

W tym miesiącu:

Temat miesiąca	
<i>Wbrew regułom</i>	2
Gospodarka Polski	6
Rynek nieruchomości	8
Pod lupą: Bank centralny	9
Pod lupą: Rząd i polityka	11
Monitor rynku	12
Przegląd międzynarodowy	14
Kalendarz makroekonomiczny	15
Dane i prognozy ekonomiczne	16

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

Ekspansja 2.0

▪ Tytułowa „*Kontynuacja ekspansji*” sprzed miesiąca, została potwierdzona kolejnymi informacjami z gospodarki i banków centralnych.

▪ Zdecydowana większość danych makroekonomicznych ze świata oraz krajowej gospodarki, które napłynęły w ciągu ostatniego miesiąca, okazała się lepsza od oczekiwań. Zmniejszyło to nieco obawy o wystąpienie wyraźnego spowolnienia gospodarczego na świecie pod koniec tego roku i w 2011 r. W Polsce utrzymuje się silny wzrost produkcji przemysłu, za co nadal w dużym stopniu odpowiada popyt zewnętrzny. Jednocześnie następuje zwiększenie roli popytu krajowego, odzwierciedlone w poprawie dynamiki produkcji budowlanej oraz sprzedaży detalicznej. W rezultacie podwyższamy nasze prognozy wzrostu gospodarczego na III i IV kw. 2010 i na 2011 r. (odpowiednio: 3,8%, 4,2%, 3,9%).

▪ RPP ponownie utrzymała stopy procentowe bez zmian, co nie zaskoczyło w kontekście poprzedniego komunikatu, choć może nieco dziwić biorąc pod uwagę naszą ocenę sytuacji makroekonomicznej i bilans ryzyk dla inflacji w średnim terminie. Wygląda na to, że prognozowanie ruchów RPP z każdym miesiącem będzie coraz trudniejsze, a zadania z pewnością nie ułatwia Rada swoją komunikacją. Próbując przewidzieć kolejne decyzje RPP, trudno powiedzieć, na co zwracać większą uwagę: na dane makroekonomiczne (naszym zdaniem, sugerują podwyżkę już od jakiegoś czasu), na funkcję reakcji poprzedniej Rady (która by już podnosiła stopy – szczegóły w *Temacie miesiąca*), na ostatnie komunikaty RPP (sugerują brak podwyżki jeszcze przez jakiś czas), czy może na wypowiedzi członków Rady (sugerują, że podwyżka coraz bliżej)? Odnosnie ostatniej kwestii, warto zwrócić uwagę na ostatnie „jastrzębie” wypowiedzi tych członków, którzy nie głosowali za podwyżką w sierpniu (Winięcki, Zielińska-Głębocka). Jeśli oni zdecydują się na zaostrzenie polityki pieniężnej, to może być większość za podwyżką pomimo gołębiego tonu ostatniego komunikatu po posiedzeniu (a właściwie dwóch ostatnich komunikatów). Ale tylko przy założeniu, że czworo członków głosujących za podwyżką w sierpniu, wciąż się za nią opowiada. W sumie, jeśli do podwyżki stóp dojdzie w listopadzie, oznaczać to będzie, że komunikat Rady mógł wprowadzić większość uczestników rynku w błąd. Być może powód do podwyżki będzie bardziej prozaiczny i niezależnie od licznych wypowiedzi o konieczności wyprzedzającej polityki pieniężnej, reakcję Rady spowoduje po prostu wyraźny wzrost bieżącej inflacji. Nie sądzimy jednak, aby ta reakcja miała nastąpić już w listopadzie.

▪ W październiku istotnym powodem utrzymania stóp bez zmian przez RPP była obawa Rady przed napływem kapitału na skutek decyzji Fed. Zgodnie z oczekiwaniami, w efekcie ogłoszenia kolejnego ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej w USA, nastąpiło osłabienie dolara i umocnienie złotego do euro. W sumie, nie zmieniamy naszych prognoz złotego do euro na najbliższe miesiące i kwartały, choć zakładamy, że dolar może stracić wobec euro. Uważamy, że w listopadzie kurs EURPLN utrzyma się przez dłuższy czas w pobliżu 3,92, z możliwymi tymczasowymi spadkami poniżej 3,90. Ewentualna deprecjacja złotego (np. na skutek reakcji rynku na brak podwyżki) powinna być powstrzymana w okolicy 3,96.

Na rynku finansowym 29 października 2010 r.:

Stopa depozytowa NBP	2,00	WIBOR 3M	3,85	USDPLN	2,8873
Stopa referencyjna NBP	3,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	4,78	EURPLN	3,9944
Stopa lombardowa NBP	5,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,17	EURUSD	1,3834

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 08.11.2010 r.

Temat miesiąca

Wbrew regułom

O ile pierwsze pół roku urzędowania obecnej Rady Polityki Pieniężnej było stosunkowo mało ekscytujące z punktu widzenia prognozowania decyzji w sprawie stóp procentowych, to ostatnie kilka miesięcy wprowadziło sporo zamieszania w tym temacie. Poprawiająca się systematycznie kondycja polskiej gospodarki, przy rosnącej roli popytu krajowego, której towarzyszy ożywienie na rynku pracy, odbicie w górę inflacji oraz oczekiwania inflacyjnych gospodarstw domowych, sprawiają, że pojawia się coraz więcej argumentów przemawiających za zacieśnieniem polityki pieniężnej. W zasadzie układ czynników makroekonomicznych, z którymi mamy ostatnio do czynienia, skłania już nie do pytania „czy”, ale „kiedy” stopy procentowe w Polsce zostaną podniesione.

Aby udzielić poprawnej odpowiedzi na to pytanie, dobrze byłoby znać sposób rozumowania organu (i jego poszczególnych członków), który o stopach decyduje. Tymczasem, po trzech kwartałach urzędowania Rady Polityki Pieniężnej obecnej kadencji nadal pozostaje ona ciąłem stosunkowo mało rozpoznany. Wynika to zarówno z faktu bardzo oszczędnej polityki komunikacji Rady z otoczeniem (szczególnie w przypadku niektórych członków, praktycznie nie wypowiadających się publicznie w temacie polityki pieniężnej), jak również z tego, że dotychczasowe działania RPP nie pozwoliły jeszcze na wyciągnięcie jasnych wniosków na podstawie faktycznych decyzji i wyników głosowań. Jak na razie, członkowie obecnej Rady wymykają się jednoznacznym ocenom i sztywnym regułom – charakterystyczne jest chociażby to, jak trudno przypisać poszczególnym osobom etykietkę „jastrzębi” czy „gołębi” (choć próbę taką podejmujemy ponownie w sekcji *Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej* na str. 10). W naszej ocenie ostatnie działania RPP w zakresie komunikacji z rynkami finansowymi i otoczeniem gospodarczym nie ułatwiają przewidywania ich przyszłych decyzji i w kolejnych miesiącach może być to jeszcze trudniejsze.

Nie mając nadal zbyt wiele materiału empirycznego, na którym można by oprzeć analizę modelu decyzyjnego RPP obecnej kadencji, postanowiliśmy przyjrzeć się, jak ścieżka stóp procentowych mogłaby wyglądać, gdyby założył mechanizm podejmowania decyzji oparty na obserwacjach z poprzednich lat. Mamy oczywiście świadomość, że jest to ćwiczenie dość karkołomne. Obok zmiany składu personalnego RPP, na zaburzenie ciągłości funkcji reakcji Rady mógł mieć również wpływ najgłębszy od II Wojny Światowej kryzys w gospodarce światowej i na rynkach finansowych. Czyni to zadanie zidentyfikowania reguł,

którymi może kierować się obecna RPP przy podejmowaniu decyzji jeszcze trudniejszym.

Co by było gdyby ...

