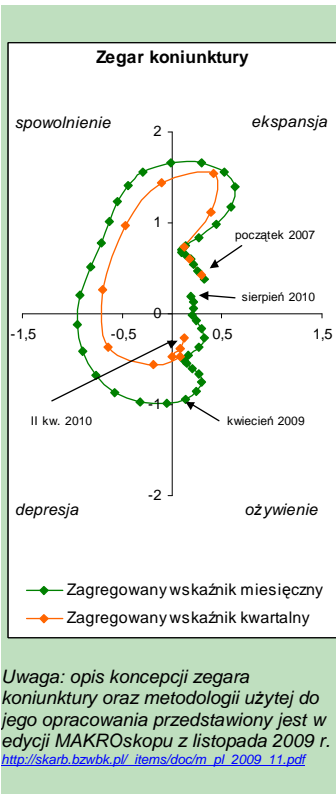


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Październik 2010



W tym miesiącu:

Gospodarka Polski	2
Rynek nieruchomości	4
Pod lupą: Bank centralny	5
Pod lupą: Rząd i polityka	7
Monitor rynku	8
Przegląd międzynarodowy	10
Kalendarz makroekonomiczny	11
Dane i prognozy ekonomiczne	12

Maciej Reluga

Główny Ekonomista
022 586 8363

Piotr Bielski
022 586 8333

Piotr Bujak
022 586 8341

Marcin Sulewski
022 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

Kontynuacja ekspansji

▪ Tytułując raport z poprzedniego miesiąca „*Czas na odważne decyzje*”, nie łudziliśmy się, że nastąpią znaczące zmiany w polityce fiskalnej, mieliśmy natomiast nieśmiałe oczekiwania odnośnie zbliżającego się zacieśnienia polityki pieniężnej. Budżet na przyszły rok przedstawiony w parlamencie nie stanowił zaskoczenia wobec wcześniejszych informacji – można oczekiwać pewnej poprawy w nierównowadze fiskalnej, choć bez głębszych reform. Niestety w tym roku deficyt sektora finansów publicznych może być większy od planu i większy niż w roku poprzednim (przy podwojeniu tempa wzrostu gospodarczego). Tym samym, na tle innych krajów Polska może się wyróżniać negatywnie skalą ekspansji fiskalnej. Dla agencji ratingowych nie stanowi to póki co źródła niepokoju, czekają na one na reformy po wyborach. Podobnie dla rynków finansowych, które koncentrują się na ryzyku fiskalnym w innych krajach (takich jak Irlandia, Portugalia, co wpływa na globalne ryzyko, a co za tym idzie na wahania złotego), a w Polsce zdają sobie sprawę z tego, że znacząca część planowanych potrzeb pożyczkowych została już w tym roku zaspokojona, a dodatkowo wysokie będą przychody z prywatyzacji.

▪ RPP utrzymała stopy procentowe bez zmian. Co ważniejsze jednak, komunikat po posiedzeniu był dość gołębny i sugerujący, że podobna decyzja może zapaść na posiedzeniu październikowym. Widać, że Rada jest wyraźnie podzielona i część członków opowiada się za natychmiastową podwyżką stóp (wniosek o podwyżkę o 50 pb był głosowany w sierpniu, prawdopodobnie również we wrześniu). Większość Rady wciąż jednak „dojrzeźwa” do takiej decyzji. Oby niezbyt długo, bo istnieje ryzyko, że podobnie jak bywało w przeszłości reakcja władz monetarnych będzie spóźniona wobec rozwoju sytuacji ekonomicznej (i polityka pieniężna pozostanie zbyt długo ekspansywna), pomimo podkreślania konieczności prowadzenia jej na zasadzie *forward-looking*. W tym sporze pomiędzy członkami Rady, opowiedzielibyśmy się za zacieśnieniem polityki pieniężnej już teraz (choć niekoniecznie o 50 pb). Dodatkowym argumentem za taką decyzją w przypadku nowo powołanej Rady jest kwestia wiarygodności, co pokazują wyniki ankiety wśród ekonomistów bankowych przygotowanej przez *Parkiet*.

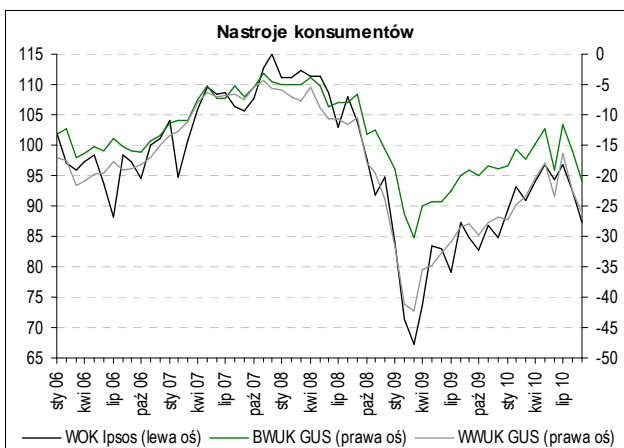
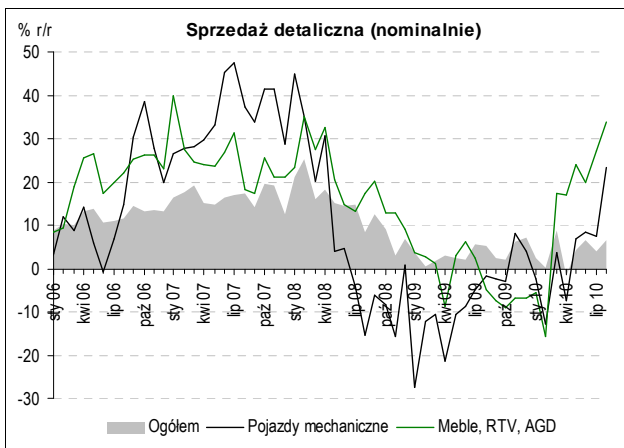
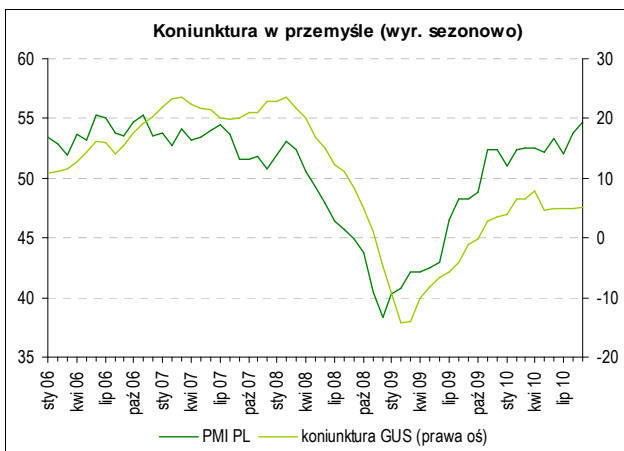
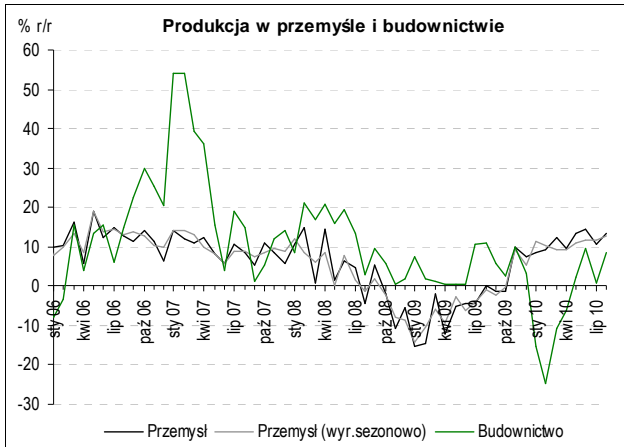
▪ Informacja o wniosku o podwyżkę o 50pb w sierpniu wpłynęła negatywnie na rynek krótkoterminowej stopy procentowej, czemu sprzyjały również kolejne dane makroekonomiczne, ale gołębny komunikat Rady po spotkaniu wrześniowym odwrócił te tendencje. Naszym zdaniem, najbliższe tygodnie mogą przynieść podobny scenariusz. Kolejne napływające dane makroekonomiczne będą miały „jastrzębi” wydźwięk (nasz zegar koniunktury potwierdza utrzymanie polskiej gospodarki w fazie ekspansji), ale spotkanie Rady może ponownie przynieść brak podwyżki. Podwyżka w październiku byłaby możliwa w przypadku wyjątkowo „jastrzębich” danych i takich samych wniosków nowej projekcji (oraz zaakceptowania tych wniosków przez Radę, bo jest to przecież jeden z wielu czynników branych pod uwagę). Na rynku walutowym spodziewamy się spadku kursu EURPLN w okolice 3,90.

Na rynku finansowym 30 września 2010 r.:

Stopa depozytowa NBP	2,00	WIBOR 3M	3,84	USDPLN	2,9250
Stopa referencyjna NBP	3,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	4,70	EURPLN	3,9870
Stopa lombardowa NBP	5,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,06	EURUSD	1,3631

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 08.10.2010 r.

Gospodarka Polski

**Brak oznak zadyszki w polskim przemyśle**

Wzrost produkcji sprzedanej przemysłu przyspieszył w sierpniu do 13,5% r/r, a po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym do 12,7% r/r, najwyższego poziomu od ponad trzech lat. Dane potwierdzają kontynuację ekspansji w przemyśle, której motorem jest nadal popyt zagraniczny (co potwierdza m.in. raport PMI), chociaż można oczekiwać, że czynnik ten będzie stopniowo słabł wraz z oczekiwanym spowolnieniem wzrostu w krajach Europy Zachodniej w kolejnych kwartałach. Na razie jednak utrzymujące się od wielu miesięcy dwucyfrowe tempo wzrostu produkcji oraz rosnące wykorzystanie mocy wytwórczych w firmach (wg badań NBP jest już powyżej długoterminowej średniej) wspierają oczekiwanie, że w najbliższych kwartałach powinno nastąpić stopniowe ożywienie popytu inwestycyjnego, w miarę jak firmy zaczną rozbudowywać swój potencjał produkcyjny.

Produkcja w budownictwie wzrosła w sierpniu o 8,5% r/r, a po wyłączeniu czynników sezonowych o 4,1% r/r. Potwierdziło to nasze przypuszczenia, że osłabienie w lipcu miało charakter przejściowy, prawdopodobnie związany z warunkami atmosferycznymi i skutkami powodzi. Spodziewamy się dalszego przyspieszenia wzrostów w budownictwie w kolejnych miesiącach.

Indeks PMI dla polskiego przemysłu wzrósł we wrześniu do najwyższego poziomu od końca 2006 (zamiast oczekiwanego spadku). Odnotowano wyraźną poprawę nowych zamówień (sub-indeks najwyższy od marca 2007), w tym eksportowych, mocny wzrost indeksu zatrudnienia (dzięki inwestycjom w nowe moce produkcyjne i wyższym zamówieniom) oraz wzrost produkcji. W sumie, dane sugerują, że pod koniec III kw. br. utrzymywał się solidny wzrost aktywności polskiego przemysłu, co pozwala na spory optymizm w prognozach produkcji.

