenowej pogorszyła się dostępność kredytów hipotecznych (wynik wprowadzenia rekomendacji S oraz wygaszania programu „Rodzina na Swoim”), zwłaszcza walutowych (w drugim kwartale 95% nowych kredytów hipotecznych zostało udzielonych w złotych). Według raportu AMRON-SARFiN, w II kwartale bieżącego roku po raz pierwszy od kilkunastu lat zanotowano spadek wartości nowo udzielonych kredytów w ujęciu kw/kw – o 1,53%.
- Popytowi na mieszkania nie sprzyja także niepewność co do sytuacji gospodarczej, która skłania do odłożenia w czasie długoterminowych inwestycji. Nadchodzące miesiące mogą być trudne dla firm sektora budownictwa mieszkaniowego, gdyż naszym zdaniem popyt nadal będzie spadał, czemu towarzyszyć będzie rosnąca podaż, co skutkować będzie dalszymi spadkami cen. W perspektywie kilku kwartałów może nastąpić odwrócenie wzrostowego trendu podaży mieszkań.

Rynek walutowy



Źródło: Reuters, BZ WBK

Złoty mocniej za sprawą EBC i RPP

▪ Złoty wyraźnie umacniał się do połowy ubiegłego miesiąca, w największym stopniu za sprawą decyzji EBC o uruchomieniu programu skupu krótkoterminowych obligacji (OTM). Poza tym, rozczarowujące miesięczne dane z rynku pracy USA wzmocniły oczekiwania na rozpoczęcie przez Fed QE3 i też miały korzystny wpływ na notowania krajowej waluty. W rezultacie, EURPLN spadł tymczasowo tuż poniżej 4,05 (najniżej od początku sierpnia), a USDPLN testował 3,09 (najniżej od początku kwietnia).

▪ Po ogłoszeniu przez Fed decyzji o rozpoczęciu trzeciej rundy stymulacji gospodarki USA, nastąpiła realizacja zysków. Ucierpiały także waluty krajów rozwijających się, w tym złoty. Kurs EURPLN wzrósł do prawie 4,18, a USDPLN zbliżył się do 3,24.

▪ O tym, że znaczący wpływ na skalę deprecjacji krajowej waluty miały oczekiwania na obniżkę stóp NBP już w październiku dobrze świadczy zachowanie złotego po tym jak RPP podjęła decyzję sprzeczną z większością oczekiwań. Pojawienie się wątpliwości dotyczących skali łącznej obniżek stóp miało korzystny wpływ na złotego. To między innymi dzięki decyzji RPP EURPLN powrócił na początku października w okolice wrześniowych minimów.