Mniej więcej dwa lata temu podjęliśmy próbę zidentyfikowania reguły, zgodnie z którą kształtowane były stopy banku centralnego w Polsce w okresie poprzedniej kadencji RPP. Badanie to¹ opierało się na wyznaczeniu przy pomocy prostej regresji liniowej reguły, analogicznej do słynnej reguły Taylora², która jak najlepiej odzwierciedlałaby sposób podejmowania decyzji przez RPP w latach 2004-2008 w oparciu o zachowanie kilku podstawowych parametrów makroekonomicznych. Zidentyfikowana w ten sposób „funkcja reakcji” RPP uzależniała poziom stopy referencyjnej NBP od kombinacji następujących parametrów: odchylenia inflacji od celu, indeksu aktywności w sektorze wytwórczym, tempa wzrostu PKB, zmian cen ropy, dynamiki płac w sektorze przedsiębiorstw, a także publikacji raportu inflacyjnego.

Z perspektywy czasu, ocena jak sprawdziły się predykcje tego modelu jest o tyle ciekawa, że tuż po jego oszacowaniu nastąpił upadek Lehman Brothers i wybuch światowego kryzysu, którego następstwa miały istotny wpływ zarówno na przebieg procesów makroekonomicznych, jak i działania banków centralnych na całym świecie (m.in. skoordynowane działania głównych banków centralnych w zakresie łagodzenia polityki pieniężnej i zasilania w płynność).

Na podstawie lekko zmodyfikowanej „przedkryzysowej” funkcji reakcji RPP³ przeprowadziliśmy symulację, jak wyglądałaby teoretyczna ścieżka stóp procentowych od momentu wybuchu kryzysu do dziś. Wg wskazań modelu, gdyby Rada postępowała konsekwentnie zgodnie z oszacowaną wcześniej regułą, skala redukcji stóp NBP w fazie największego spowolnienia gospodarki byłaby znacznie głębsza niż w rzeczywistości, ale jednocześnie dość szybko nastąpiłaby ich „normalizacja” w reakcji na poprawę sytuacji gospodarczej (patrz wykres). W tym scenariuszu stopa referencyjna, po spadku do 2,5% w III kw. 2009, obecnie kształtowałaby się na poziomie 4,25%, z możliwym dalszym wzrostem w kolejnych miesiącach.

Rozbieżność między rzeczywistą a teoretyczną ścieżką stóp procentowych jest dość znaczna i warto się zastanowić, czy przyczyną tego jest faktyczna zmiana funkcji reakcji RPP po wybuchu kryzysu, czy może – przynajmniej w pewnym stopniu – oddziaływanie innych nadzwyczajnych czynników, nie ujętych w modelu. Wydaje się, że ta druga hipoteza jest dość prawdopodobna. Przemawia za tym m.in. fakt, że

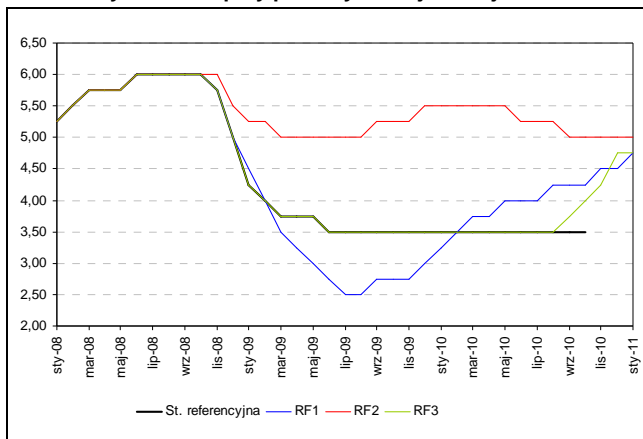
¹ *Na tropie stóp RPP*, MAKROskop, październik 2008

² Taylor, John B. (1993), *Discretion versus policy rules in practice*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 39

³ Szczegółowe wyniki estymacji w *Aneksie technicznym*.

zidentyfikowana przez nas przed dwoma laty funkcja reakcji Rady nie uwzględniała wpływu kursu walutowego na poczynania RPP. Zależności tej nie udało się wówczas potwierdzić statystycznie, choć zapewne nie dlatego, że zmiany wartości złotego są dla Rady obojętne (przecież treść komunikatów RPP świadczy wyraźnie, że tak nie jest!), ale mogło wynikać z faktu, że relacja między kursem a stopami NBP jest nieliniowa i zmienna w czasie. Tymczasem, zmiana kursu złotego w czasie kryzysu była niezwykle gwałtowna, działając proinflacyjnie i powstrzymując RPP przed głębszymi redukcjami stóp.

**Teoretyczne ścieżki stopy referencyjnej
wyznaczone przy pomocy funkcji reakcji RPP**



RF1 – „przedkryzysowa” funkcja reakcji;
RF2 – „przedkryzysowa” funkcja reakcji uwzględniająca kurs walutowy;
RF3 – „pokryzysowa” funkcja reakcji;
Wskaźniki modelu zaokrąglono z dokładnością do 0,25 pkt. proc.

Co ciekawe, powtarzając ćwiczenie sprzed lat z wykorzystaniem obecnie dostępnych danych, udało nam się potwierdzić istotność kursu w „przedkryzysowej” funkcji reakcji Rady. Wynik symulacji ścieżki stóp z wykorzystaniem równania w tej wersji (linia RF2 na wykresie) okazał się jednak jeszcze bardziej rozbieżny z faktycznymi decyzjami RPP, tym razem w przeciwnym kierunku – przewidywana przez model skala obniżek była bardzo niewielka (zaledwie 1 pkt. proc.) i krótkotrwała. Ewidentnie, tak proste narzędzie statystyczne, jakim się posłużyliśmy, nie było w stanie poprawnie zidentyfikować złożonej zależności pomiędzy zmianami kursu walutowego a decyzjami RPP w sprawie stóp procentowych.

Posługując się analogiczną metodologią, podjęliśmy próbę wyznaczenia „pokryzysowej” funkcji reakcji RPP, opartej na jej decyzjach z okresu październik 2008 – sierpień 2010, zdając sobie sprawę, że w tym wypadku, zarówno niewielka liczba obserwacji w próbie, jak również kluczowa zmiana strukturalna – zmiana kadencji RPP na początku 2010 r. – wpływają niekorzystnie na wiarygodność szacunków. Równanie, które udało się oszacować, ma znacznie uproszczoną postać (zmiany stóp uzależnione są od poziomu inflacji, indeksu PMI i tempa wzrostu wynagrodzeń; ponownie oddziaływanie kursu walutowego na decyzje Rady okazało się nieistotne statystycznie).

Gdyby obecna Rada Polityki Pieniężnej kształtowała stopy procentowe zgodnie z tak określoną regułą, pierwszej podwyżki stóp procentowych należało się spodziewać już we wrześniu, a teoretyczna ścieżka stóp (RF3), wyznaczona na podstawie tego równania oraz faktycznej i przewidywanej przez nas realizacji zmiennych makroekonomicznych, sugeruje wyraźny wzrost stopy referencyjnej NBP w kolejnych miesiącach, do poziomu 5,0% na koniec tego roku. Trzeba jednocześnie pamiętać, że ponowne nieuwzględnienie w modelu wpływu czynnika kursowego może oznaczać, że – analogicznie do sytuacji z okresu kryzysu – skala reakcji stóp przewidywana przez uproszczoną funkcję reakcji jest „przesadzona”, m.in. ze względu na faktyczne lub spodziewane przez Radę znaczne umocnienie złotego.