Rośnie dynamika sprzedaży detalicznej

Sprzedaż detaliczna była w sierpniu o 6,6% wyższa niż przed rokiem. Największe przyspieszenie wzrostu nastąpiło w sprzedaży samochodów, gdzie roczna dynamika poprawiła się do 23,2% r/r z 7,4% r/r w lipcu (dane agencji Samar wskazują, że we wrześniu wzrost sprzedaży samochodów był jeszcze szybszy). Jednak w pozostałych działach również nastąpiła poprawa. Warto zwrócić uwagę, że sprzedaż mebli oraz artykułów RTV i AGD przyspieszyła po raz kolejny, do poziomu 33,7% r/r (najwyższy od lutego 2008). Duże zainteresowanie dobrami trwałego użytku sugeruje, że popyt konsumentów ma solidne podstawy, wynikające z poprawy sytuacji dochodowej gospodarstw domowych i mniejszych obaw o bezrobocie.

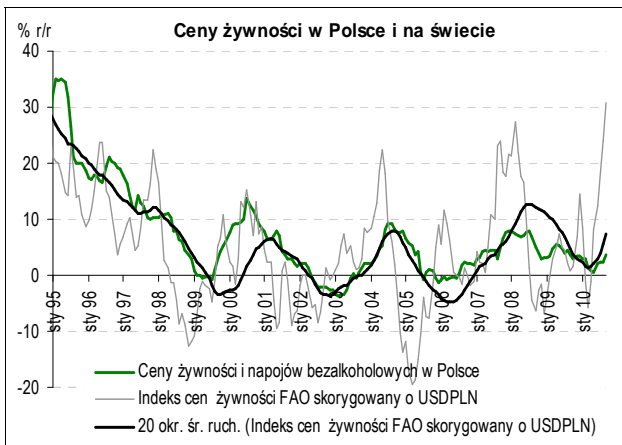
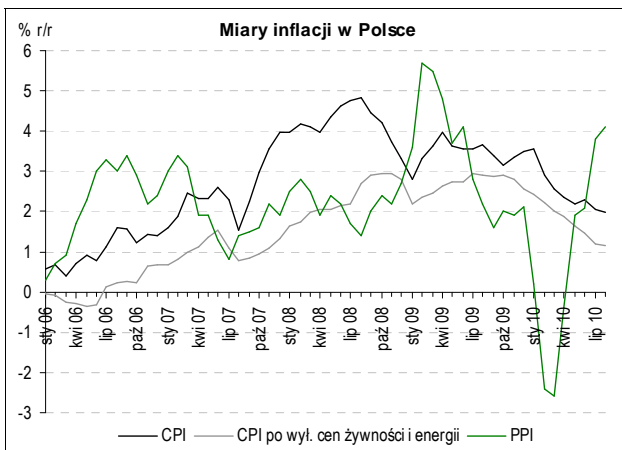
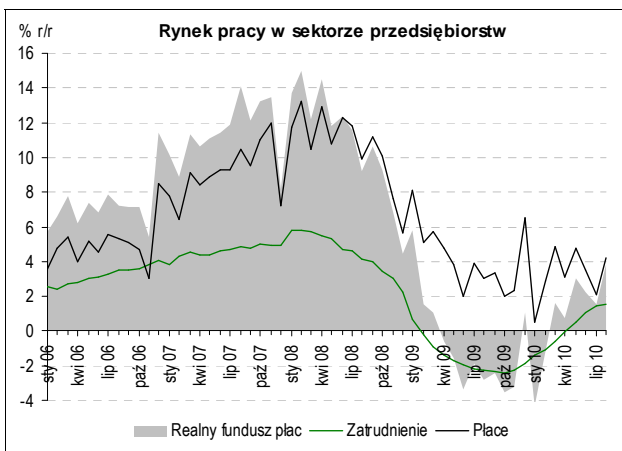
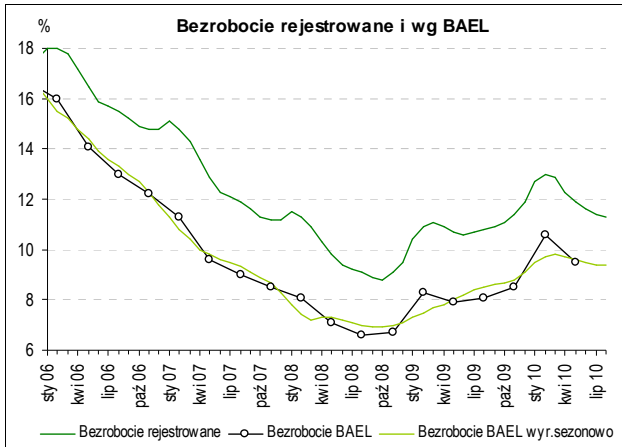
... ale uwaga na nastroje konsumentów

Nieco mniej optymistyczny obraz pokazały dane nt. nastrojów konsumentów. Wskaźnik bieżący koniunktury konsumenckiej GUS spadł we wrześniu najniżej od lipca 2009, a wskaźnik wyprzedzający najniżej od początku roku. Najniższy od końca ub.r. był również indeks WOK Ipsos-u.

Pogorszyły się wszystkie główne czynniki determinujące nastroje konsumenckie, przede wszystkim oceny zmian sytuacji gospodarczej kraju oraz możliwości dokonywania ważnych zakupów (wg Ipsos skłonność do zakupów spadła stosunkowo niewiele). Znacznie mniej pogorszyły się oceny obecnej i przyszłej sytuacji finansowej konsumentów oraz oczekiwania związane z bezrobociem.

Gdyby tendencja spadkowa nastrojów konsumentów była kontynuowana, mogłoby to zagrozić kontynuacji umiarkowanego wzrostu spożycia indywidualnego w kolejnych kwartałach. Wydaje się jednak, że powinna temu zapobiec kontynuacja pozytywnych tendencji na rynku pracy (której potwierdzenie widać m.in. w badaniach koniunktury).

Gospodarka Polski



Dalsza stopniowa poprawa na rynku pracy

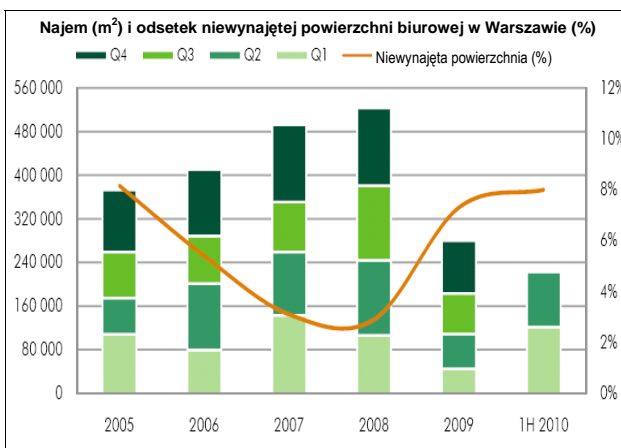
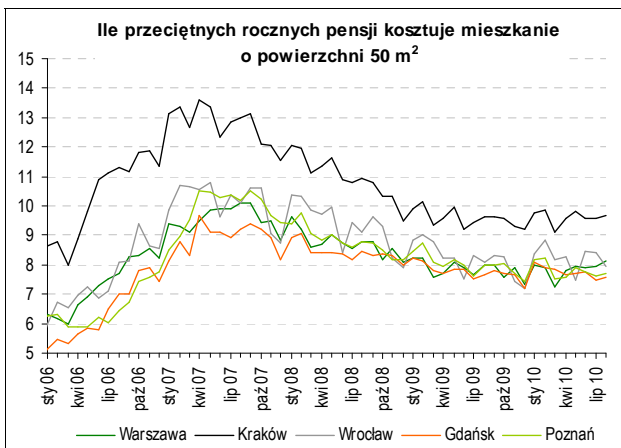
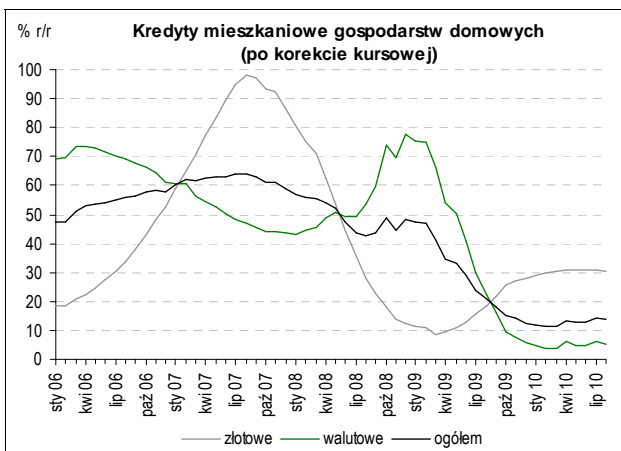
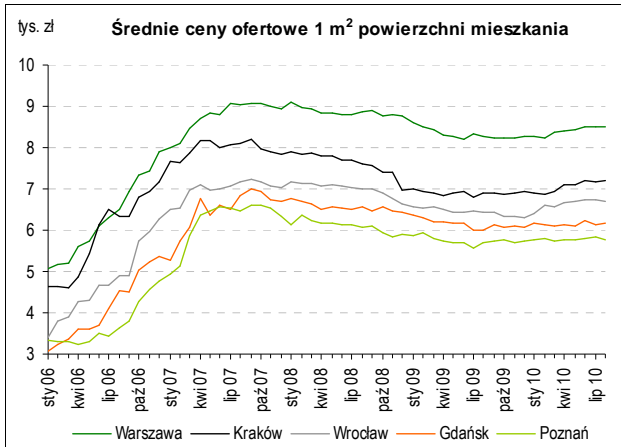
- Stopa bezrobocia obniżyła się w sierpniu do 11,3%, zgodnie z oczekiwaniami. Liczba zarejestrowanych bezrobotnych wyniosła 1,8 mln i była o 111 tys. wyższa niż przed rokiem. Warto jednak odnotować, że wyższa liczba bezrobotnych w rejestrach nie jest efektem spadku liczby miejsc pracy w gospodarce, ponieważ liczba pracujących wzrosła w tym okresie o prawie 200 tys. Wzrost bezrobocia w ostatnich dwóch latach był przede wszystkim efektem napływu nowych osób na rynek pracy (absolwenci, powracający z zagranicy itp.).
- Stopa bezrobocia wg metodologii Eurostatu (po korekcie sezonowej) wyniosła w sierpniu 9,4%, tyle co w sierpniu.
- Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw było w sierpniu o 1,6% wyższe niż przed rokiem. Wynik był nieco poniżej oczekiwań, ale warto zauważyć, że był to dziesiąty z rzędu miesiąc poprawy rocznej dynamiki zatrudnienia, a liczba zatrudnionych w sektorze firm powróciła mniej więcej do poziomu z końca 2008 r. (to ostatnie porównanie może być mylące ze względu coroczną zmianę próby statystycznej przez GUS, ale dane wg BAEL nt. liczby pracujących prowadzą do podobnego wniosku). Liczba deklarowanych zwolnień pozostaje wprawdzie na wysokim poziomie, ale badania koniunktury wyraźnie wskazują na wzrost popytu na pracę w firmach.
- Roczna dynamika wynagrodzeń przyspieszyła wyraźnie w sierpniu do 4,2% wobec 2,1% r/r miesiąc wcześniej. W sumie, fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw wzrósł w sierpniu nominalnie o 5,9% r/r, a realnie o 3,8% r/r, najmocniej od stycznia 2009 r. Kontynuacja poprawy na rynku pracy, której się spodziewamy w kolejnych miesiącach, i rosnące dochody z pracy gospodarstw domowych będą wspierały dynamikę konsumpcji. Stopniowo będzie to również wpływać na przyspieszenie wzrostu jednostkowych kosztów pracy w firmach.