Październik może obfitować w duże wahania złotego

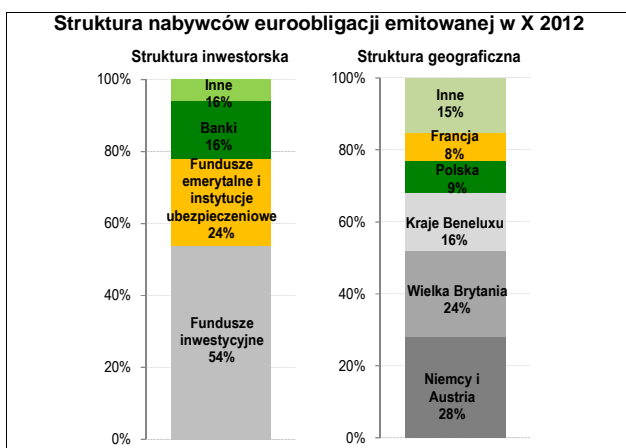
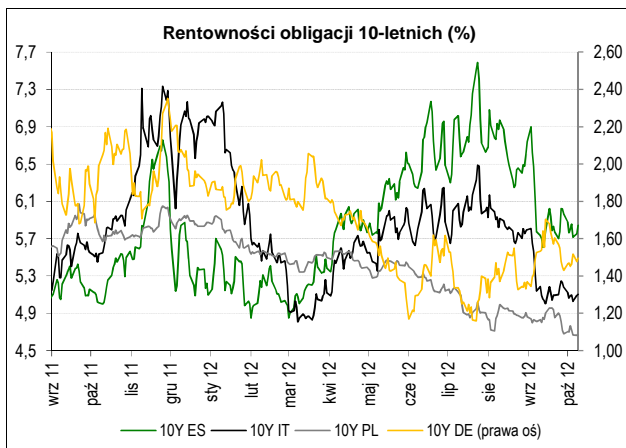
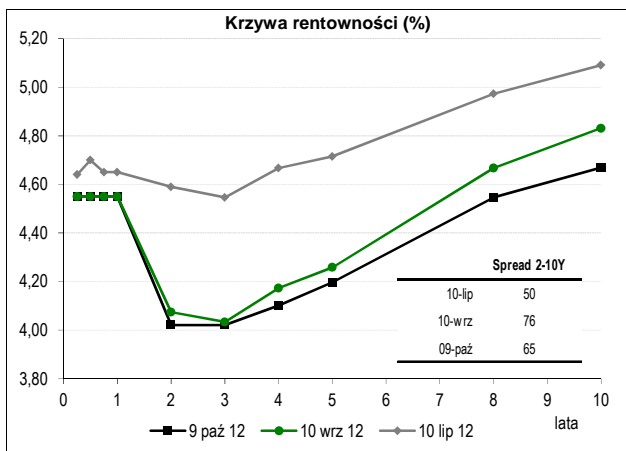
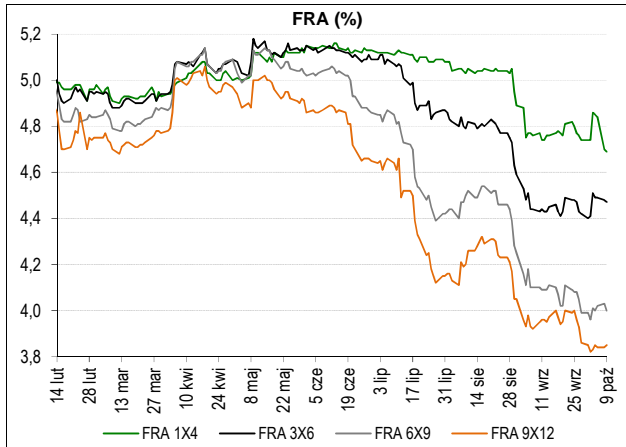
▪ Krajowa waluta w dalszym ciągu była wspierana przez sytuację na amerykańskiej giełdzie. 4-miesięczna korelacja kursu EURPLN z S&P500 spadła nieco na przestrzeni minionego miesiąca (z -0,89 do -0,72), ale koniunktura panująca na giełdzie w USA nadal jest istotnym czynnikiem wpływającym na złotego. Realizacja zysków jaka miała miejsce po decyzji Fed była (do tej pory) tylko umiarkowana i może to wskazywać, że obecnie nie ma być wielu czynników, które mogłyby zachęcić inwestorów do zmniejszenia zaangażowania w akcje. Rynek nadal ma nadzieję, że QE3 będzie działać i pomimo pozytywnej niespodzianki z amerykańskiego rynku pracy (dane za wrzesień lepsze od prognoz, duża rewizja w górę danych za sierpień) stymulacja nie zostanie szybko zakończona. Można odnieść wrażenie, że inwestorzy nie sprzedają akcji nie chcąc przegapić dalszych wzrostów na giełdzie. W konsekwencji, jeżeli nie nastąpi nagły i znaczny wzrost awersji do ryzyka w wyniku np. obaw o strefę euro, nie powinno dojść do wyraźnej przeceny bardziej ryzykownych aktywów. Z tego powodu, złoty może być dalej wspierany przez sytuację na giełdzie w USA (jeśli korelacja EURPLN z S&P500 nie spadnie znacznie).

▪ Z drugiej strony, spodziewamy się, że presję na złotego będą wywierały czynniki krajowe. Prognozujemy naprawdę słabe dane za wrzesień i wydaje nam się, że nie wszyscy uczestnicy rynku wyceniają możliwość kontynuacji spowolnienia do ok. 1% r/r (albo niżej). Dodatkowo, po oczekiwanej obniżce stóp procentowych w listopadzie podtrzymane zostaną prognozy na kontynuację cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Warto zauważyć, że oczekiwania rynku odnośnie decyzji RPP były w ostatnich miesiącach istotnym czynnikiem generującym wyraźne wahania EURPLN. Na wykresie widać, że wzrost oczekiwań na obniżkę stóp we wrześniu po słabych danych o PKB pchnął kurs EURPLN do ok. 4,22, a decyzja RPP o utrzymaniu stóp bez zmian wspierała złotego w kolejnych dniach (EURPLN spadł do 4,05).