Spojrzenie z innej perspektywy ⁴

Analizując proces podejmowania decyzji przez RPP chcieliśmy równolegle spojrzeć na problem z nieco innej perspektywy i przy wykorzystaniu innej metodologii. W tym celu, bazując na szeroko pojętej koncepcji reguły Taylora, przeprowadziliśmy analizę funkcji reakcji Rady Polityki Pieniężnej wykorzystując model regresji logistycznej. W tym ujęciu, przedmiotem objaśnianym przez model nie był nominalny poziom stopy referencyjnej NBP, ale sam moment oraz kierunek zmian stóp przez bank centralny, czyli decyzja RPP o tym, czy pozostawić stopy bez zmian, czy dokonać obniżki, czy też podwyżki stóp. W odróżnieniu od poprzednich przypadków, zdecydowaliśmy maksymalnie wydłużyć próbę, na której oparto estymację. Wynikało to nie tylko z chęci zwiększenia liczby obserwacji, ale przede wszystkim z dążenia do tego, aby w badanej próbie znalazło się odpowiednio dużo decyzji o podwyżkach, jak i obniżkach stóp procentowych. Analiza objęła więc okres funkcjonowania wszystkich dotychczasowych kadencji RPP – od marca 1998 do lipca 2010.

W drodze selekcji, zgodnie z podejściem „od ogółu do szczegółu”, wyłoniony został model decyzyjny, spójny z koncepcją reguły Taylora, w którym czynnikami determinującymi zmiany stóp procentowych przez RPP są: dynamika cen (zarówno stopa inflacji, jak i tempo jej zmian), luka popytowa (reprezentowana w modelu przez obliczany przez nas indeks „zegara koniunktury”⁵), a także

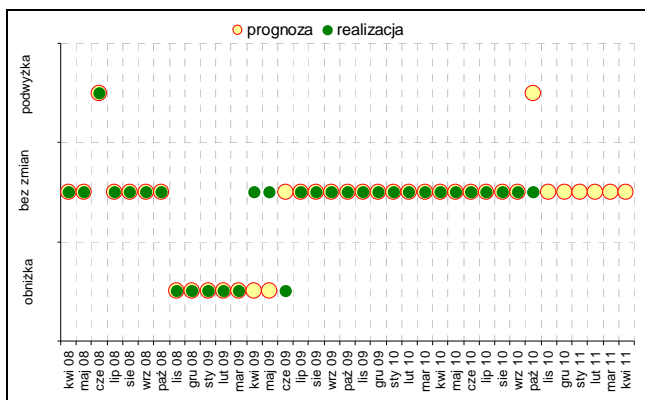
⁴ W opracowaniu wykorzystano wyniki analizy Pawła Zięby, studenta SGH, w ramach letniego stażu w BZ WBK.

⁵ Luka popytowa nie jest zmienną bezpośrednio obserwowalną. Uznaliśmy, że indeks „zegara koniunktury”, którego zadaniem jest w syntetyczny sposób odzwierciedlić odchylenie bieżącego stanu gospodarki od długoterminowego trendu, można uznać za jej koncepcyjny odpowiednik. Chociaż oczywiście indeks ten również nie był bezpośrednio obserwowalny dla RPP w momencie podejmowania decyzji (my sami szacujemy go dopiero od roku), to wprowadzenie go do modelu opiera się na założeniu, że poprawie odzwierciedla on przekonanie Rady nt. fazy obecnego cyklu koniunkturalnego. Szczegóły nt. metodologii indeksu: MAKROskop, listopad 2009.

fakt publikowania w *Raporcie o inflacji* projekcji NBP dot. inflacji i PKB.⁶ Badanie nie wykazało istotnego statystycznie wpływu kursu walutowego.

Trafność modelu, który udało nam się opracować, nie należy do najwyższych – w całej badanej próbie odsetek prawidłowych predykcji wynosi niewiele ponad 70%. Jednocześnie, widoczne są znaczne różnice w zdolnościach przewidywania decyzji Rady w zależności od tego, czy chodzi o obniżkę stóp lub pozostawienie ich bez zmian (w obu przypadkach trafność ok. 80% średnio w całej próbie), czy o podwyżkę (średnia trafność w tym przypadku zaledwie 50%). Nie jest to może zbyt optymistyczny wniosek w sytuacji gdy to właśnie moment zacieśnienia polityki pieniężnej przez RPP chcemy przewidzieć. Cóż, być może wynika to m.in. z faktu, że również dla Rady podejmowanie decyzji o podwyżkach stóp przychodzi zazwyczaj trudniej niż pozostawianie ich bez zmian, czy redukcja. Przewidywane przez model zmiany stóp procentowych oraz ich faktyczne decyzje RPP na przestrzeni ostatnich trzech lat przedstawia wykres poniżej.

**Prognozy modelu oraz decyzje RPP
w okresie kwiecień 2008 – kwiecień 2011**



Warto odnotować, że model dobrze zidentyfikował warunki makroekonomiczne na przełomie lat 2008 i 2009 jako sprzyjające łagodzeniu polityki pieniężnej. Ciąg obniżek stóp generowany przez regresję logistyczną był przy tym nieco dłuższy niż zastosowany przez RPP. Prawdopodobnie, analogicznie jak w przypadku analizy funkcji reakcji Rady opartej o regresję liniową, mogło to wynikać z nieuwzględnienia w modelu czynnika kursowego.

Co ciekawe również, oszacowana w modelu regresji logistycznej funkcja reakcji sugerowała podwyżkę stóp procentowych na posiedzeniu w październiku. O decyzji przesądziły wg modelu dwa czynniki: mocny wzrost wrześnieowej stopy inflacji, a także publikacja projekcji NBP (wyniki estymacji wskazują, że w miesiącach, w których

prezentowane są nowe projekcje wzrasta jastrzębie nastawienie RPP; w praktyce, efekt publikacji nowych projekcji powinien być jeszcze silniejszy niż wynika z oszacowania, ponieważ wskazywały one – co nie zostało uwzględnione w modelu – na rosnące ryzyko wzrostu inflacji powyżej celu NBP). W kolejnych analizowanych przez nas miesiącach (do kwietnia 2011 r. włącznie), bazując na przewidywanych przez nas obecnie wartościach inflacji i zegara koniunktury, model wskazuje stabilizację stóp procentowych. Warto jednak zwrócić uwagę, że w lutym 2011 r. (miesiąc publikacji kolejnego *Raportu o inflacji*) szanse zacieśnienia polityki pieniężnej ponownie rosną. Wyniki symulacji wskazują, że nasz model przewidywałby kolejną podwyżkę stóp w tym miesiącu, gdyby – przy pozostałych warunkach niezmiennych – fala podwyżek cen na początku roku pchnęła styczniową inflację do poziomu 3,5%.

Rada co się regułom nie kłania

Stopniowe przesuwanie się bilansu czynników w kierunku sprzyjającym zacieśnieniu polityki pieniężnej wydaje nam się dość wyraźne, o czym piszemy już od kilku miesięcy. Na podstawie otrzymanych wyników estymacji można naszym zdaniem zaryzykować stwierdzenie, że gdyby decyzje banku centralnego były podejmowane zgodnie z mechanizmami opisującymi zachowanie RPP w przeszłości, stopy procentowe byłyby już obecnie na wyższym poziomie. Niemniej jednak, zdajemy sobie sprawę, że bazując na zachowaniu bankierów centralnych w przeszłości nie przewidzimy przyszłych decyzji obecnej RPP. Reguły, które rządzą sposobem podejmowania decyzji przez to ciało w obecnym składzie (o ile takie istnieją!) wciąż pozostają nierozpoznane i niestety Rada nie ułatwia nam zadania swoją polityką komunikacyjną, która w ostatnim okresie wprowadziła niemało zamieszania do rynkowych oczekiwań nt. perspektyw stóp procentowych (m.in. poprzez likwidację nieformalnego nastawienia w polityce pieniężnej). Mimo powtarzających się deklaracji o tym, że polityka pieniężna powinna być *forward looking*, niektóre wypowiedzi członków RPP skłaniają do wniosku, że kluczowe znaczenie dla terminu podwyżki mogą mieć tak naprawdę wskaźniki obserwowanej inflacji i dopiero przekroczenie przez CPI pewnego krytycznego poziomu (np. 3,0% czy 3,5%) może uruchomić reakcję Rady. Niestety nie będzie to już wówczas działanie wyprzedzające...

⁶ Szczegółowa postać modelu oraz wyniki estymacji w *Aneksie technicznym*.