CPI nadal w dołku, PPI mocno w górę

- Inflacja w sierpniu pozostała na lipcowym poziomie 2,0% r/r i była niższa od oczekiwań. O różnicy przesądziły niemal w całości ceny żywności, które mocno się obniżyły, głównie za sprawą sezonowej przeceny warzyw i owoców. W sierpniu nie był widoczny wpływ mocno drożejących ostatnio cen żywności na świecie, a oddziaływanie krajowych czynników takich jak powódź i anomalie pogodowe również okazało się ograniczone. Wydaje się, że impulsy te pojawiają się jednak w kolejnych miesiącach (we wrześniu dolarowy indeks światowych cen żywności FAO, tj. Światowej Organizacji Żywności przy ONZ wzrósł drugi raz z rzędu o ponad 6% m/m). Moment odbicia inflacji od dna przesunął się nieco w czasie, jednak skala oczekiwanego wzrostu CPI nie ulega naszym zdaniem zbyt dużym zmianom – nadal należy się spodziewać, że w kolejnych kwartałach inflacja będzie stopniowo pięć się w górę, przekraczając poziom celu inflacyjnego w IV kw. 2010 i rosnąc powyżej 3% na początku 2011 r.
- W sierpniu inflacja bazowa pozostała mniej więcej na poziomie z poprzedniego miesiąca (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii 1,2% r/r). Spodziewamy się jeszcze dwóch miesięcy stabilizacji lub lekkiego spadku, a potem stopniowego wzrostu inflacji bazowej do poziomu celu inflacyjnego w 2011 r.
- Wzrost PPI przyspieszył w sierpniu do 4,1% r/r. Pomogła w tym m.in. niska baza z ub. roku, kiedy to ceny produkcji spadły o 0,4% m/m (tym razem spadek o 0,2% m/m). Ceny w przetwórstwie obniżyły się po raz pierwszy od marca, o 0,3% m/m, w czym pomógł zapewne efekt mocniejszego złota, obniżający ceny eksportu. Mocno wzrosły za to ceny w górnictwie, a także ceny produkcji artykułów spożywczych, wyrobów farmaceutycznych i tytoniowych.

Źródło: GUS, NBP, Eurostat, FAO, obliczenia własne

Rynek nieruchomości



Źródło: GUS, NBP, szybko.pl, CBRE, obliczenia własne

Wakacyjny marazm mieszkaniowy

- Tradycyjnie w miesiącach wakacyjnych aktywność na rynku mieszkaniowym się zmniejsza. Sezonowy zastój można było zaobserwować również w tym roku. Dotyczyło to zarówno liczby transakcji, jak i cen nieruchomości, które w sierpniu po raz kolejny nie uległy większym zmianom.
- We wszystkich większych miastach średnie ceny mieszkań są nieco wyższe niż przed rokiem (o ok. 3-4%), chociaż nadal wyraźnie poniżej szczytu z okresu boomu mieszkaniowego w II połowie 2007 r. (w zależności od miasta, ok. 6-12% niżej).
- Pierwsze sygnały dotyczące sytuacji na rynku we wrześniu wskazują na powakacyjne ożywienie obrotów (któremu sprzyja m.in. zapowiedź podwyżki VAT oraz rządowe plany ograniczenia programu Rodzina na Swoim), przy lekkim spadku średnich cen w większych miastach.

Niewielkie zmiany na rynku kredytowym

- W sierpniu nie nastąpiły istotne zmiany w ofercie banków dotyczącej kredytów mieszkaniowych.
- Popyt klientów na kredyty ustabilizował się mniej więcej na poziomie z ostatnich kilku miesięcy. Wprowadzie wartość portfela kredytów mieszkaniowych wzrosła w sierpniu o prawie 10 mld zł, ale był to głównie efekt wyższego kursu franka szwajcarskiego. Wg naszych szacunków po uwzględnieniu korekty kursowej tempo przyrostu kredytów mieszkaniowych utrzymuje się od dwóch kwartałów na stabilnym poziomie 13-14% r/r.
- Część zapisów Rekomendacji T, która weszła w życie pod koniec sierpnia, nie spowodowała poważnego spowolnienia akcji kredytowej. Dzieje się tak m.in. dlatego, że banki wprowadzają coraz bardziej atrakcyjne oferty kredytów złotowych.

Dostępność mieszkań również bez większych zmian

- Szacowane przez nas indeksy dostępności mieszkań, biorące pod uwagę ceny nieruchomości oraz przeciętny poziom płac w danym rejonie, wahają się w ostatnich kilkunastu miesiącach w dość ograniczonym zakresie. W sierpniu tak liczona zdolność nabywczą dla Warszawy była o niemal 2% niższa niż przed rokiem, a we Wrocławiu i Gdańsku w podobnej skali wzrosła. Najbardziej wzrósł indeks dla Poznania (ok. 4% r/r), podczas gdy w Krakowie pozostał w ciągu roku niemal bez zmian.
- O wiele bardziej poprawiła się w ciągu roku dostępność mieszkań przy zakupie finansowanym kredytem mieszkaniowym w złotych. Wg naszych obliczeń we wszystkich pięciu miastach nastąpił wzrost (8-15% r/r). Nadal jednak indeksy były wyraźnie poniżej wartości sprzed boomu mieszkaniowego.

Stopniowe ożywienie na rynku komercyjnym

- Stopniowe ożywienie widoczne jest na rynku nieruchomości komercyjnych. Wg raportu CB Richard Ellis, w I półroczu 2010 popyt na najem powierzchni biurowych w Warszawie był o ok. 30% wyższy niż w II połowie 2009 (i wyniósł 233 tys. m²).
- Jednocześnie, podaż nowych powierzchni biurowych jest ograniczona m.in. ze względu na utrudniony dostęp do finansowania (restrykcyjna polityka banków). Wskaźnik niewynajętej powierzchni biurowej w Warszawie był w I półroczu nadal na dość wysokim poziomie 8%. Największy odsetek niewynajętych powierzchni jest w Łodzi (ok. 20%).
- Na rynku powierzchni magazynowych, po zastojach w ub. roku, w I półroczu liczba umów najmu wzrosła o ponad 60% r/r.

Pod lupą: Bank centralny

Fragmenty wrześniowego komunikatu RPP

W gospodarce światowej utrzymuje się umiarkowane ożywienie, a jego dynamika w II połowie 2010 r. będzie prawdopodobnie niższa niż w I połowie roku. W krajach rozwiniętych dostosowania w bilansach gospodarstw domowych, przedsiębiorstw i instytucji finansowych, przy wciąż niekorzystnej sytuacji na rynku pracy oddziałują w kierunku osłabienia dynamiki wzrostu gospodarczego w najbliższych kwartałach. Istotnym czynnikiem niepewności dla wzrostu gospodarczego w tych krajach są skutki wysokiej nierównowagi fiskalnej oraz zapowiadanej jej ograniczenia, a także ekspansji monetarnej, w tym niekonwencjonalnych działań podejmowanych przez główne banki centralne. Jednocześnie trwający wysoki wzrost gospodarczy w największych gospodarkach wschodzących wspiera globalną koniunkturę.

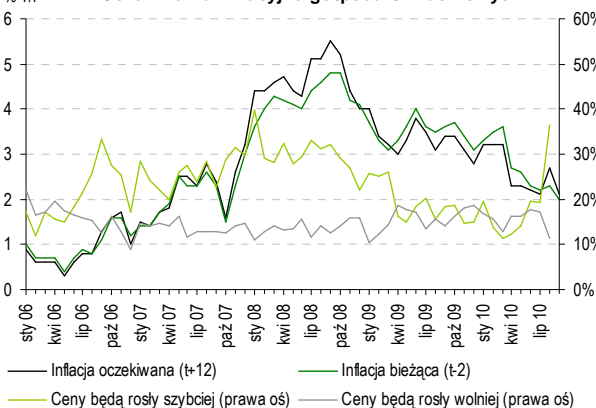
Dane dotyczące polskiej gospodarki w III kw. 2010 wskazują na stopniową stabilizację tempa wzrostu gospodarczego. Utrzymuje się szybki wzrost produkcji przemysłowej, rośnie także – chociaż nieregularnie – produkcja budowlano-montażowa i sprzedaż detaliczna. Stopniowo wzrasta wykorzystanie mocy wytwórczych w przedsiębiorstwach. Pewnemu pogorszeniu uległy jednak oceny przedsiębiorstw i gospodarstw domowych dotyczące przyszłej sytuacji gospodarczej. Stopniowo poprawia się sytuacja na rynku pracy, czego przejawem jest dalszy wzrost zatrudnienia w przedsiębiorstwach oraz obniżenie stopy bezrobocia. Akcja kredytowa dla przedsiębiorstw pozostaje ograniczona, głównie z przyczyn leżących po stronie popytu na kredyt. Stopniowo podnosi się dynamika kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych.

(...) W kierunku stopniowego wzrostu inflacji CPI w kolejnych miesiącach może oddziaływać wzrost cen żywności i energii, ponadto w 2011 r. poziom cen może zostać nieznacznie podwyższony przez zapowiadaną zmianę stawek podatku VAT.

W ocenie Rady, umiarkowane tempo wzrostu gospodarczego i towarzysząca mu obecnie ograniczona presja płacowa i inflacyjna wraz z ryzykiem osłabienia wzrostu gospodarczego na świecie w kolejnych kwartałach uzasadniają utrzymanie stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie.

Jednocześnie Rada będzie analizowała sygnały ewentualnego narastania presji inflacyjnej, jak również obserwowane kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych.

Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych



Fragmenty Założeń polityki pieniężnej na 2011 rok

Polityka pieniężna jest jednoznacznie ukierunkowana na utrzymanie inflacji jak najbliższej celu 2,5%, a nie jedynie wewnątrz przedziału wahań. Rozwiązanie takie ma umożliwić zakotwiczenie oczekiwań inflacyjnych, dzięki któremu bank centralny może rzadziej reagować zmianami parametrów polityki pieniężnej na ewentualne wstrząsy mające wpływ na poziom inflacji w danym okresie. W efekcie może się również zmniejszyć zmienność długoterminowych stóp procentowych.

W gospodarce nieuniknione jest występowanie wstrząsów. (...) W przypadku wstrząsów, które w ocenie Rady mogą wywołać względnie trwałe wzrost oczekiwań inflacyjnych, a w konsekwencji utrwalić wzrost inflacji ze względu na pojawienie się tzw. efektów drugiej rundy, bank centralny będzie odpowiednio modyfikował parametry polityki pieniężnej.

Przy ocenie ryzyka wystąpienia zaburzeń w systemie finansowym oraz perspektyw inflacji na dłuższą metę przydatne jest uwzględnianie kształtowania się agregatów monetarnych i kredytowych.

RPP jeszcze nie „dojrzała” do podwyżki

Na posiedzeniu we wrześniu RPP postanowiła utrzymać podstawowe stopy procentowe NBP bez zmian. Decyzja ogłoszona została wyjątkowo późno, co sugeruje, że prawdopodobnie tak jak w sierpniu również tym razem złożony był wniosek o podwyżkę. Przyczyną wydłużonej dyskusji RPP mogła być jednak nie tylko debata nad decyzją ws. stóp, ale również dyskusja na temat *Założeń polityki pieniężnej na 2011 r.* (więcej o tym dokumencie poniżej).