▪ Co więcej, zbliża się termin publikacji raportu Troiki nt. tego jak (słabo) Grecja wdraża reformy i konsoliduje finanse i niepewność odnośnie tego jak w dalszych miesiącach będzie się rozwijała sytuacja w strefie euro może generować niepewność na rynku.

▪ Październik będzie bogaty w bardzo ważne wydarzenia i dlatego testowane może być zarówno dolne (4,046-4,059) jak i górne (obecnie 4,12) ograniczenie konsolidacji, w której kurs EURPLN porusza się od początku września. Podsumowując, widzimy asymetryczne ryzyko w górę dla kursu EURPLN i prognozujemy średni poziom w miesiącu 4,12.

Rynek stopy procentowej



Krótkotrwała korekta na rynku stopy po decyzji RPP

- Publikacja danych makroekonomicznych za sierpień i wypowiedź prezesa NBP M. Belki, która umocniła oczekiwania na szybkie rozpoczęcie cyklu wsparły rynek FRA, ale również krótki koniec krzywej (obligacji, IRS). W konsekwencji tuż przed październikową decyzją RPP stawki FRA znalazły się na najniższych poziomach w tym roku (4,40% dla FRA3x6, 3,96% dla FRA6x9 oraz 3,82% dla FRA9x12), a rentowność 2-letniej obligacji przetestowała tegoroczne minimum (3,98%).
- Wrzesień przyniósł większą zmienność na środku i długim końcu krzywej. Wzrost rentowności obligacji 5-letnich i 10-letnich odpowiednio w kierunku 4,40% oraz 5,0% uruchomił stronę popytową. Szczególne silne umocnienie obserwowaliśmy pod koniec września, co zostało wsparte informacjami o planach podaży SPW na IV kwartał. W oczekiwaniu na październikową decyzję RPP również w przypadku tych obligacji obserwowaliśmy silne umocnienie i spadek rentowności do najniższych poziomów od kilku lat.
- Decyzja RPP utrzymująca stopy na niezmiennym poziomie, mimo znacznego złagodzenia tonu komunikatu i zapowiedzi redukcji w listopadzie, rozczarowała rynki. W konsekwencji nastąpiła korekta po znaczącym umocnieniu, która okazała się jednak krótkotrwała.