Aneks techniczny

1. Regresja liniowa

Funkcje reakcji RPP oszacowane z wykorzystaniem analizy prostej regresji liniowej miały następującą postać:

RF1 – funkcja reakcji w okresie przed kryzysem (styczeń 2004 – wrzesień 2008), bez kursu walutowego:

$$r_t = 0,92 \cdot r_{t-1} - 2,17 - 0,25 \cdot dum_t + 0,10 \cdot (cpi_{t-1} - 2,25) + \\ + 0,04 \cdot rap_t \cdot (cpi_{t-1} - 2,25)^1 + 0,02 \cdot pmi_t + 0,02 \cdot pmi_{t-3} + \\ + 0,01 \cdot doil_{t-4} + 0,11 \cdot dpkb_t - 0,09 \cdot place_{t-2}^1 + 0,15 \cdot place_{t-5}^1 + \varepsilon_t$$

RF2 – funkcja reakcji w okresie przed kryzysem (styczeń 2004 – wrzesień 2008), uwzględniająca kurs walutowy:

$$r_t = 0,82 \cdot r_{t-1} - 1,06 - 0,23 \cdot dum_t + 0,14 \cdot (cpi_{t-1} - 2,25) + \\ + 0,05 \cdot rap_t \cdot (cpi_{t-1} - 2,25)^1 + 0,02 \cdot pmi_{t-1} + 0,01 \cdot doil_{t-4} + \\ + 0,08 \cdot dpkb_t - 0,09 \cdot place_{t-2}^1 + 0,19 \cdot place_{t-5}^1 + 0,17 \cdot eur_t + \varepsilon_t$$

RF3 – funkcja reakcji w okresie po kryzysie (październik 2008 – sierpień 2010), bez kursu walutowego:

$$r_t = 0,87 \cdot r_{t-1} - 4,73 + 0,25 \cdot cpi_t + 0,09 \cdot pmi_t - 0,01 \cdot d(pmi_t) + \\ + 0,03 \cdot place_t + \varepsilon_t$$

gdzie: r_t - stopa referencyjna NBP; dum_t - zmienna przyjmująca wartość 1 w marcu i kwietniu 2005 i zero w pozostałych przypadkach; cpi_t - stopa inflacji; $(cpi_t - 2,25)^1$ - różnica między stopą inflacji a 2,25, o ile jest większa od zera, w przeciwnym wypadku zero; rap_t - zmienna przyjmująca wartość 1 w miesiącu publikacji *Raportu o inflacji*, w pozostałych miesiącach zero; pmi_t - indeks aktywności w sektorze wytwórczym; $doil_t$ - miesięczna zmiana światowych cen ropy naftowej; $dpkb_t$ - różnica między ostatnim a poprzednim odczytem rocznego tempa wzrostu PKB, pojawiająca się w miesiącach publikacji danych przez GUS, w pozostałych miesiącach zero; $place_t^1$ - zmienna przyjmująca wartości 1 gdy tempo wzrostu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw jest wyższe od 6,5%, w przeciwnym wypadku zero; $place_t$ - dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw; eur_t - średni miesięczny kurs EURPLN; ε_t - składnik losowy.

Wyniki oszacowania powyższych równań przy pomocy metody najmniejszych kwadratów przedstawiają tabele obok.

2. Analiza logistyczna

Analiza decyzji RPP przy wykorzystaniu modelu wielomianowej regresji logistycznej (ang. *multinomial logit*) przeprowadzona została w oparciu o dane miesięczne z okresu marzec 1998 – lipiec 2010. Zmienną objaśnianą w modelu była odpowiednio zdefiniowana zmienna SR_{or} przyjmująca następujące wartości:

0 – w przypadku obniżki stóp procentowych w danym miesiącu;

1 – w przypadku utrzymania stóp procentowych bez zmian;

2 – w przypadku podwyżki stóp procentowych.

Weryfikacja założenia proporcjonalnych szans (tj. założenia, że iloraz szans jest stały pomiędzy wszystkimi analizowanymi decyzjami) ujawniła, że nie jest ono spełnione, w związku z czym nie można było zastosować standardowego uporządkowanego modelu logitowego (*ordered logit model*). W związku z tym, wykorzystano wielomianowy model logitowy, który nie wymaga powyższego założenia.

Po przeprowadzeniu estymacji otrzymano następujące równania:

(1) dotyczące prawdopodobieństwa 0 wobec 1:

$$SR_{or} = -0,13 \cdot r_{t-1} + 0,03 \cdot cpi_{t-1} + 0,93 \cdot d(cpi_{t-1}) + \\ + 2,22 \cdot zk_{t-1} + 7,06 \cdot d(zk_{t-1}) + 1,37 \cdot rap_t + \varepsilon_t$$

(2) dotyczące prawdopodobieństwa 0 wobec 2:

$$SR_{or} = -0,17 \cdot r_{t-1} - 0,004 \cdot cpi_{t-1} + 4,20 \cdot d(cpi_{t-1}) + \\ + 3,99 \cdot zk_{t-1} + 9,07 \cdot d(zk_{t-1}) + 2,32 \cdot rap_t + \varepsilon_t$$

gdzie: r_t - wartość stopy referencyjnej NBP w miesiącu t ; cpi_t - stopa inflacji (rok do roku); zk_t - indeks „zegara koniunktury”; rap_t - zmienna przyjmująca wartość 1 w miesiącu publikacji projekcji NBP, w pozostałych miesiącach zero; $d()$ - operator pierwszej różnicy.

Tabela 1. Przedkryzysowa funkcja reakcji (bez kursu)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R(-1)	0.924898	0.028059	32.96286	0.0000
C	-2.116098	0.402532	-5.256973	0.0000
DUMM	-0.246898	0.063936	-3.861621	0.0004
CPI_225(-1)	0.100218	0.018521	5.411084	0.0000
RAP*CPI_225_1(-1)	0.042763	0.019669	2.174073	0.0349
PMI	0.022834	0.006443	3.543922	0.0009
PMI(-3)	0.023995	0.006553	3.661422	0.0006
DOIL(-4)	0.006657	0.002386	2.790171	0.0076
DPKB	0.109744	0.020455	5.365243	0.0000
PLACE_650_1(-2)	-0.094285	0.032190	-2.929054	0.0053
PLACE_650_1(-5)	0.150024	0.035012	4.284878	0.0001
R-squared	0.993902	Mean dependent var	5.030702	
Adjusted R-squared	0.992577	S.D. dependent var	0.873813	
S.E. of regression	0.075286	Akaike info criterion	-2.163496	
Sum squared resid	0.260726	Schwarz criterion	-1.769223	
Log likelihood	72.65964	F-statistic	749.7962	
Durbin-watson stat	2.185761	Prob(F-statistic)	0.000000	

Tabela 2. Przedkryzysowa funkcja reakcji (z kursem)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R(-1)	0.824199	0.034486	23.89952	0.0000
C	-1.058934	0.374794	-2.825378	0.0070
DUMM	-0.230066	0.066155	-3.477687	0.0011
CPI_225(-1)	0.139139	0.018960	7.338760	0.0000
RAP*CPI_225_1(-1)	0.049237	0.019882	2.476437	0.0170
PMI(-1)	0.022578	0.006883	3.280198	0.0020
DOIL(-4)	0.006458	0.002368	2.727064	0.0090
DPKB	0.084513	0.021437	3.942468	0.0003
PLACE_650_1(-2)	-0.086025	0.033971	-2.532291	0.0148
PLACE_650_1(-5)	0.187722	0.036280	5.174223	0.0000
EURPLN	0.174210	0.049068	3.550389	0.0009
R-squared	0.993713	Mean dependent var	5.030702	
Adjusted R-squared	0.992346	S.D. dependent var	0.873813	
S.E. of regression	0.076446	Akaike info criterion	-2.132922	
Sum squared resid	0.268820	Schwarz criterion	-1.738649	
Log likelihood	71.78828	F-statistic	727.0801	
Durbin-watson stat	2.219195	Prob(F-statistic)	0.000000	