Rada w komunikacie wskazała wprost jakie czynniki przesądziły o utrzymaniu stóp bez zmian – umiarkowane tempo wzrostu PKB, ograniczona presja płacowa i inflacyjna, ryzyko osłabienia wzrostu gospodarczego na świecie.

Jednocześnie, Rada wskazała, że będzie analizowała sygnały ewentualnego narastania presji inflacyjnej oraz kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych.

Wydaje się, że w wymienionych przez Radę czynnikach niewiele się zmieni w ciągu najbliższego miesiąca (w zakresie oczekiwań inflacyjnych już dzień po wrześniowym posiedzeniu Rady pojawił się argument dla „gołębi” – szczegóły poniżej) i możemy mieć do czynienia z kontynuacją postawy wyczekującej. Projekcja inflacji i PKB będzie jedynym nowym elementem, ale trudno ocenić czy przeważą szalę na rzecz podjęcia decyzji o podwyżce stóp procentowych. Biorąc pod uwagę najnowsze wypowiedzi niektórych członków RPP (szczegóły na następnej stronie), projekcja NBP dla inflacji i PKB może mieć relatywnie niewielkie znaczenie dla decyzji obecnej Rady.

W sumie, podtrzymujemy nasze przewidywania, że IV kw. przyniesie pierwszą podwyżkę stóp (w skali 25pb), ale najprawdopodobniej jeszcze nie w październiku.

Oczekiwania inflacyjne we wrześniu wyraźnie w dół

Dzień po posiedzeniu RPP, na którym podkreślono, że z punktu widzenia przyszłych decyzji ws. stóp ważne będzie m.in. kształtowanie się oczekiwań inflacyjnych, NBP opublikował dane nt. oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych za wrzesień. Pokazały one spadek do 2,1% z 2,7% w sierpniu, a więc całkowite odwrócenie wyraźnego wzrostu z poziomu 2,1% w lipcu.

Spadek oczekiwań inflacyjnych we wrześniu może być tym bardziej istotnym argumentem w rękach „gołębi” z RPP, że bieżąca inflacja znana w momencie badania (za lipiec) obniżyła się w mniejszym stopniu, do 2,0% z 2,3% w czerwcu. Za znaczny spadek oczekiwań inflacyjnych we wrześniu nie jest więc odpowiedzialny jedynie „czynnik adaptacyjny”.

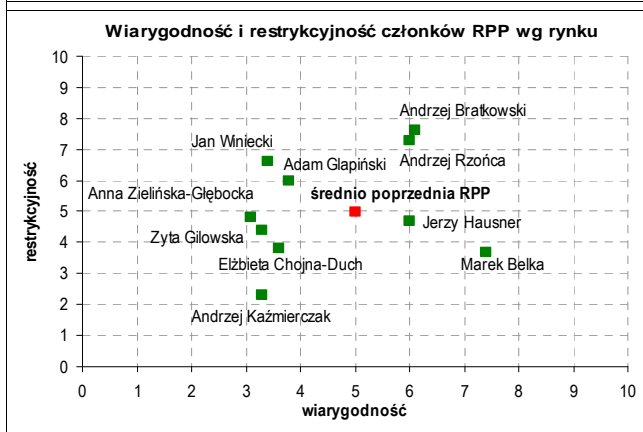
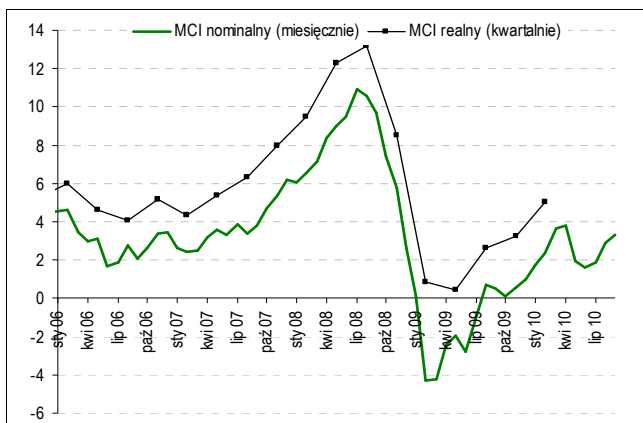
Mało nowego w nowych założeniach polityki pieniężnej

Przyjęte przez RPP po długich dyskusjach *Założenia polityki pieniężnej na rok 2011*, nie zawierają zasadniczych zmian w porównaniu z poprzednimi latami. Przede wszystkim, nowa RPP nie dokonała modyfikacji celu inflacyjnego – polityka pieniężna ma być nadal ukierunkowana ściśle na utrzymanie inflacji jak najbliższej celu 2,5%, a nie jedynie wewnątrz dopuszczalnego przedziału.

Biorąc pod uwagę wnioski z kryzysu, bardziej wyraźnie zaznaczono potrzebę uwzględnienia zmian agregatów monetarnych i kredytowych oraz podkreślono znaczenie polityki regulacyjnej i nadzorczej, która ma wpływ na tempo wzrostu kredytu i jego strukturę.

W zakresie instrumentarium RPP usunięto zapis nt. możliwości stosowania kredytu wekslowego.

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



Aprecjacja złotego wyręcza RPP

- Wrzesień przyniósł zwiększenie restrykcyjności polityki pieniężnej mierzonej obliczanym przez nas nominalnym indeksem MCI. Zaostrzenie polityki pieniężnej mimo braku podwyżki stóp procentowych RPP nastąpiło głównie za sprawą umocnienia złotego (spadek EURPLN i wzrost jego odchylenia w dół od trendu). Mniejszy wkład we wzrost MCI wniósł delikatny wzrost rynkowych stóp procentowych (wzrost WIBOR 3M i zmniejszenie jego odchylenia w dół od trendu).
- Przy ocenie zmian łącznej restrykcyjności polityki pieniężnej trzeba pamiętać o czynnikach nie ujętych w MCI. Z tego punktu widzenia, ważne jest głównie widoczne od początku tego roku łagodzenie polityki kredytowej banków, które działa w kierunku zmniejszenia efektywnej restrykcyjności polityki pieniężnej.

Nadal czekamy na pierwsze wyniki głosowań nowej RPP

- Wiemy oficjalnie, że w sierpniu RPP głosowała nad podwyżką stóp procentowych i stopy rezerw obowiązkowych o 50 pb. Być może był też wniosek o podwyżkę stóp we wrześniu. Nadal nie znamy jednak wyników żadnego głosowania, które umożliwiłyby obliczenie naszego indeksu restrykcyjności.
- Zamiast tego prezentujemy wyniki ankiety *Parkietu* nt. restrykcyjności i wiarygodności członków nowej RPP. Punktem odniesienia jest średni poziom dla poprzedniej Rady przyjmujący umownie w każdym wymiarze wartość 5 na skali od 0 do 10 (wyższa wartość to większa restrykcyjność lub wiarygodność). Wyniki ankiety sugerują, że kluczowym wg rynku członkiem Rady jest Jerzy Hausner – relatywnie wysoka wiarygodność i jednocześnie środek stawki wg stopnia restrykcyjności. Szkoda, że prof. Hausner tak rzadko zabiera publicznie głos.

Część Rady naciska na wyprzedzającą podwyżkę

Już po wrześniowym posiedzeniu RPP odbyło się spotkanie z członkiem RPP Andrzejem Bratkowskim w ramach cyklu Thomson Reuters Economic Spot. Podobnie jak prezes Belka (o jego wypowiedziach poniżej) Bratkowski zastrzegł, że z dużą rezerwą podchodzi do wyników projekcji NBP. Poza tym jednak Bratkowski wyraził w kilku kwestiach odmienne od Belki poglądy. Przede wszystkim, choć Bratkowski podobnie jak Belka zdaje sobie sprawę z dużej niepewności dotyczącej rozwoju sytuacji na świecie, to jednak w odróżnieniu od szefa NBP ma on dość jasno określoną wizję rozwoju sytuacji gospodarczej na świecie i w Polsce. Według niego prawdopodobieństwo scenariusza drugiego dna globalnego cyklu jest relatywnie niewielkie i można oczekiwać w przyszłym roku przyspieszenia wzrostu PKB w Polsce do 3,5-4%, co będzie zbliżone do obecnego poziomu potencjalnego wzrostu. Stąd, zdaniem Bratkowskiego nie należy zwlekać z zaostrzeniem polityki pieniężnej. Szybka podwyżka stóp (prawdopodobnie w większej skali niż 25 pb) pozwoliłaby wg niego skutecznie ograniczyć oczekiwania inflacyjne (Bratkowski uważa spadek oczekiwań inflacyjnych ludności mierzonej przez NBP za przejściowy) i uchroniłaby nas przed znacznym podwyższeniem stóp w przyszłości. Poglądy Andrzeja Bratkowskiego, w szczególności argument o konieczności zarządzania oczekiwaniami inflacyjnymi i potrzebie wyprzedzającej reakcji na zagrożenia dla celu inflacyjnego w średnim horyzoncie spójny jest z wyrażanymi już od paru miesięcy poglądami Adama Glapińskiego.

...a inni sugerują, że stopy mogą pozostać bez zmian do końca 2010

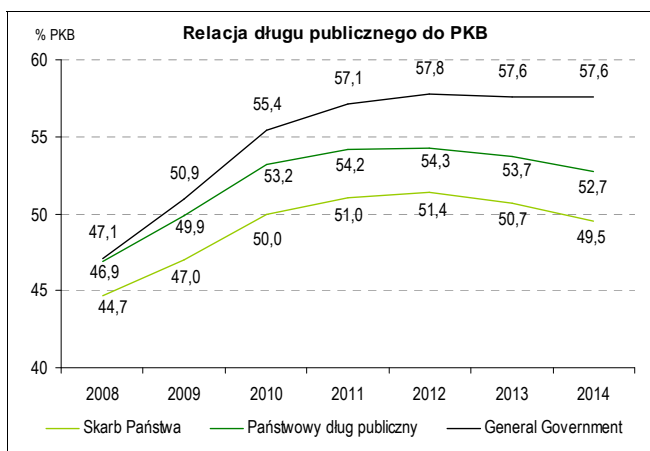
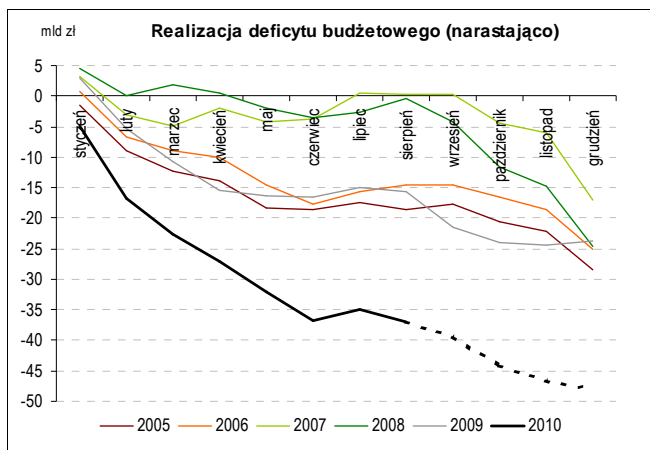
Elżbieta Chojna-Duch powiedziała 7 października w wypowiedzi dla PAP, że „ze względu na sytuację na rynkach zewnętrznych nie jest również wykluczone, że do końca tego roku stopy procentowe pozostaną na tym samym poziomie”. Przy ocenie na ile te wypowiedzi mogą być miarodajne dla całej RPP trzeba pamiętać, że Chojna-Duch reprezentuje raczej „gołębią” frakcję w Radzie, na co wskazuje zarówno nasze subiektywne odczucie, jak i wyniki omówionej wyżej ankiety wśród analityków.