Rynek wciąż agresywnie wycenia redukcje stóp

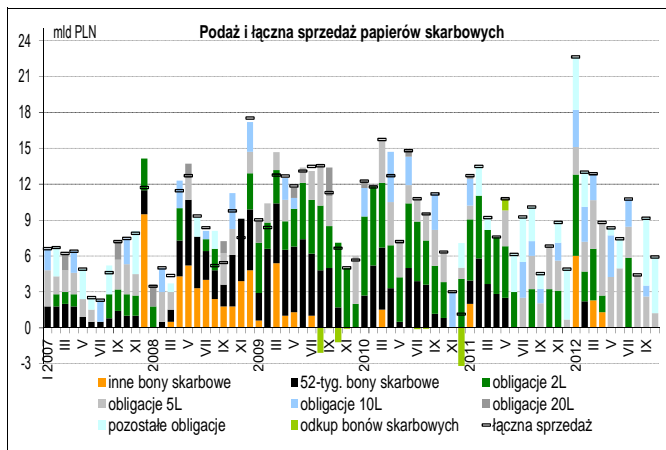
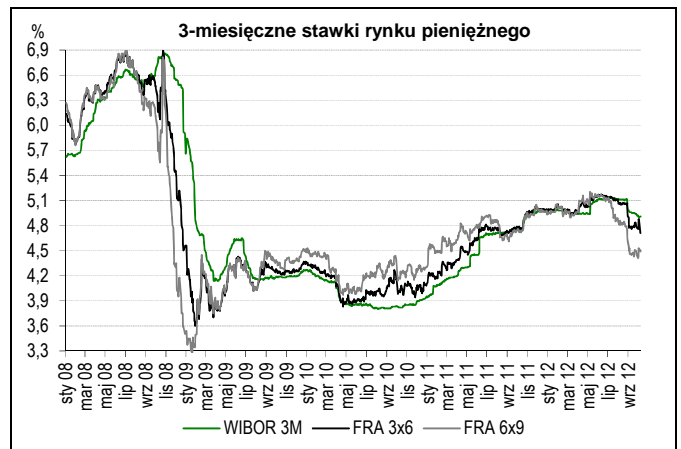
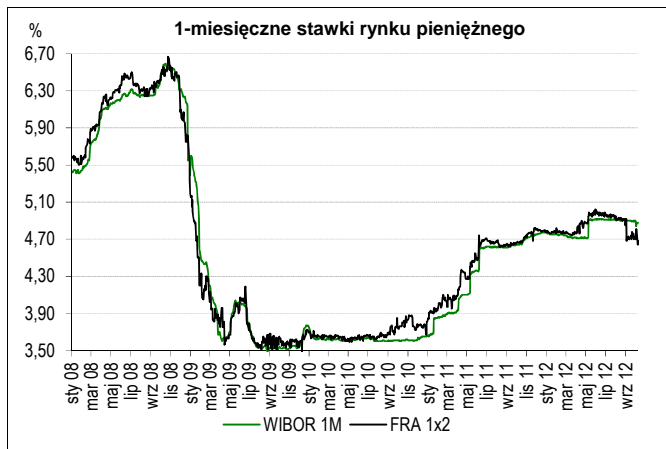
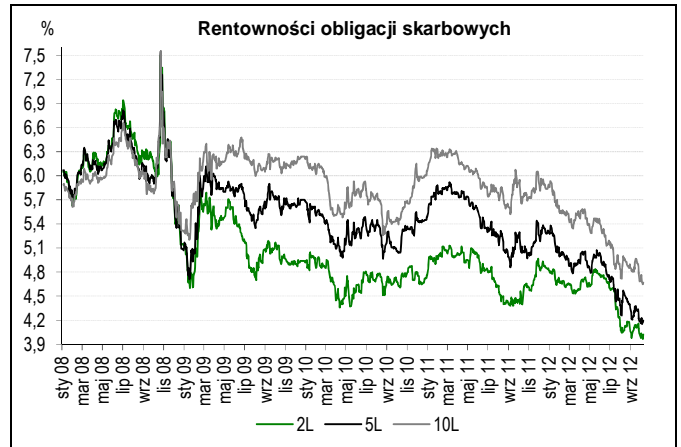
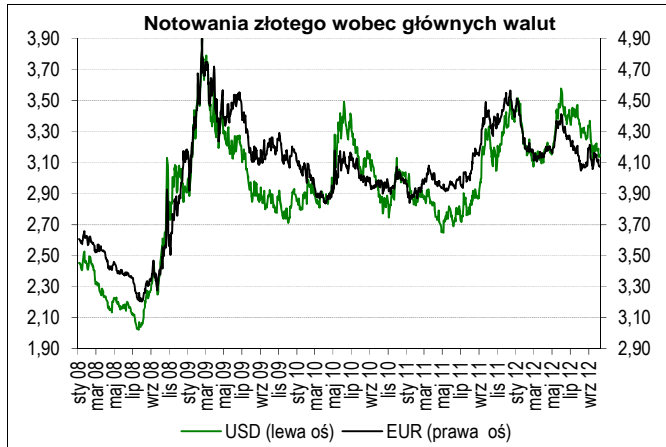
- Brak decyzji o zmianie stóp w październiku skłoniło rynkowych graczy do rewizji w dół oczekiwań odnośnie skali obniżek stóp w tym roku. Obecnie rynek wycenia, że do końca roku stopy spadną o 25pb, niemniej wciąż jest wyceniany dość agresywny scenariusz łagodzenia polityki w całym cyklu (o 100pb, a nawet nieco więcej w perspektywie 9 miesięcy). Naszym zdaniem, skala redukcji będzie nieco mniejsza, choć widzimy ryzyko jeszcze większego przestrzelenia oczekiwań przez rynki.
- Na początku października (po decyzji RPP) rentowności obligacji zbliżyły się do swoich istotnych wsparć odpowiednio na poziomach 3,95% dla 2L, 4,15% dla 5L oraz 4,65% dla 10L. Istotnym czynnikiem dla krótkiego końca krzywej będą silne oczekiwania na listopadową redukcję stóp, wspierane przez słabe dane z gospodarki realnej za wrzesień. To może wygenerować ruch w kierunku 3,90% w nadchodzących tygodniach.
- Obligacje średnio- i długoterminowe będą silnie zależne od czynników zewnętrznych, w tym kształtu krzywych na rynkach bazowych. Oczekiwany przez nas wzrost rentowności niemieckich obligacji może ograniczać umocnienie na długim końcu krzywej. Z drugiej jednak strony, niska podaż SPW na długim końcu krzywej powinna niezmiennie stanowić czynnik wspierający krajowy dług.
- Nie wykluczamy możliwości stromienia się krzywych w oczekiwaniu na listopadową obniżkę stóp. Celem dla spreadu 2-10 lat jest 80pb, a w przypadku krzywej IRS pierwszym celem są okolice 20pb.