Tabela 3. Pokryzysowa funkcja reakcji

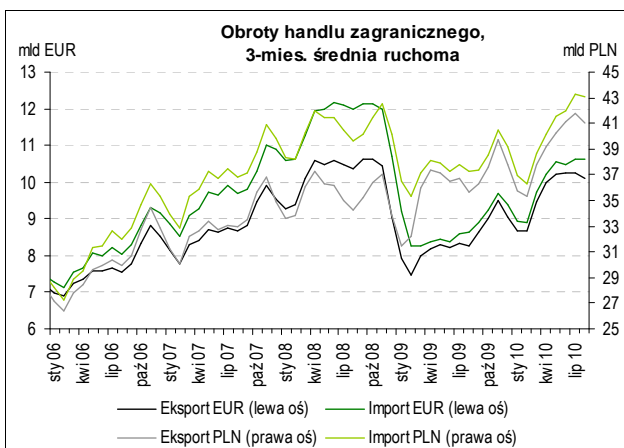
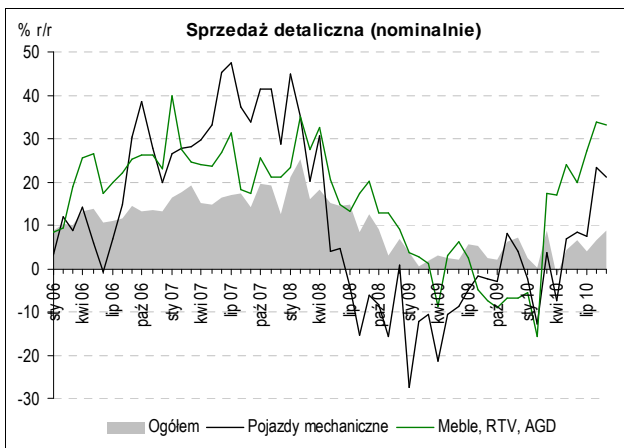
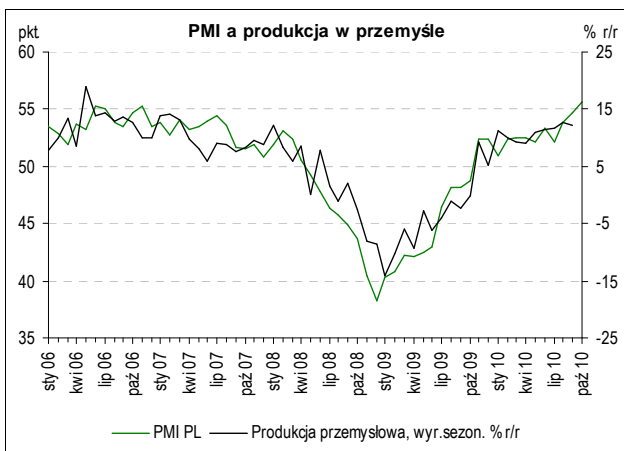
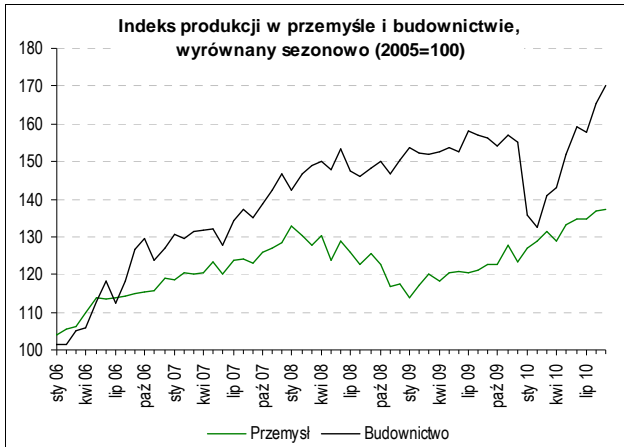
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
R(-1)	0.867297	0.048518	17.87570	0.0000
C	-4.730593	0.963443	-4.910089	0.0001
CPI	0.246511	0.047742	5.163800	0.0001
PMI	0.090648	0.017445	5.196133	0.0001
D(PMI)	-0.012760	0.003911	-3.262706	0.0046
PLACE(-1)	0.027649	0.014821	1.865574	0.0795
R-squared	0.986219	Mean dependent var	3.858696	
Adjusted R-squared	0.982166	S.D. dependent var	0.726238	
S.E. of regression	0.096985	Akaike info criterion	-1.609057	
Sum squared resid	0.159904	Schwarz criterion	-1.312841	
Log likelihood	24.50415	F-statistic	243.3166	
Durbin-watson stat	2.170292	Prob(F-statistic)	0.000000	

Tabela 4. Regresja logistyczna

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
SR_or = 1				
R_1	-0.125710	0.0632666	-1.987	0.0469
CPI_1	0.0263712	0.00733349	3.596	0.0003
d_CPI_1	0.925517	0.574236	1.612	0.1070
ZK_1	2.21977	0.617467	3.595	0.0003
d_ZK_1	7.06277	2.59666	2.720	0.0065
RAP	1.37081	0.907229	1.511	0.1308
SR_or = 2				
R_1	-0.167010	0.0946633	-1.764	0.0777
CPI_1	-0.00392520	0.0109877	-0.3572	0.7209
d_CPI_1	4.20264	1.11452	3.771	0.0002
ZK_1	3.98703	0.836833	4.764	1.89e-06
d_ZK_1	9.07459	4.32803	2.097	0.0360
RAP	2.31592	1.30388	1.776	0.0757
Mean dependent var	0.832215	S.D. dependent var	0.574253	
Log-Likelihood	-87.69445	Akaike info criterion	199.3889	
Schwarz criterion	235.4363	Hannan-Quinn criterion	214.0344	

Likelihood Ratio: Chi-squared(12) = 151.998 [0.0000]

Gospodarka Polski

**Dobry koniec III kwartału... i dobry początek czwartego**

Wzrost produkcji sprzedanej przemysłu wyniósł we wrześniu 11,8% r/r, mniej niż w sierpniu (13,6% r/r po lekkiej rewizji w górę), ale więcej niż oczekiwano. Po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym produkcja wzrosła o 12,1% r/r, co było drugim najwyższym wzrostem od stycznia 2008. Najbardziej dynamiczny wzrost widoczny był w sektorze przetwórczym (13,3% r/r), w tym nadal w sektorach produkujących głównie na eksport.

Pozytywne tendencje w przemyśle potwierdził indeks PMI za październik, który nieoczekiwanie wzrósł do 55,6 pkt., najwyższy od ponad 6 lat. Firmy zanotowały wyraźne przyspieszenie wzrostu produkcji i nowych zamówień, w tym zamówień eksportowych, m.in. w wyniku ekspansji na nowe rynki. Produkcja wzrosła w tempie przekraczającym zdolności produkcyjne. Zanotowano kolejny wzrost zatrudnienia. Jednocześnie, firmy informowały o rosnących kosztach produkcji i podwyżkach cen swoich wyrobów.

Jak widać, wciąż nie ma oznak osłabienia wzrostu aktywności polskiego przemysłu. Co ważniejsze, towarzyszy temu wyraźne ożywienie w pozostałych sektorach gospodarki – budownictwie i handlu. Produkcja budowlano-montażowa wzrosła we wrześniu o 13,4% r/r (silniej od oczekiwań), a po wyłączeniu czynników sezonowych o 9,0% r/r. Potwierdzają się nasze przewidywania kontynuacji pozytywnych tendencji w tym sektorze, wynikających, jak się wydaje, już nie tylko z odrabiania zaległości po trudnym początku roku, ale ekspansji inwestycji publicznych i stopniowego ożywienia inwestycji prywatnych.