Prezes NBP czuje się komfortowo

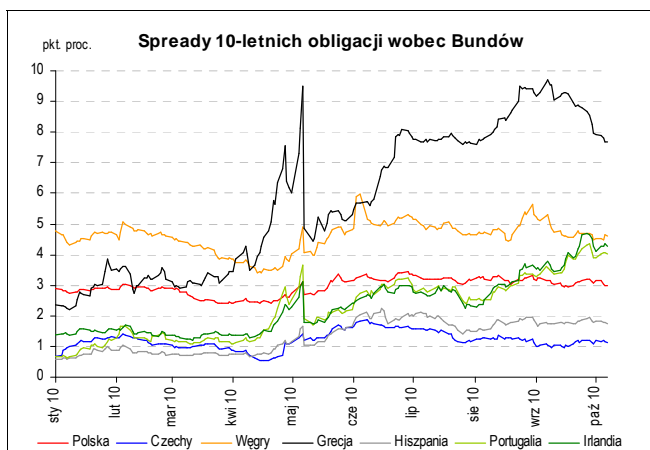
Na spotkaniu z analitykami zorganizowanym przez PAP 4 października, tj. już po wrześniowym posiedzeniu Rady, prezes NBP Marek Belka podkreślał, że obecna sytuacja jest pełna niepewności (głównie dot. sytuacji za granicą), w związku z czym trudno przewidywać co czeka gospodarkę w kolejnych kwartałach. Z drugiej strony, żadna z tych niepewności nie ma jego zdaniem „dramatycznego charakteru”, a sytuacja w jakiej znajduje się RPP jest dość komfortowa. W szczególności, korzystna z punktu widzenia Rady jest wg prezesa NBP sytuacja na rynku pracy, ponieważ mimo wzrostu zatrudnienia nie widać jego zdaniem istotnej presji na wzrost wynagrodzeń. Belka podkreślił, że jeśli będzie działało się coś niepokojącego z perspektywami inflacji, to Rada będzie reagować, jednak z tonu jego wypowiedzi wynikało, że on sam nie dostrzega obecnie poważnych zagrożeń inflacyjnych. W sumie, można byłoby odnieść wrażenie, że do przekonania prezesa NBP do rozpoczęcia cyklu podwyżek potrzebne będą twarde dane, pokazujące wyraźny wzrost inflacji, odbicie w górę inwestycji itp. Tym bardziej, że Belka sugerował, iż podchodzi z rezerwą do wyników projekcji z modelu NBP, co sugeruje, że publikacja w październiku Raportu o inflacji, zawierającego nowej projekcji NBP dla inflacji i PKB nie będzie dla Belki na tyle istotnym czynnikiem, aby zmienić jego opinie dotyczącej preferowanych działań w zakresie polityki stóp procentowych.

Zródło: Eurostat, GUS, NBP, obliczenia własne

Pod lupą: Rząd i polityka



	Spread vs Bundy (10 lat) w pb			CDS (5 lat)		
	08.10	zmiana od 01.09	zmiana od 31.12.09	08.10	zmiana od 01.09	zmiana od 31.12.09
Polska	300	-21	13	129	-24	-6
Czechy	114	3	52	90	-8	-4
Węgry	461	-71	-24	284	-87	40
Grecja	768	-160	526	769	-189	486
Hiszpania	173	-13	112	227	-20	114
Irlandia	427	66	274	310	52	198
Portugalia	403	70	334	343	58	311
Włochy	144	-11	68	192	-37	84
Niemcy	-	-	-	38	-6	11



Źródło: Ministerstwo Finansów, Reuters, obliczenia własne

Budżet 2010 lepiej niż harmonogram

Realizacja tegorocznego budżetu przebiega pozytywnie. Po sierpniu deficyt wyniósł 36,9 mld zł, tj. 70,7% całorocznego planu, a przy tym poprawiła się dynamika dochodów z podatków pośrednich i CIT, co dobrze świadczy o kondycji gospodarki i sugeruje, że tegoroczny deficyt budżetu państwa może być o kilka mld zł niż planowane 52,2 mld zł. Deficyt całego sektora finansów publicznych będzie jednak w tym roku wyraźnie wyższy niż 100 mld zł i wg anonimowych źródeł rządowych sięgnie 7,9% PKB wobec 7,1% w 2009 r.

Lepsza od założeń może się okazać realizacja programu prywatyzacji. Po sprzedaży pakietu PGE, oferta akcji GPW oraz sprzedaż koncernów energetycznych Energa i Enea mogą spowodować, że całoroczne wpływy będą nawet wyższe niż ambitny plan 25 mld zł, ograniczając potrzeby pożyczkowe.

Rząd przyjął budżet 2011 i strategię zarządzania długiem

Rząd przyjął i przesłał do parlamentu przyszłoroczny budżet państwa bez istotnych zmian wobec wstępnego projektu z początku września. Jak już pisaliśmy, przyszły rok nie przynosi istotnych reform, a deficyt fiskalny zredukowany ma być w niewielkim stopniu. Minister finansów zapowiedział w Sejmie, że w przyszłym deficyt *general government* wyniesie 6,5% PKB, w 2012 r. obniży się do 4,5%, a w 2013 r. spadnie do 2,9% PKB. Nadal nie wiemy jednak jak ma do tego dojść.

Przyjęta przez rząd *Strategia zarządzania długiem publicznym na lata 2011-2014* wskazuje, że w latach 2011-12 utrzymywać się będzie poważne ryzyko przekroczenia II progu ostrożnościowego dla państwowego długu publicznego.

W zakresie zadań i celów wąsko rozumianego zarządzania długiem *Strategia...* nie przynosi istotnych zmian.

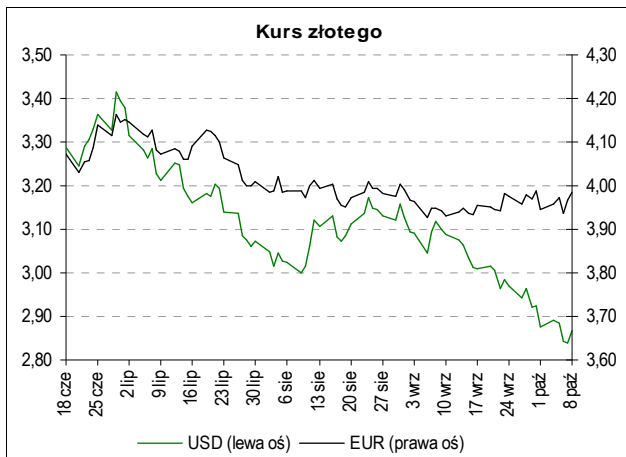
Irlandia i Portugalia zmały pozytywny obraz

Wrzesień i początek października przyniosły ogólnie zmniejszenie postrzeganego przez rynek ryzyka fiskalnego w Europie, co znalazło odzwierciedlenie w spadku spreadów do Bundów i stawek CDS dla większości krajów strefy euro. Całościowy obraz został jednak poważnie zmały przez wyjątki w postaci Irlandii i Portugalii, dla których doszło do wzrostu obaw o wypłacalność. W przypadku Irlandii wzrost ryzyka fiskalnego wiązał się głównie z rosnącymi kosztami ratowania banków, co wg niektórych szacunków może zwiększyć tegoroczny deficyt fiskalny tego kraju do ponad 30% PKB. W przypadku Portugalii istnieją obawy, czy mniejszościowy rząd będzie w stanie wdrożyć działania zmierzające do naprawy stanu finansów publicznych.

Poza tymi dwoma krajami powszechny był jednak spadek ryzyka niewypłacalności. Stawki CDS i spready do Bundów spadły nawet dla Hiszpanii, która doświadczyła od koniec września obniżki ratingu przez agencję Moody's. To pokazuje, że obawy o problemy zadłużeniowe w Europie zaczęły w ostatnich tygodniach wyraźnie zmniejszać, a jednocześnie wycena ryzyka kredytowego państw przybrała bardziej selektywny charakter. Nawet wyraźne nasilenie obaw o sytuację jednego lub kilku krajów nie przekłada się na ogólny wzrost obaw o problemy zadłużeniowe w całej Europie.

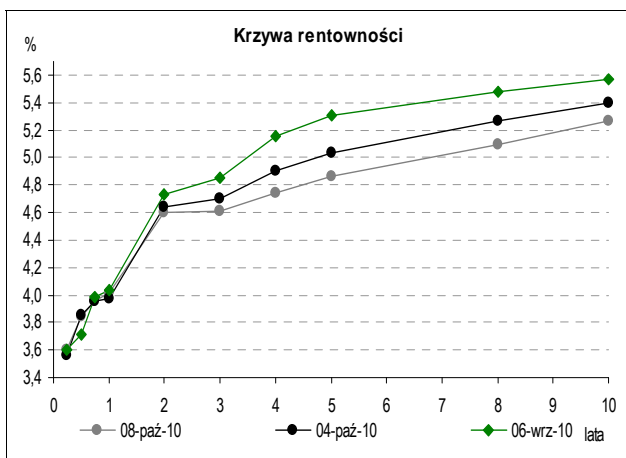
W krajach naszego regionu dominował spadek ryzyka niewypłacalności, związany z coraz lepszą kondycją gospodarek i postępami na drodze do konsolidacji fiskalnej (Węgry zadeklarowały, że dążą do redukcji deficytu poniżej 3% w 2011 r.), chociaż akurat Polska w tym ostatnim aspekcie jest w tyle. Rynek oraz agencje ratingowe tym się jednak nie przejmują. Agencja Moody's zasugerowała nawet, że rating Polski, podobnie jak Czech, jest pod pozytywną presją.

Monitor rynku



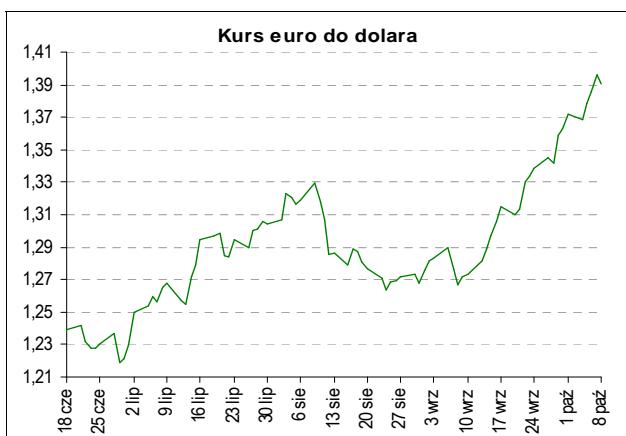
Lekka korekta w trendzie spadkowym kursu EURPLN

- Początek miesiąca przebiegał tak jak się spodziewaliśmy, kurs EURPLN spadał, a w połowie września zanotował poziom 3,92. Kolejne dni przyniosły jednak wyraźną deprecjację złotego nawet do 3,99 (maksimum ustanowione 30.09). Przeważały o tym kłopoty Irlandii i gorsze od oczekiwań wstępne odczyty indeksów PMI dla strefy euro i Niemiec. Lepszy od oczekiwań chiński PMI, rewizja w górę PKB USA oraz wzrost szans na stymulację Fed poprawiły nastroj i kurs spadł do ok. 3,94 na przełomie września i października.
- Spodziewamy się, że w październiku nastąpi wyraźne przyspieszenie trendu spadkowego kursu EURPLN. Oczekujemy, że w około połowie miesiąca złoty może gwałtownie się umocnić, przełamana zostanie bariera 3,92, a następnie kurs ustawi miesięczne minimum na ok. 3,85-3,86. Nasza prognoza na koniec miesiąca to 3,89.