Strona podażowa wciąż wspierająca rynek długu

- Plany podaży na IV kw. nie odbiegały znacząco od oczekiwań. W okresie październik-grudzień resort planuje pozyskać łącznie 10-18 mld zł, w tym oferta październikowa stanowi blisko 80% podaży ogółem. Wiąże się to z chęcią zaabsorbowania środków z wykupu obligacji OK1012 (16,4 mld zł) i płatności odsetkowych od październikowych serii DS i PS (łącznie 9,3 mld zł).
- Ministerstwo Finansów emisją obligacji denominowanych w euro zakończył finansowanie tegorocznych potrzeb pożyczkowych brutto. Do końca roku resort chciałby pozyskać środki, które w 20% finansowałyby potrzeby pożyczkowe brutto w 2013 r. Biorąc pod uwagę wciąż duże zainteresowanie polskim długiem ze strony zagranicy uważamy te plany za realistyczne.
- Elastyczna polityka emisyjna i duża aktywność na rynkach zagranicznych powinny wspierać rynek obligacji. Resort nie powinien mieć problemów z plasowaniem długu na aukcjach.

Źródło: Reuters, MF, BZ WBK

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych w 2011/2012 r. (mln zł)

Data przetargu	OFERTA	POPYT / SPRZEDAŻ
26.05.2011	Przetarg odkupu	1444/940
30.05.2011	52-tyg.: 500-600	2667/505
20.06.2011	Przetarg odkupu	356/256
11.07.2011	Przetarg odkupu	2498/724
19.12.2011	Przetarg odkupu	4331/2247
27.12.2011	Przetarg odkupu	2939/2486
09.01.2012	49-tyg.: 1000-2000	5402/2223
30.01.2012	30-tyg.: 1000-2000	3249/1997
30.01.2012	51-tyg.: 1000-2000	4225/1592
27.02.2012	52-tyg.: 1000-2000	6711/2190
26.03.2012	52-tyg.: 1000-3000	5402/2223
23.04.2012	31-tyg.	3116,5/1332,1

* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

Przetargi obligacji skarbowych w 2011/2012 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg				Przetarg zamiany		
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzed	data	obligacje	sprzedaż
październik	19.10	PS1016	1000-3500	3638	-	-	-	-	2.10	OK/PS/DZ	OK01:4
listopad	16.11	PS1016	1000-2500	2500	-	-	-	-	10.11	DZ/OK/PS	OK/NWZ/DS/WS
grudzień'11	-	-	-	-	-	-	-	-	14.12	OK/PS	WZ/I/PS
styczeń'12	12.01	I/PS/WS	1000-4000	4067	19.01	OK0114	3000-6000	6753	4.01	OK/PS/OK	WZ/WZ/DS
luty	9.02	OK0114/PS1016	3500-5500	5049	16.02	WZ0117	1000-3000	3518	1.02	DS1021: 1000-3000	2937
marzec	14.03	OK0114	1500-3500	-	21.03	DS1021/WS0429	1000-2500	-	8.03	PS1016: 1500-3000	4080
kwiecień	19.04	OK0714/PS1016	5000-9000	7511,8	-	-	-	-	5.04	PS/OK	WZ
maj	10.05	DS1021/WS0429	2000-4000	4092,3	16.05	PS0417	2000-4000	4248,4	-	-	-
czerwiec	20.06	PS0417	2000-4000	4973,7	-	-	-	-	14.06	OK0712/OK1012	WZ/I/PS
lipiec	19.07	OK0714	2000-5000	5842,1	-	-	-	-	5.07	OK0712/OK1012	PS0417/DS1021
sierpień	1.08	PS0417	2000-4000	4410,5	-	-	-	-	-	-	-
wrzesień	19.09	WZ/DS/I/PS	2000-4000	3458,8	-	-	-	-	5.09	OK1012/OK0113	WZ0117/PS0417
październik	4.10	WZ/PS	3000-5000	5900,9	23.10	OK0714/DS1023	5000-9000	-	-	-	-

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja zwykła, *** oferta/sprzedaż, **** w lutym 2012 zamiast aukcji zamiany odbyła się standardowa aukcja DS1021