Bardziej niż oczekiwano wzrosła we wrześniu również sprzedaż detaliczna (o 8,6% r/r). Był to drugi (po marcu br.), a w ujęciu realnym (6,4% r/r) najszybszy roczny wzrost sprzedaży od września 2008 roku. Silny wzrost miał miejsce – podobnie jak w poprzednich miesiącach – w większości działów, co potwierdza, że popyt konsumentów ma solidne podstawy.

Gospodarka przyspiesza, rośnie rola popytu krajowego

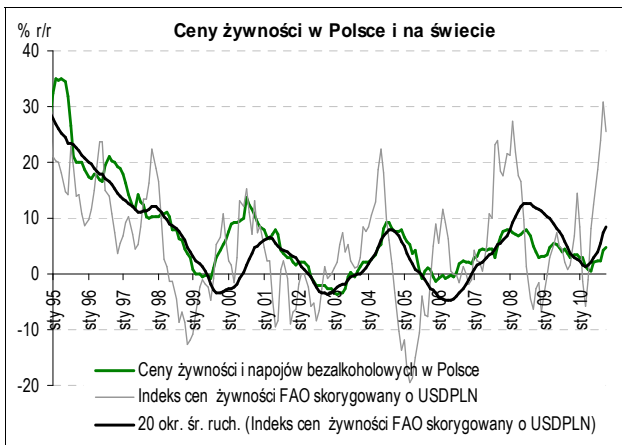
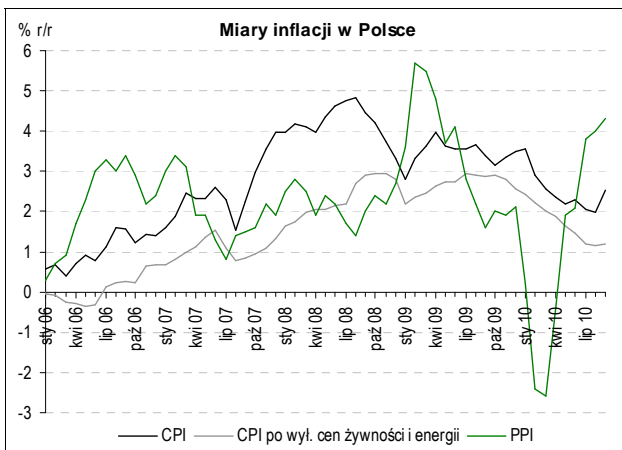
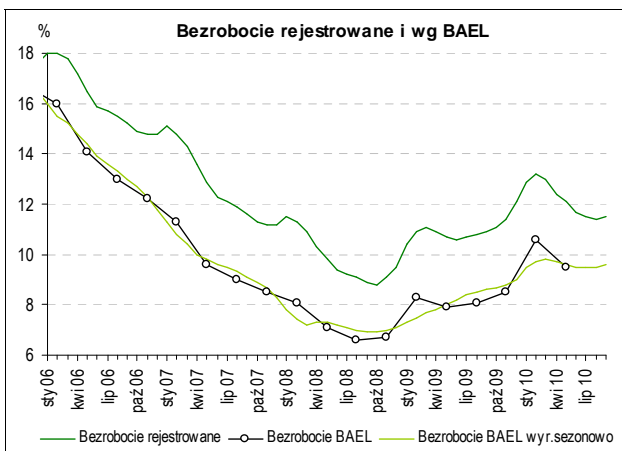
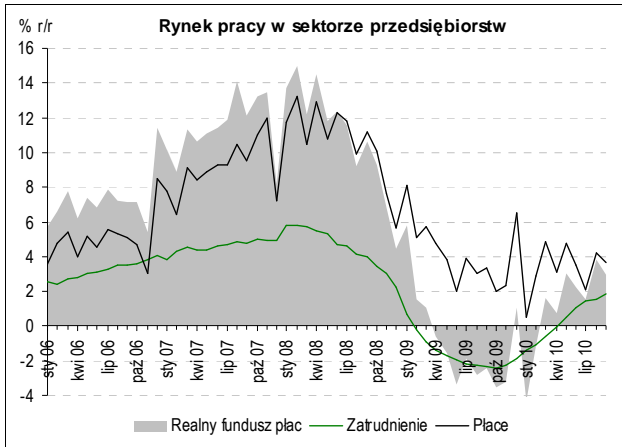
W sumie wrześniowe dane dobrze wpisują się w oczekiwany przez nas scenariusz, zakładający stopniowy wzrost roli popytu krajowego we wzroście gospodarczym. Co ciekawe jednak, przy wyraźnym przyspieszeniu sprzedaży i produkcji budowlanej (sugeruje to solidną dynamikę konsumpcji i wyjście dynamiki inwestycji na plus w III kwartale), wbrew wcześniejszym prognozom, jak na razie utrzymuje się również szybki wzrost produkcji przemysłowej i eksportu.

Zgodnie z naszymi prognozami, obroty handlu zagranicznego w sierpniu pokazały wartość eksportu i importu nieco niższą niż w lipcu, ale ich roczna dynamika wyraźnie przyspieszyła (do 23% r/r w przypadku eksportu i 23,9% r/r dla importu).

Jeśli spojrzymy na średnią dynamikę eksportu z lipca i sierpnia (ok. 20,2% r/r), widoczne jest już pewne delikatne spowolnienie w porównaniu z wyjątkowo szybkim wzrostem w II kw. (23-27% r/r). Przewidujemy, że kolejne miesiące przyniosą dalsze stopniowe wyhamowanie dynamiki handlu zagranicznego (która jednak pozostanie na dwucyfrowym poziomie), związane m.in. ze słabszym tempem rozwoju gospodarczego za granicą w II półroczu, a także z efektem rosnącej bazy. Przy równoczesnym utrzymaniu dość wysokiego tempa wzrostu importu (za sprawą przyspieszenia popytu krajowego), saldo handlu zagranicznego będzie w dwóch ostatnich kwartałach roku miało rosnący negatywny wpływ na tempo wzrostu gospodarczego.

Komplet wrześniowych danych skłonił nas do rewizji prognozy tempa wzrostu PKB w III kwartale w górę do prawie 4%. Uważamy też, że w podobne będzie tempo wzrostu gospodarczego w przyszłym roku. Natomiast ostatni kwartał tego roku pokaże ekspansję powyżej 4% (szczegóły w tabeli z prognozami na końcu MAKROskopu).

Gospodarka Polski



Mieszane dane z rynku pracy

▪ Dane z rynku pracy za wrzesień były mieszane – dynamika płac zaskoczyła in minus, a zatrudnienia in plus. Roczny wzrost przeciętnego wynagrodzenia w przedsiębiorstwach spowolnił we wrześniu do 3,7% z 4,2% w sierpniu, bardziej niż oczekiwano. Średnio w III kw. br. roczna dynamika płac w firmach pogorszyła się do 3,3% z 3,8% w II kw. Dane o zatrudnieniu okazały się natomiast miłą niespodzianką, pokazując wzrost o 0,2% m/m i przyspieszenie rocznego wzrostu do 1,8%, powyżej oczekiwań. O ile dane za sierpień sugerowały pewne osłabienie pozytywnego trendu w zatrudnieniu, to wrześniowe statystyki potwierdzają widoczny we wcześniejszej części roku wyraźnie pozytywny trend. Średnio w III kw. roczna dynamika zatrudnienia wyniosła 1,6% w porównaniu z 0,5% w II kw.

▪ Wyhamowanie wzrostu przeciętnych płac przy jednoczesnym wzmożeniu wzrostu zatrudnienia przełożyły się na delikatne pogorszenie rocznej dynamiki funduszu płac w przedsiębiorstwach we wrześniu (nominalnie do 5,6% z 5,9% i realnie do 3,0 z 3,8%). Średnio w III kw. w porównaniu z II kw. nastąpiła jednak poprawa dynamiki funduszu płac zarówno w ujęciu nominalnym (do 5,0% z 4,4%), jak i realnym (do 2,8% z 2,0%). Wspiera to wzrost popytu konsumpcyjnego.