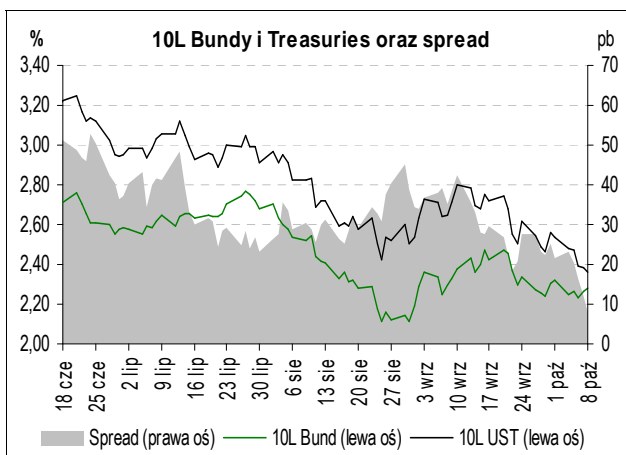
Gołębi komunikat ważniejszy niż głosowanie nad podwyżką

- Trend wzrostowy rentowności rozpoczęty pod koniec sierpnia był kontynuowany tylko w pierwszym tygodniu września. Wzrost awersji do ryzyka w drugim tygodniu minionego miesiąca przy wyróżniających się na tle regionu fundamentach polskiej gospodarki zwiększył popyt na nasze obligacje i spowodowały spadek rentowności. Niższa od oczekiwań inflacja obniżyła oczekiwania na podwyżki stóp i pchnęła rentowności dalej w dół. Reakcja rynku na informację, że na sierpniowym posiedzeniu RPP głosowano nad podwyżką stóp o 50 pb była chwilowa, ponieważ komunikat po ostatnim posiedzeniu był gołębi.
- Uważamy, że w październiku rentowności na krótkim końcu będą najpierw lekko wzrastać wraz z napływem jastrzębich danych, natomiast po posiedzeniu RPP nastąpić może kolejna korekta. Na długim końcu widzimy mniejszy potencjał do wzrostów dzięki popytowi z zagranicy i ograniczonym emisjom.



Euro najmocniejsze wobec dolara od lutego 2010

- Pierwsze dni września były trudne dla euro, z powodu informacji podanych w *The Wall Street Journal* na temat europejskich banków (możliwe niedoszacowanie ryzyka związanego z obligacjami państw grupy PIIGS przy przeprowadzaniu stress-testów). Jednak od momentu publikacji komunikatu po posiedzeniu Fed, który zinterpretowano jako możliwość podjęcia kolejnych działań stymulujących, EURUSD zaczął gwałtownie rosnąć, tymczasowo nawet powyżej 1,40. Lepsze od oczekiwań dane ze strefy euro i Chin (indeksy PMI, niemiecki Ifo) oraz negatywne dane makro z USA (indeks ISM, wstępny Michigan) wspierały euro, a perspektywa zwiększonej podaży pieniądza osłabiała dolara.
- Spodziewamy się, że kurs nie zdoła trwale się utrzymać powyżej 1,38-1,39 i w październiku nastąpi korekta ostatnich wyraźnych wzrostów kursu EURUSD.

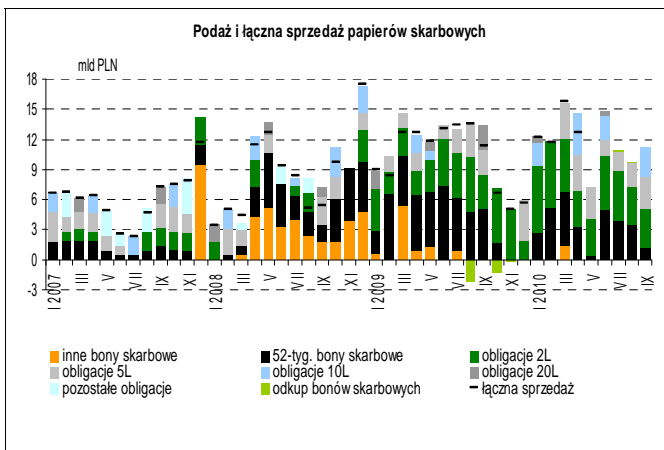
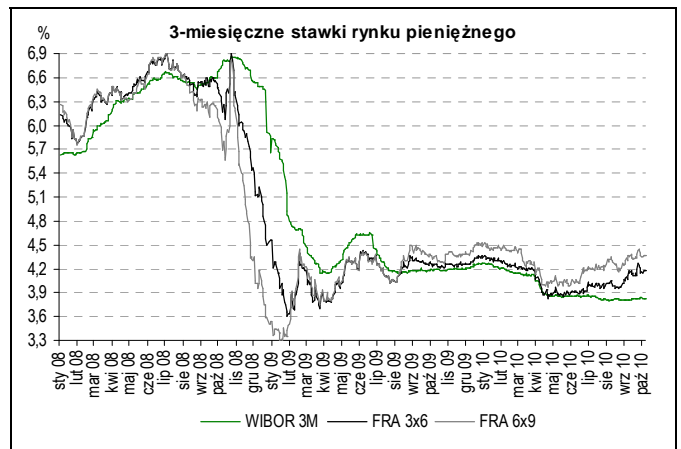
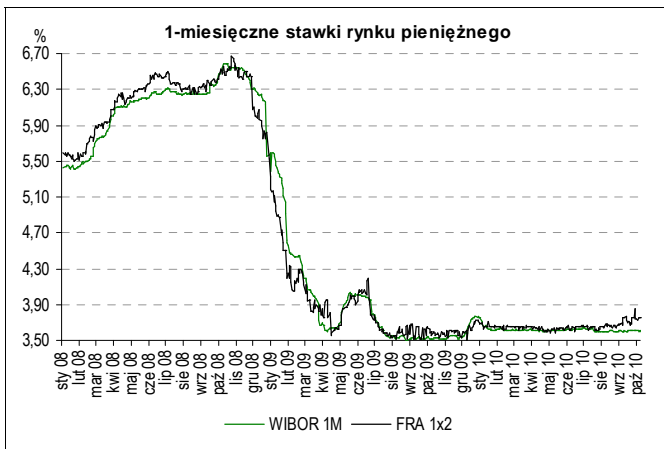
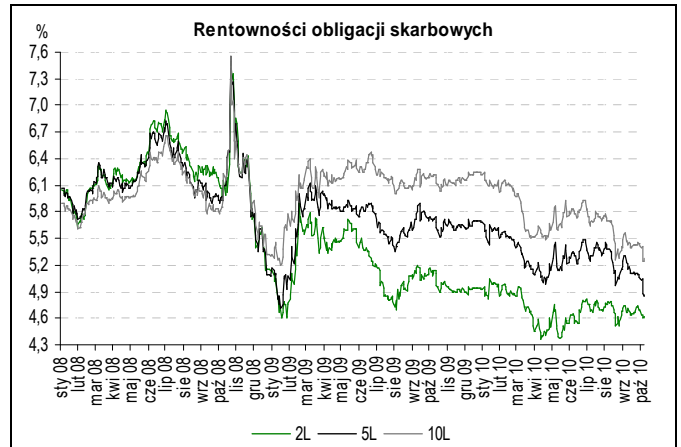
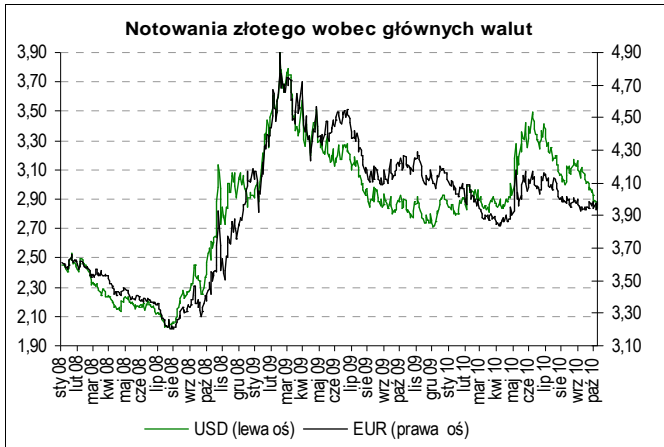


Wzrost oczekiwań na interwencję Fed obniża rentowności

- Wobec oczekiwanej przez nas poprawy nastrojów rentowności Bundów i Treasuries zdecydowanie wzrosły z ostatnich minimów. Jednak w ostatniej dekadzie września ponownie zaobserwowaliśmy wzrost popytu na bezpieczne aktywa, co tym razem nie było wynikiem złych nastrojów na rynkach, ale większych szans na dalszą ilościową stymulację Fed-u (polegającą na skupowaniu amerykańskich obligacji). Ostatecznie, w pierwszych dniach października rentowności 10-letnich Bundów i Treasuries oscylowały wokół poziomów z pierwszej połowy września.
- Temat podwyżek stóp procentowych jeszcze długo nie będzie kwestią do rozważania przez EBC i Fed (amerykański bank centralny uważa, że inflacja jest wręcz zbyt niska). Oczekujemy, że w październiku rentowności 10-letnich Bundów i Treasuries będą oscylowały w trendzie bocznym, ograniczonym ostatnimi minimami i maksimami (Bundy: 2,10-2,50%, Treasuries: 2,45-2,80%).