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
15 października PL: CPI (IX) PL: Bilans płatniczy (VIII) CN: CPI (IX) US: Sprzedaż detaliczna (IX)	16 PL: Płace i zatrudnienie (IX) EZ: HICP (IX) DE: Indeks ZEW (X) US: Bazowy CPI (IX) US: Produkcja przemysłowa (IX)	17 PL: Produkcja przemysłowa (IX) PL: PPI (IX) US: Rozpoczęte budowy domów (IX) US: Pozwolenia na budowę domów (IX)	18 PL: Minutes RPP CN: PKB (III kw.) US: Wskaźniki wyprzedzające (IX) US: Indeks Philly Fed (X)	19 US: Sprzedaż domów (IX)
22 PL: Inflacja bazowa (IX)	23 PL: Sprzedaż detaliczna i stopa bezrobocia (IX) EZ: Indeks nastrojów konsumentów (X)	24 CN: Wstępny PMI-przemysł (X) DE: Wstępny PMI-przemysł (X) DE: Indeks Ifo (X) EZ: Wstępny PMI-przemysł (X) US: Sprzedaż nowych domów (IX) US: Decyzja Fed	25 GB: Wstępny PKB (III kw.) US: Zamówienia na dobra trwałe użytku (IX) US: Niezakończona sprzedaż domów (IX)	26 DE: Indeks GfK (XI) US: Pierwszy szacunek PKB (III kw.) US: Indeks Michigan (X)
29 US: Dochody osobiste (IX) US: Wydatki konsumentów (IX) US: Bazowy PCE (IX)	30 US: Indeks cen domów S&P/Case-Shiller (VIII) US: Indeks nastrojów konsumentów (X)	31 PL: Oczekiwania inflacyjne (X) EZ: Wstępny HICP (X) US: Raport ADP (X) US: Indeks Chicago PMI (X)	1 listopada PL: Dzień wolny CN: PMI-przemysł (X) US: ISM-przemysł (X)	2 PL: PMI-przemysł (X) DE: PMI-przemysł (X) EZ: PMI-przemysł (X) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (X) US: Stopa bezrobocia (X) US: Zamówienia przemysłowe (IX)
5 DE: PMI-usługi (X) EZ: PMI-usługi (X) EZ: Indeks Sentix (XI)	6 DE: Zamówienia przemysłowe (IX)	7 PL: Decyzja RPP EZ: Sprzedaż detaliczna (IX) DE: Produkcja przemysłowa (IX)	8 CN: CPI (X) CN: Produkcja przemysłowa (X) DE: Eksport (IX) GB: Decyzja BoE EZ: Decyzja EBC US: Bilans handlowy (IX)	9 US: Ceny importu (X) US: Wst. indeks Michigan (XI) US: Zapasy hurtowników (IX)
12 PL: Bilans płatniczy (IX)	13 DE: Indeks ZEW (XI)	14 PL: CPI (X) PL: Podaż pieniądza (X) EZ: Produkcja przemysłowa (IX) US: Sprzedaż detaliczna (X)	15 DE: Wstępny PKB (III kw.) EZ: Wstępny PKB (III kw.) EZ: HICP (X) US: Bazowy CPI (X) US: Indeks Philly Fed (XI)	16 US: Produkcja przemysłowa (X)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters, Bloomberg