▪ Prognozujemy, że w kolejnych miesiącach przyrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw utrzyma się i jego roczne tempo przekroczy w IV kw. 2%, po czym ustabilizuje się powyżej tego poziomu w 2011 r. Dalszy wzrost popytu na pracę, wraz z podwyższonym poziomem inflacji i wyższymi oczekiwaniami inflacyjnymi, będzie prowadził do stopniowego wzmożenia presji płacowej. Roczny wzrost płac w ostatnich trzech miesiącach tego roku wyniesie wg nas średnio ok. 4,5%, a w przyszłym roku ok. 5,5%. Utrzymujemy prognozę stopy bezrobocia rejestrowanego na koniec 2011 na poziomie ok. 10%.

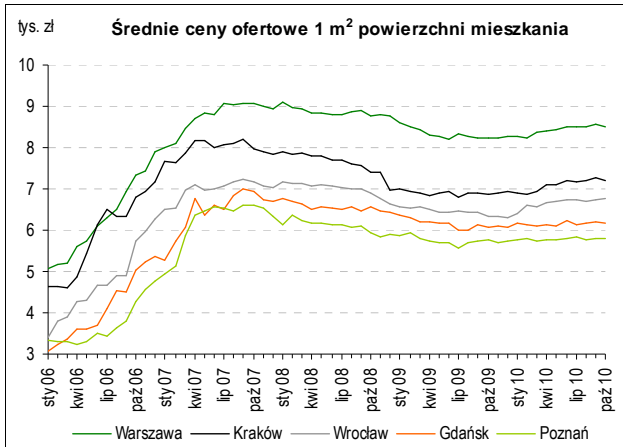
Inflacja rozpoczęła trend wzrostowy

▪ Inflacja CPI wzrosła we wrześniu bardziej niż oczekiwano – do 2,5% z 2% w lipcu-sierpniu. Zarówno nasza prognoza, jak i konsensus rynkowy oraz szacunek MinFin wskazywały na 2,3%. Wyższy od spodziewanego wzrost nastąpił głównie w przypadku cen żywności (o 2%), co może być opóźnionym efektem złej pogody w kraju wcześniej w tym roku oraz wzrostowego trendu cen żywności na świecie. We wrześniu dolarowy indeks światowych cen żywności FAO, tj. Światowej Organizacji Żywności przy ONZ, wzrósł drugi raz z rzędu o ponad 6% m/m (w październiku o kolejne 4,5%). Oprócz żywności, wyraźny wzrost cen, związany głównie z nowymi kolekcjami, zanotowano w kategorii „odzież i obuwie”. Ceny w pozostałych kategoriach zachowały się zgodnie z naszymi przewidywaniami. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła we wrześniu 1,2% r/r, bez zmian wobec sierpnia. Pozostałe miary inflacji bazowej lekko wzrosły.

▪ Według szacunków Ministerstwa Finansów, stopa inflacji wzrosła w październiku do 2,9% r/r, po wzroście cen o 0,6% m/m. Nasza prognoza jest na poziomie 2,8% r/r (tak jak konsensus rynkowy). Głównym czynnikiem pchającym w górę indeksu CPI są nadal ceny żywności (MinFin zakłada wzrost 1,4% m/m, my zakładamy 0,8%) oraz zaakceptowany wzrost cen gazu (2,5-3,0%). Nieznacznie wzrosły też ceny paliw. Z czasem, na ceny konsumpcyjne zacznie się też stopniowo przekładać wzrost cen producentów, co sygnalizuje m.in. raport PMI. Wzrost PPI przyspieszył we wrześniu do 4,3% r/r, zgodnie z naszą prognozą.

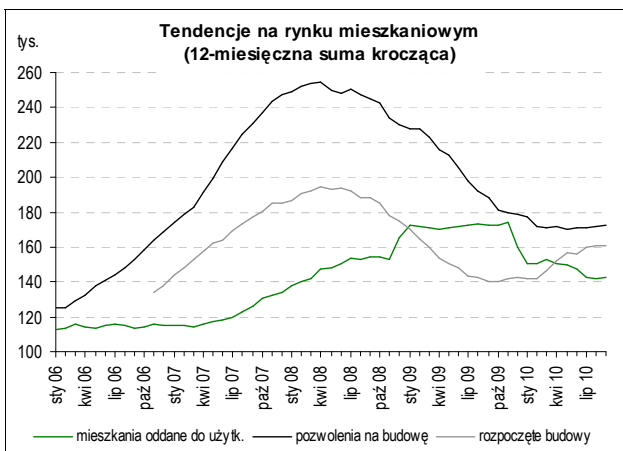
▪ Naszym zdaniem, wzrost inflacji CPI we wrześniu był początkiem trendu wzrostowego i w najbliższych miesiącach zbliży się ona do 3%, a na początku 2011 przekroczy ten poziom, będąc blisko górnej granicy dopuszczalnych odchyłań od celu inflacyjnego NBP.

Rynek nieruchomości



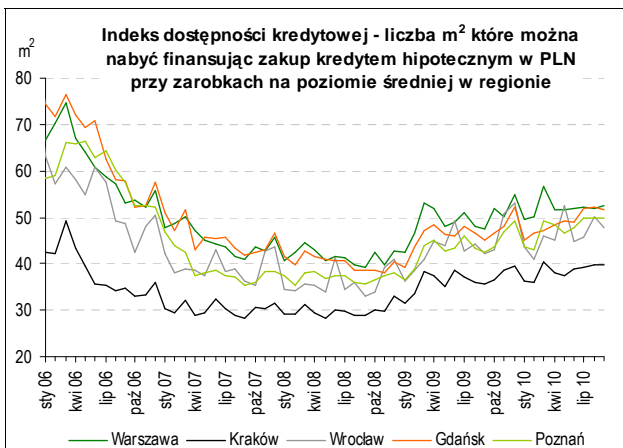
Zahamowanie wzrostu cen

- Ostatnie dwa miesiące przyniosły wyhamowanie wzrostowej tendencji cen mieszkań na największych miastach.
- O ile we wrześniu ceny ofertowe w pięciu głównych ośrodkach zanotowały miesięczny wzrost, to w październiku w większości z nich nastąpiła korekta. Co więcej, w mniejszych miastach wojewódzkich zanotowano obniżki cen w jeszcze większej skali. Ponadto, pośrednicy informują, że zwiększyła się skala upustów udzielanych od cen ofertowych.
- W sumie, mimo sprzyjającej zwyżkom cen zapowiedzi podwyżki podatku VAT z początkiem 2011 r. oraz rządowych planów ograniczenia programu *Rodzina na swoim*, na razie nie widać oznak nawet chwilowego nasilenia wzrostu cen mieszkań. Być może odpowiada za to wskazywana przez nas w przeszłości dosyć elastyczna reakcja strony podażowej.



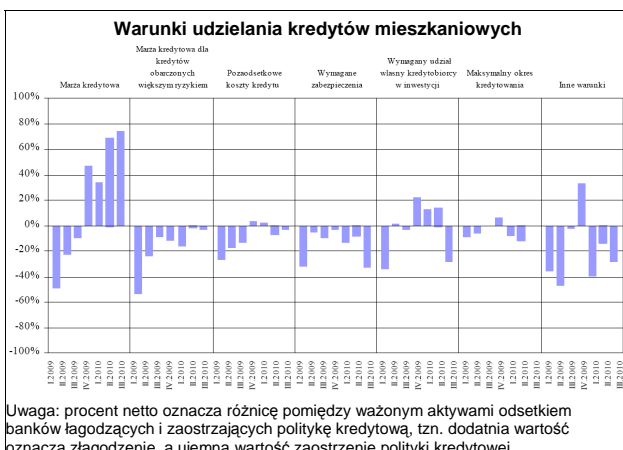
Kontynuacja ożywienia po stronie podażowej

- Dane GUS pokazują, że kontynuowane jest ożywienie po stronie podażowej rynku mieszkaniowego. We wrześniu po raz pierwszy od kilku miesięcy nastąpił roczny wzrost liczby oddawanych mieszkań i zwiększyła się skumulowana za ostatnie 12 miesięcy suma oddawanych do użytku mieszkań.
- Co więcej, nadal zwiększa się liczba pozwoleń na budowę, co wróży zwiększoną aktywność deweloperów w przyszłości.
- We wrześniu liczba rozpoczętych budów przyrosła co prawda nieco słabiej niż w kilku poprzednich miesiącach, ale był to prawdopodobnie przejściowy efekt. Informacje deweloperów wskazują, że planują oni realizację nowych projektów, a sygnały z rynku kredytowego wskazują, że banki zaczynają (choć na razie nieznacznie) zwiększać skalę finansowania podmiotów z branży deweloperskiej.