Źródło: Reuters, BZ WBK

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)

Data przetargu	OFERTA	POPYT / SPRZEDAŻ
16.08.2010	52 tyg.: 700-1000	2108/917
23.08.2010	52 tyg.: 500-800	2680/800
30.08.2010	52 tyg.: 500-700	2592/551
6.09.2010	Odwolany	-
13.09.2010	Odwolany	-
20.09.2010	52 tyg.: 500-600	3438/600
27.09.2010	52 tyg.: 500-600	1150/580
4.10.2010	Odwolany	-
11.10.2010	Odwolany	-
18.10.2010	-	-
25.10.2010	-	-
22.11.2010	Przetarg uzależniony od syt. budżetu	
20.12.2010	Przetarg uzależniony od syt. budżetu	

* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

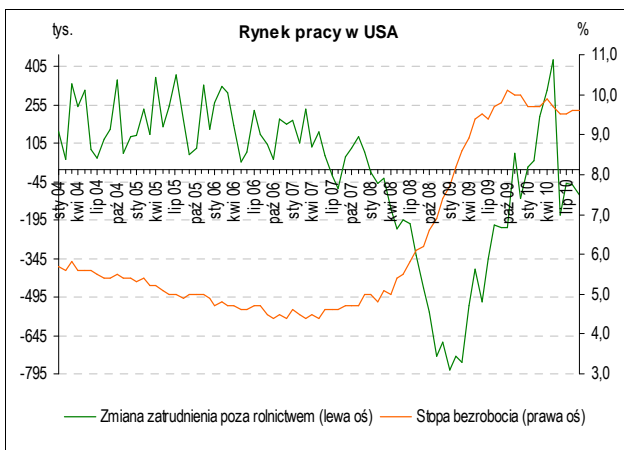
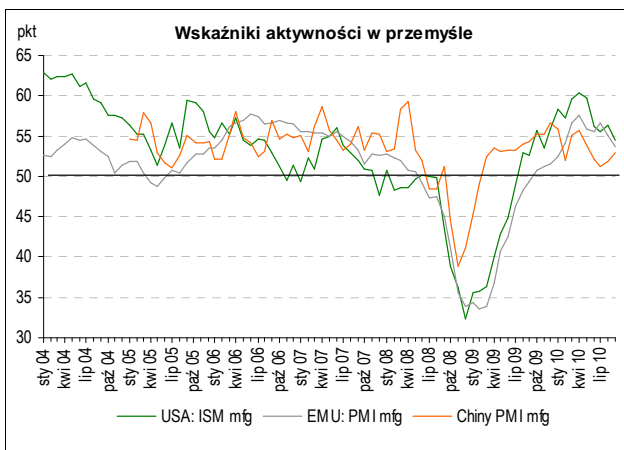
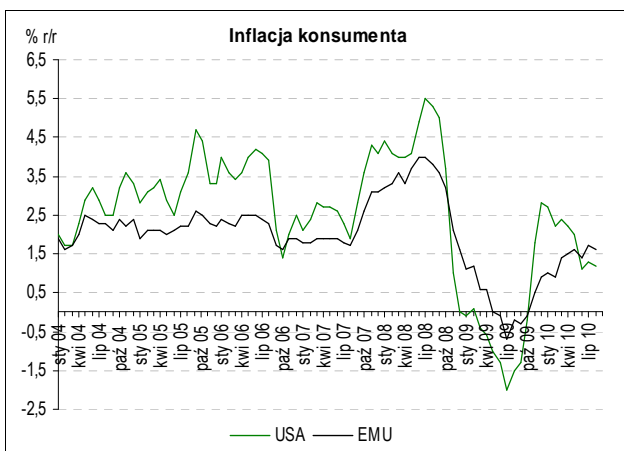
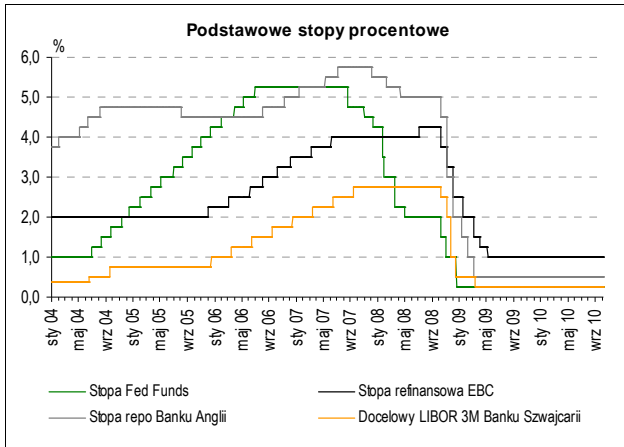
Przetargi obligacji skarbowych w 2009/2010 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg			II przetarg			Przetarg zamian		
	data	obligacje	oferta / sprzedaż	data	obligacje	oferta / sprzedaż	data	obligacje	oferta / sprzedaż
listopad	10.1	OK0712	3500-5000 / 5000	-	-	-	26.11	OK0712/P0414	1121/2243
grudzień	2.12	OK0712/PS0415	3000-6000 / 5651	-	-	-	16.12	-	-
styczeń	13.0	OK0712	6600 / 6600	20.01*	DS1019/WS0429	2400/600 / 2409/591	6.01	PS0415/WZ0118	2494/2383
lut	10.0	OK/PS	6600 / 6600	17.02	DS/WS/WZ/IZ	-	3.02	-	-
marzec	10.0	OK0712	3500-5400 / 5448	17.03	WZ0121	2000-3600 / 3600	3.03	PS0415/DS1019/WS0429	1784/2662/315
kwiecień	7.04	OK0712	2500-3600 / 3219	14.04	DS1020	2000-4200 / 3600	21.04**	PS0415	3600/3000***
maj	5.05	OK0712	2500-4500 / 3700	12.05	PS0415	1500-3000 / 2989	27.05	WZ0121	422
czerwiec	2.06	OK0712	3000-5400 / 5400	16.06	DS/WS/WZ/IZ	1500-3000 / 2430	23.06	PS0415/WS0429	1549/54
lipiec	7.07	OK1012	3000-5000 / 4971	14.06	PS0415	-	21.07	DS1110	DS1020
sierpień	4.08	OK1012/PS0415	3000-6000 / 6000	11.08	-	-	25.08	DS1110	PS0415/DS1020
wrzesień	1.09	OK1012	2500-4000 / 4000	8.09	PS0415	1500-3000 / 3000	15.09**	DS1020	3000/3000***
październik	6.10	OK0113	2000-3000 / 3000	13.10	PS0416	-	21.10	-	-

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

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Przegląd międzynarodowy



Wzrost szans na ilościową stymulację gospodarki USA

■ Tak jak się spodziewano, na ostatnim posiedzeniu Fed pozostawił stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. Nie zdecydował o podjęciu nowych działań w zakresie ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej, ale zasugerował, że jest gotowy wprowadzić dodatkowe środki dostosowawcze, jeśli będzie potrzebna wesprzeć gospodarkę. Poza tym, co nie było sugerowane w poprzednich komunikatach, Fed zwrócił uwagę na zbyt niską inflację, co odczytano jako dodatkowy powód, dla którego bank mógłby rozpocząć kolejny etap ilościowej stymulacji gospodarki. W ocenie rynku zwiększyło się prawdopodobieństwo na wsparcie gospodarki, co zostało wycenione na bazowych rynkach długu, rentowności Bundów i Treasuries wyraźnie spadły.

■ Zgodnie z oczekiwaniami EBC pozostawił stopę procentową na poziomie 1,0%. Zdaniem banku, ostatecnie dane jakie napłynęły z Europy uzasadniają oczekiwania na umiarkowany wzrost gospodarczy w drugiej połowie roku. Zwrócono uwagę, że pomimo dobrej sytuacji w Europie, należy zachować czujność odnośnie perspektyw dla rozwoju w kolejnych miesiącach. Pewne zagrożenia dla wzrostu leżą we wzroście cen ropy i innych surowców oraz w tendencjach protekcyjnych. Presja inflacyjna jest ograniczona, a oczekiwania inflacyjne są ustabilizowane na odpowiednim poziomie, co sprawia, że podwyżki stóp są odległym tematem.

■ Dynamika CPI wyniosła w USA w sierpniu 1,2% r/r i pozostaje wyraźnie poniżej poziomów uznawanych przez Fed za odpowiednie (1,7-2,0%).

■ Pierwszy odczyt inflacji w sierpniu wskazał na wzrost o 1,6% r/r, a wstępne dane za wrzesień wskazały na przyrost o 1,8% r/r, co jest poniżej celu EBC (2,0%) i nie zwiększa szans na podwyżki stóp.

Chiny przyspieszają, Euroland i USA zostają w tyle

■ We wrześniu tylko indeks PMI dla przemysłu w Chinach zyskał na wartości, podczas gdy wskaźniki dla strefy euro i USA wyraźnie spadły. Jest to potwierdzenie siły chińskiej gospodarki i brakiem stabilności odbicia w Eurolandzie i za oceanem.

■ Indeks PMI dla przemysłu strefy euro spadł we wrześniu do 53,7 wobec 55,1 w sierpniu i znalazł się na najniższym poziomie od stycznia br. Trend spadkowy jest coraz wyraźniejszy, co sprawia, że perspektywa na kolejne miesiące nie jest zbyt optymistyczna. Być może ostatecnie dane wskazują na przygotowywanie się przedsiębiorców na oczekiwane spowolnienie w pierwszej połowie 2011 wywołane europejskimi pakietami oszczędnościowymi.

■ ISM dla amerykańskiego przemysłu spadł we wrześniu do 54,4 z 56,3 w sierpniu i znalazł się na najniższym poziomie od listopada 2009. Spadł m.in. wskaźnik zapasów, a to one napędzały wzrost PKB w USA w pierwszych dwóch kwartałach 2010.

■ Indeks PMI dla chińskiego przemysłu wzrósł we wrześniu do 52,9 z 51,9 w sierpniu i był to już czwarty miesiąc wzrostów. Ostatnie dane szczególnie wskazują na silny popyt wewnętrzny, a produkcja przemysłowa rosła szybciej niż wskazują na to średnie długoterminowe.

■ Ostateczne dane nt. wzrostu PKB w USA w II kw. pokazały wzrost o 1,7% k/k wobec pierwszej rewizji 1,6%. Z opublikowanych danych wynika, że rewizja w górę nastąpiła dzięki wyższej konsumpcji prywatnej i prywatnym inwestycjom (wyraźna rewizja w górę przyrostu zapasów). Większa niż przy poprzednich szacunkach okazała się ujemna kontrybucja eksportu netto, głównie z powodu wyższego importu towarów.

■ We wrześniu w sektorze pozarolniczym ubyło w USA 95 tys. miejsc pracy, wobec spadku o 57 tys. w sierpniu (po korekcie). Stopa bezrobocia utrzymała się natomiast na poziomie z sierpnia (9,6%)

Źródło: Reuters, EBC, Rezerwa Federalna,

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
11 października US: Dzień wolny	12 PL: Bilans płatniczy (VIII) DE: CPI (IX) US: Minutes Fed-u	13 PL: Przetarg obligacji 5-letnich PL: CPI (IX) EZ: Produkcja przemysłowa (VIII) US: Ceny importu (IX)	14 PL: Podaż pieniądza (IX) US: Bilans handlowy (VIII) US: PPI (IX)	15 EZ: Bilans handlowy (VIII) EZ: HICP (IX) US: CPI (IX) US: Indeks NY Fed (X) US: Sprzedaż detaliczna (IX) US: Wstępny Michigan (X)
18 PL: Przetarg bonów skarbowych PL: Place i zatrudnienie (IX) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (IX) US: Produkcja przemysłowa (IX)	19 PL: PPI (IX) PL: Produkcja przemysłowa (IX) EZ: Saldo obrotów bieżących (VIII) DE: Indeks ZEW (X) US: Pozwolenia na budowę domów (IX) US: Rozpoczęte budowy domów (IX)	20 PL: Inflacja bazowa (IX) US: Beżowa księga Fed	21 PL: Aukcja obligacji zamiany PL: Minutes RPP EZ: Wstępny PMI – przemysł (X) EZ: Wstępny PMI – usługi (X) EZ: Nastroj konsumentów (X) US: Wskaźniki wyprzedzające (IX) US: Indeks Philly Fed (X)	22 PL: Koniunktura gospodarcza (X) DE: Indeks IFO (X)
25 PL: Przetarg bonów skarbowych EZ: Zamówienia w przemyśle (VIII) US: Sprzedaż domów (IX)	26 PL: Sprzedaż detaliczna (IX) PL: Stopa bezrobocia (IX) DE: Indeks GfK (XI) US: Indeks S&P/Case-Shiller (VIII) US: Nastroj konsumentów (X)	27 PL: Decyzja RPP EZ: Podaż pieniądza (IX) US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (IX) US: Sprzedaż nowych domów	28 EZ: Koniunktura gospodarcza (X)	29 EZ: Wstępny HICP (X) EZ: Stopa bezrobocia (IX) US: Bazowy PCE (III kw.) US: PKB (pierwszy szacunek) (III kw.) US: Indeks ISM NY (X) US: Indeks Chicago PMI (X) US: Indeks Michigan (X)
1 listopada PL: Wszystkich Świętych US: Wydatki konsumentów (IX) US: Dochody osobiste (IX) US: Bazowy PCE (IX) US: ISM – przemysł (X)	2 PL: PMI – przemysł (X) EZ: PMI – przemysł (X) DE: Sprzedaż detaliczna (IX)	3 US: Raport ADP (X) US: Zamówienia w przemyśle (IX) US: ISM – usługi (X) US: Decyzja Fed	4 EZ: PMI – usługi (X) EZ: PPI (IX) EZ: Decyzja EBC US: Wstępna wydajność produkcji (III kw.)	5 EZ: Sprzedaż detaliczna (IX) US: Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym (X) US: Niezakończona sprzedaż domów (IX)
8 DE: Produkcja przemysłowa (IX)	9 US: Zapasy hurtowników (IX)	10 PL: Aukcja obligacji zamiany PL: Bilans płatniczy (IX) US: Ceny importu (X) US: Bilans handlowy (IX)	11 PL: Święto Niepodległości US: Dzień wolny	12 PL: Podaż pieniądza (X) EZ: Wstępny PKB (III kw.) EZ: Produkcja przemysłowa (IX) US: Wstępny Michigan (XI)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2010 roku

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

* dane kwartalne; ^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty.

Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		wrz 09	paź 09	lis 09	gru 09	sty 10	lut 10	mar 10	kwi 10	maj 10	cze 10	lip 10	sie 10	wrz 10	paź 10
PMI	pkt.	48,2	48,8	52,4	52,4	51,0	52,4	52,5	52,5	52,2	53,3	52,1	53,8	54,7	53,5
Produkcja przemysłowa	% r/r	-1,3	-1,3	9,9	7,4	8,5	9,2	12,5	9,7	13,5	14,3	10,5	13,5	11,2	6,0
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	5,7	2,7	9,9	3,2	-15,3	-24,7	-10,9	-6,3	2,3	9,6	0,8	8,5	12,3	6,5
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	2,5	2,1	6,3	7,2	2,5	0,1	8,7	-1,6	4,3	6,4	3,9	6,6	7,2	7,3
Stopa bezrobocia	%	10,9	11,1	11,4	11,9	12,7	13,0	12,9	12,3	11,9	11,6	11,4	11,3	11,4	11,4
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	3,3	2,0	2,3	6,5	0,5	2,9	4,8	3,2	4,8	3,5	2,1	4,2	4,2	4,4
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-2,4	-2,4	-2,2	-1,8	-1,4	-1,1	-0,6	0,0	0,5	1,1	1,5	1,6	1,7	1,9
Eksport (w euro)	% r/r	-17,0	-10,9	1,0	12,6	14,0	20,5	21,5	22,9	24,7	28,6	16,0	25,4	20,5	19,6
Import (w euro)	% r/r	-26,8	-20,8	-11,0	-3,3	8,3	21,7	24,6	23,0	29,9	27,8	20,0	27,0	25,5	20,4
Bilans handlowy	mln EUR	59	-200	-291	-627	-104	-177	-526	-262	-450	-287	-865	-657	-393	-314
Rachunek bieżący	mln EUR	-250	-330	-1 376	-1 070	-672	67	-458	-336	-889	-1 004	-1 539	-1107	-993	-564
Rachunek bieżący	% PKB	-2,3	-1,9	-1,8	-1,6	-1,6	-1,8	-1,9	-1,9	-2,1	-2,3	-2,6	-2,9	-3,1	-3,2
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-21,5	-24,0	-24,4	-23,8	-4,8	-16,7	-22,7	-27,0	-32,1	-36,8	-34,9	-36,9	-39,5	-44,1
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	90,3	101,1	102,6	100,0	9,3	32,1	43,5	51,8	61,6	70,5	66,9	70,7	75,7	84,5
Inflacja (CPI)	% r/r	3,4	3,1	3,3	3,5	3,5	2,9	2,6	2,4	2,2	2,3	2,0	2,0	2,3	2,5
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,9	2,9	2,8	2,6	2,4	2,2	2,0	1,9	1,6	1,5	1,2	1,2	1,1	1,1
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	1,6	2,0	1,9	2,1	0,2	-2,4	-2,6	-0,4	1,9	2,1	3,8	4,1	4,3	3,5
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	9,6	11,9	8,0	8,1	6,3	5,1	5,5	6,1	7,7	7,1	7,8	9,3	8,5	6,0
Zobowiązania	% r/r	10,9	13,5	10,3	9,8	7,5	6,8	6,2	7,0	8,5	8,1	8,5	9,9	8,9	7,0
Należności	% r/r	18,6	14,9	13,4	8,6	5,4	3,0	2,2	3,8	5,1	8,0	8,6	10,0	9,3	8,4
USD/PLN	PLN	2,86	2,85	2,79	2,83	2,85	2,93	2,87	2,89	3,24	3,36	3,20	3,09	3,03	2,89
EUR/PLN	PLN	4,16	4,21	4,17	4,14	4,07	4,01	3,89	3,87	4,06	4,10	4,08	3,99	3,96	3,90
Stopa referencyjna ^b	%	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Stopa lombardowa ^b	%	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
WIBOR 3M	%	4,18	4,18	4,19	4,23	4,24	4,17	4,13	3,92	3,85	3,86	3,84	3,81	3,82	3,85
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,33	4,35	4,26	4,25	4,01	3,90	3,92	3,84	3,71	3,93	4,08	3,97	4,02	4,00
Rentowność obligacji 2L	%	5,10	5,03	4,92	4,92	4,95	4,90	4,76	4,47	4,52	4,66	4,73	4,68	4,69	4,65
Rentowność obligacji 5L	%	5,74	5,65	5,64	5,67	5,58	5,51	5,27	5,10	5,26	5,35	5,35	5,23	5,15	4,90
Rentowność obligacji 10L	%	6,18	6,15	6,14	6,21	6,12	6,09	5,71	5,56	5,74	5,83	5,73	5,54	5,45	5,30

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK;

^a nominalnie; ^b wartość na koniec okresu;

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2008	2009	2010	2011	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
PKB	mld PLN	1 272,8	1 342,6	1 418,7	1 508,8	327,4	345,1	349,5	396,6	349,1	366,9	369,1	423,6
PKB	% r/r	5,1	1,8	3,5	3,5	3,0	3,5	3,7	3,8	3,8	3,5	3,3	3,5
Popyt krajowy	% r/r	5,6	-1,0	3,9	4,4	2,2	3,9	4,3	4,9	4,9	4,5	3,9	4,2
Spożycie indywidualne	% r/r	5,7	2,3	2,8	3,0	2,2	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	9,6	-0,8	1,4	10,1	-12,4	-1,7	6,0	6,5	16,5	12,5	8,0	8,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	3,6	-3,5	10,8	7,1	9,5	11,7	11,7	8,7	7,5	7,4	8,0	5,4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	10,0	4,6	3,3	7,2	-16,7	2,5	7,3	10,7	23,8	3,5	2,5	7,4
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	13,1	3,5	5,6	7,9	4,0	3,1	6,0	8,8	5,5	7,7	8,1	9,8
Stopa bezrobocia ^b	%	9,5	11,9	11,5	10,1	12,9	11,6	11,4	11,5	12,3	10,8	10,2	10,1
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	10,3	4,4	3,7	5,6	2,8	3,8	3,1	4,8	4,8	5,2	5,9	5,9
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	4,8	-1,2	0,7	2,1	-1,3	0,4	1,6	2,0	2,2	2,1	2,1	2,2
Eksport (w euro)	% r/r	14,2	-15,8	20,3	11,6	18,0	24,9	18,7	19,6	17,0	12,0	10,0	8,0
Import (w euro)	% r/r	17,2	-24,3	21,7	15,0	17,2	24,9	22,2	22,5	21,0	16,0	14,0	9,8
Bilans handlowy	mln EUR	-17 724	-3 102	-5 270	-10 164	-676	-653	-1 915	-2 026	-1 954	-1 988	-3 413	-2 809
Rachunek bieżący	mln EUR	-17 384	-6 749	-9 333	-9 764	-1 134	-1 534	-3 639	-3 026	-1 904	-1 788	-3 513	-2 559
Rachunek bieżący	% PKB	-4,8	-2,2	-2,6	-2,5	-2,2	-2,1	-2,7	-2,6	-2,7	-2,8	-2,7	-2,5
Wynik general government	% PKB	-3,7	-7,1	-7,9	-6,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	4,2	3,5	2,5	3,0	3,0	2,3	2,1	2,5	3,1	3,0	3,0	3,0
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	3,3	3,5	2,7	2,9	2,6	2,3	2,3	2,7	3,1	2,9	3,0	2,9
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,3	2,7	1,6	2,3	2,2	1,7	1,1	1,3	2,0	2,2	2,4	2,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,2	3,3	1,8	3,5	-1,6	1,2	4,1	3,6	4,0	3,3	2,9	3,7
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	18,6	8,1	7,2	7,1	5,5	7,1	8,5	7,2	7,4	6,3	6,9	7,1
Zobowiązania ^b	% r/r	20,6	9,8	7,7	6,9	6,2	8,1	8,9	7,7	7,7	6,4	7,3	6,9
Należności ^b	% r/r	36,0	8,6	9,8	10,0	2,2	8,0	9,3	9,8	13,4	10,1	10,7	10,0
USD/PLN	PLN	2,41	3,12	3,00	2,89	2,88	3,15	3,10	2,89	2,89	2,97	2,88	2,82
EUR/PLN	PLN	3,52	4,33	3,97	3,81	3,99	4,01	4,01	3,86	3,82	3,92	3,80	3,72
Stopa referencyjna ^b	%	5,00	3,50	3,75	4,50	3,50	3,50	3,50	3,75	4,00	4,50	4,50	4,50
Stopa lombardowa ^b	%	6,50	5,00	5,25	6,00	5,00	5,00	5,00	5,25	5,50	6,00	6,00	6,00
WIBOR 3M	%	6,36	4,42	3,96	4,61	4,18	3,88	3,82	3,95	4,20	4,54	4,85	4,85
Rentowność bonów 52-tyg.	%	6,26	4,54	3,96	4,61	3,94	3,83	4,02	4,05	4,30	4,55	4,80	4,80
Rentowność obligacji 2L	%	6,22	5,17	4,72	5,10	4,87	4,55	4,70	4,75	4,95	5,10	5,15	5,20
Rentowność obligacji 5L	%	6,15	5,65	5,26	5,60	5,46	5,24	5,24	5,10	5,45	5,60	5,65	5,70
Rentowność obligacji 10L	%	6,06	6,11	5,69	5,96	5,97	5,71	5,57	5,50	5,80	5,95	6,00	6,10

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 08.10.2010 r. zostało przygotowane przez:

ZESPÓŁ GŁÓWNEGO EKONOMISTY

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

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

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

tel. 022 586 83 63, Email: maciej.reluga@bzwbk.pl

Piotr Bielski	022 586 83 33
Piotr Bujak	022 586 83 41
Marcin Sulewski	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. (członka Grupy AIB) 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. lub Grupy AIB 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.



Bank Zachodni WBK S.A. jest członkiem Allied Irish Banks Group