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2012 roku

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

*dane kwartalne, ^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty. Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		wrz 11	paź 11	lis 11	gru 11	sty 12	lut 12	mar 12	kwi 12	maj 12	cze 12	lip 12	sie 12	wrz 12	paź 12
PMI	pkt.	50,2	51,7	49,5	48,8	52,2	50,0	50,1	49,2	48,9	48,0	49,7	48,3	47,0	46,8
Produkcja przemysłowa	% r/r	7,4	6,4	8,5	7,7	9,1	4,8	0,8	2,8	4,3	1,2	5,4	0,5	-7,1	6,6
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	18,1	8,9	13,0	14,6	32,2	12,0	3,5	8,1	6,2	-5,2	-8,7	-5,0	-18,0	-4,1
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	11,4	11,2	12,6	8,6	14,3	13,7	10,7	5,5	7,7	6,4	6,9	5,8	4,5	3,4
Stopa bezrobocia	%	11,8	11,8	12,1	12,5	13,2	13,5	13,3	12,9	12,6	12,4	12,3	12,4	12,5	12,7
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	5,2	5,1	4,4	4,4	8,1	4,3	3,8	3,4	3,8	4,3	2,4	2,7	2,7	2,7
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	2,8	2,5	2,5	2,3	0,9	0,6	0,6	0,3	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Eksport (w euro)	% r/r	8,4	6,3	8,1	5,7	6,2	4,4	2,5	2,6	-1,6	0,4	11,9	1,5	0,2	5,3
Import (w euro)	% r/r	5,9	5,4	3,2	3,5	6,9	5,6	1,5	-3,1	-2,1	-5,4	3,5	-3,6	-2,2	-1,7
Bilans handlowy	mln EUR	-268	-695	-772	-1 139	-687	-883	-544	-421	-842	-376	-314	-298	45	172
Rachunek bieżący	mln EUR	-1 539	-1 999	-1 294	-1 890	-1 994	-1 909	-585	-734	-403	-1 025	-1 027	-919	-995	-680
Rachunek bieżący	% PKB	-5,2	-5,3	-4,9	-4,9	-5,0	-5,3	-5,1	-4,9	-4,9	-4,6	-4,4	-4,1	-4,0	-3,6
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-21,9	-22,5	-21,6	-25,1	-5,3	-16,5	-23,0	-24,8	-27,0	-21,1	-24,3	-22,9	-20,8	-32,7
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	54,4	55,9	53,7	62,5	15,1	47,2	65,6	70,9	77,1	60,2	69,6	65,5	59,5	93,4
Inflacja (CPI)	% r/r	3,9	4,3	4,8	4,6	4,1	4,3	3,9	4,0	3,6	4,3	4,0	3,8	4,0	3,6
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,6	2,8	3,0	3,1	2,5	2,6	2,4	2,7	2,3	2,3	2,3	2,1	2,1	2,0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	8,4	8,5	9,1	8,2	7,9	6,0	4,4	4,4	5,2	4,4	3,6	3,1	1,7	1,6
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	10,2	10,5	11,8	12,5	13,7	12,5	9,3	10,3	11,3	11,1	11,1	9,5	7,9	8,3
Zobowiązania	% r/r	9,5	9,4	11,2	11,7	12,8	12,5	8,5	10,0	10,8	10,4	10,9	9,5	7,8	8,7
Należności	% r/r	14,7	14,8	14,6	14,4	14,5	13,0	12,8	13,4	13,1	10,7	7,5	7,0	6,2	6,2
EUR/PLN	PLN	4,33	4,35	4,43	4,48	4,37	4,18	4,14	4,18	4,30	4,30	4,19	4,09	4,14	4,12
USD/PLN	PLN	3,15	3,18	3,27	3,40	3,39	3,16	3,13	3,17	3,36	3,43	3,41	3,30	3,22	3,19
CHF/PLN	PLN	3,61	3,54	3,60	3,65	3,61	3,47	3,43	3,47	3,58	3,58	3,49	3,41	3,42	3,41
Stopa referencyjna ^b	%	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75
WIBOR 3M	%	4,75	4,80	4,94	4,98	4,99	4,97	4,95	4,94	5,05	5,12	5,13	5,10	4,95	4,88
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,48	4,48	4,48	4,55	4,51	4,50	4,48	4,58	4,75	4,75	4,64	4,58	4,53	4,25
Rentowność obligacji 2L	%	4,43	4,54	4,73	4,86	4,75	4,66	4,58	4,67	4,77	4,71	4,46	4,12	4,09	4,03
Rentowność obligacji 5L	%	5,08	5,09	5,19	5,30	5,20	5,00	4,88	4,97	4,97	4,85	4,58	4,43	4,28	4,16
Rentowność obligacji 10L	%	5,80	5,76	5,85	5,88	5,74	5,53	5,45	5,50	5,41	5,24	4,99	4,88	4,85	4,70

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

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2010	2011	2012	2013	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
PKB	mld PLN	1 416,4	1 524,7	1 597,5	1 665,7	370,5	388,4	392,9	445,7	385,4	404,1	409,2	467,0
PKB	% r/r	3,9	4,3	2,2	1,9	3,5	2,4	1,7	1,5	1,3	2,0	2,0	2,2
Popyt krajowy	% r/r	4,6	3,6	-0,1	1,1	2,7	-0,2	-1,1	-1,2	-0,4	0,5	2,2	1,9
Spożycie indywidualne	% r/r	3,2	3,1	1,7	1,7	2,1	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7	1,8	1,9
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-0,4	8,1	0,0	-2,7	6,7	1,9	-2,0	-2,0	-5,0	-4,0	-3,0	-1,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	9,0	7,7	1,9	1,9	4,9	2,8	-0,8	1,3	-0,3	2,4	2,9	2,5
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	4,6	16,3	-3,9	-7,5	13,8	2,2	-11,0	-9,0	-10,7	-7,4	-5,4	-7,7
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	6,1	11,2	7,2	4,4	12,6	6,5	5,8	4,7	4,5	3,6	5,1	4,4
Stopa bezrobocia ^b	%	12,4	12,5	13,5	13,9	13,3	12,4	12,5	13,5	14,0	13,2	13,3	13,9
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	3,3	5,0	3,5	1,4	5,3	3,0	2,6	2,5	1,2	1,6	1,4	1,4
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	0,8	3,2	0,2	-0,1	0,6	0,3	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	0,1
Eksport (w euro)	% r/r	22,8	12,1	2,6	4,3	4,1	0,4	4,0	2,0	2,0	4,0	5,0	6,0
Import (w euro)	% r/r	24,9	12,2	-0,8	2,3	4,3	-3,5	-0,9	-3,0	-1,2	1,1	5,5	4,0
Bilans handlowy	mln EUR	-8 893	-10 059	-5 107	-2 451	-2 115	-1 641	-567	-784	-945	-623	-781	-102
Rachunek bieżący	mln EUR	-18 129	-17 977	-12 195	-6 836	-4 515	-2 164	-2 941	-2 575	-2 182	-804	-2 145	-1 705
Rachunek bieżący	% PKB	-5,1	-4,9	-3,2	-1,7	-5,1	-4,6	-4,0	-3,2	-2,6	-2,2	-2,0	-1,7
Wynik general government	% PKB	-7,8	-5,1	-3,5	-3,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2,6	4,3	3,8	2,4	4,1	4,0	3,9	3,2	2,6	2,0	2,4	2,5
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	3,1	4,6	2,9	2,5	3,9	4,3	4,0	2,9	2,4	2,0	2,5	2,5
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	1,6	2,4	2,3	2,0	2,5	2,5	2,2	1,9	2,0	1,8	2,1	2,1
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,1	7,6	3,6	1,9	6,1	4,7	2,8	0,9	1,2	1,3	2,4	2,7
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	8,8	12,5	6,4	4,8	9,3	11,1	7,9	6,4	7,3	7,6	7,3	4,8
Zobowiązania ^b	% r/r	9,1	11,7	6,5	5,2	8,5	10,4	7,8	6,5	6,7	7,6	7,8	5,2
Należności ^b	% r/r	9,2	14,4	3,3	3,6	12,8	10,7	6,2	3,3	4,5	5,4	5,6	3,3
EUR/PLN	PLN	3,99	4,12	4,20	4,15	4,23	4,26	4,14	4,16	4,21	4,15	4,15	4,10
USD/PLN	PLN	3,02	2,96	3,27	3,21	3,23	3,32	3,31	3,23	3,33	3,26	3,17	3,08
CHF/PLN	PLN	2,90	3,34	3,48	3,37	3,50	3,55	3,44	3,44	3,51	3,39	3,32	3,28
Stopa referencyjna ^b	%	3,50	4,50	4,25	4,00	4,50	4,75	4,75	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00
WIBOR 3M	%	3,94	4,54	4,94	4,26	4,97	5,04	5,06	4,69	4,32	4,23	4,25	4,22
Rentowność bonów 52-tyg.	%	3,96	4,51	4,50	4,17	4,50	4,69	4,58	4,22	4,13	4,10	4,18	4,27
Rentowność obligacji 2L	%	4,72	4,81	4,40	3,97	4,66	4,71	4,22	3,99	3,93	3,90	3,98	4,07
Rentowność obligacji 5L	%	5,31	5,44	4,63	4,15	5,02	4,93	4,43	4,13	4,07	4,08	4,18	4,27
Rentowność obligacji 10L	%	5,74	5,98	5,14	4,85	5,58	5,38	4,91	4,69	4,80	4,86	4,88	4,87

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 9.10.2012 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, fax 22 586 83 40

Email: ekonomia@bzwbk.pl Serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.skarb.bzwbk.pl>

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

tel. 22 586 83 63, Email: maciej.reluga@bzwbk.pl

Piotr Bielski	22 586 83 33
Agnieszka Decewicz	22 586 83 41
Marcin Luziński	22 586 83 62
Marcin Sulewski	22 586 83 42

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5
61-894 Poznań
tel. 61 856 58 14/30
fax 61 856 44 56

Warszawa

ul. Marszałkowska 142
00-061 Warszawa
tel. 22 586 83 20/38
fax 22 586 83 40

Wrocław

ul. Rynek 9/11
50-950 Wrocław
tel. 71 369 94 00
fax 71 370 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.