Nadal bez większych zmian dostępności mieszkań

- Obliczany przez nas indeks kredytowej dostępności mieszkań był w trakcie III kw. br. mniej więcej stabilny dla głównych miast. Było to możliwe dzięki spadkowi oprocentowania kredytów w złotych, który z nawiązką rekompensował wzrostową tendencję cen mieszkań. Poziom płac był stabilny i miał neutralny wpływ na indeks.
- Kolejne miesiące mogą przynieść nieznaczny wzrost naszego indeksu. Tendencja wzrostowa cen wyhamowała, banki pod siłą presji konkurencyjnej mogą nadal obniżać marże, a poziom wynagrodzeń powinien stopniowo rosnąć.
- Trzeba jednak pamiętać, że indeks nie obejmuje wszystkich czynników mających wpływ na dostępność mieszkań przy wykorzystaniu kredytów, np. zaostrzenia innych niż marże warunków udzielania przez banki kredytów.



Banki obniżają marże, ale zaostrzają inne kryteria

- W III kw. br. ponad połowa banków dokonała zaostrzenia kryteriów przyznawania kredytów mieszkaniowych dla gosp. domowych, a około 10% banków złagodziło politykę kredytową. Pod wpływem nasilenia konkurencji zdecydowana większość banków obniżyła standardowe marże, ale pozostałe warunki uległy zaostrzeniu lub nie zmieniły się. Najczęściej wymienianą przyczyną zaostrzenia polityki było dostosowanie do wymagań rekomendacji T, ale łącznie jej wpływ uznano za nieznaczny.
- W ujęciu netto banki odczuły nieznaczny wzrost popytu na kredyty mieszkaniowe, jednak odpowiedzi były zróżnicowane.
- W IV kw. br. banki spodziewają się nieco wyższego popytu na kredyty mieszkaniowe, a jednocześnie zamierzają dalej zaostrzać politykę kredytową (bardziej niż w III kw. br.), chcąc dostosować się do reszty zapisów rekomendacji T.

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

Pod lupą: Bank centralny

Fragmety październikowego komunikatu RPP

Wzrost gospodarczy w krajach rozwiniętych jest ograniczany przez wysoki poziom bezrobocia oraz trwające dostosowania w bilansach gospodarstw domowych, przedsiębiorstw i instytucji finansowych. Nieznacznie spowalnia szybki wzrost aktywności w największych gospodarkach wschodzących, do czego przyczynia się zaostrzenie polityki gospodarczej w części tych krajów, mające na celu ograniczenie ryzyka narastania nierównowagi makroekonomicznej. Istotnym czynnikiem niepewności dla wzrostu gospodarczego w tych krajach pozostają skutki wysokiej nierównowagi fiskalnej oraz zapowiadane jej ograniczenia w gospodarkach rozwiniętych, a także skutki ekspansji monetarnej, w tym niekonwencjonalnych działań podejmowanych przez główne banki centralne.

W ostatnim okresie, oczekiwaniom na zwiększenie skali ekspansji monetarnej w Stanach Zjednoczonych towarzyszyła poprawa nastrojów inwestorów na rynkach finansowych. Oba te czynniki, z jednej strony, sprzyjały aprecjacji walut względem dolara amerykańskiego, w tym złotego i walut innych gospodarek wschodzących. Z drugiej strony, przyczyniały się one również do wzrostu cen części surowców na rynkach światowych.

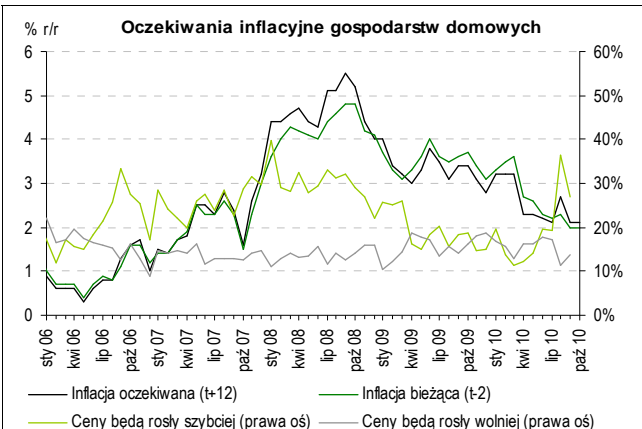
Dane dotyczące polskiej gospodarki w III kw. 2010 sygnalizują nieco wyższe tempo wzrostu gospodarczego w porównaniu z II kw. (...) Systematycznie rośnie wykorzystanie mocy wytwórczych. Równocześnie mimo poprawy bieżącej aktywności, w większości sektorów pogarszają się oczekiwania przedsiębiorstw dotyczące popytu i produkcji. (...) Wzrostowi zatrudnienia sprzyja utrzymywanie dyscypliny płacowej w firmach. W III kw. br. obniżyło się tempo wzrostu wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw. Hamująco na wzrost płac może wpływać rosnąca aktywność zawodowa. Akcja kredytowa dla przedsiębiorstw pozostaje ograniczona, głównie z przyczyn leżących po stronie popytu na kredyt. Utrzymuje się stabilny wzrost kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych.

W ocenie Rady, ograniczona obecnie presja inflacyjna i płacowa w polskiej gospodarce oraz nieuwzględniona w scenariuszu bazowym październikowej projekcji inflacji i PKB możliwość zwiększenia się napływu kapitału do gospodarek wschodzących, w tym do Polski w warunkach wydłużenia okresu ekspansywnej polityki pieniężnej przez główne banki centralne w połączeniu z ryzykiem dalszego osłabienia wzrostu gospodarczego na świecie uzasadniają utrzymanie stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie.

Projekcje PKB i inflacji w kolejnych Raportach o inflacji

CPI	Paź 09	Lut 10	Cze 10	Paź 10
2010	0,8-2,2	1,3-2,2	2,3-2,9	2,4-2,6
2011	1,1-3,2	1,7-3,1	2,1-3,3	2,5-3,5
2012	-	2,6-4,6	2,2-3,7	2,4-3,7
PKB	Paź 09	Lut 10	Cze 10	Paź 10
2010	0,8-2,8	2,1-4,1	2,5-3,9	3,3-3,7
2011	2,2-4,2	1,8-4,0	3,3-5,9	3,3-5,5
2012	-	1,9-4,3	2,2-5,0	2,8-5,5

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



Źródło: NBP

Stopa w górę, ale nie referencyjna

W październiku RPP podjęła decyzję o pozostawieniu stóp procentowych bez zmian, ale jednocześnie podwyższyła stopę rezerw obowiązkowych o 50 pb do 3,5% ze skutkiem od 31 grudnia br. Według słów prezesa Belki podwyżka stopy rezerwy była sygnałem powrotu do normalności po nadzwyczajnej obniżce stopy rezerwy obowiązkowej w czerwcu 2009, oraz pewnym sygnałem w kierunku zacieśnienia polityki pieniężnej.

Niemniej, wymowa komunikatu Rady (szczegóły obok) była bardziej gołębia niż przed miesiącem (warto przypomnieć, że we wrześniu ton został złagodzony w porównaniu z sierpniem), co raczej zmniejsza prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych w tym roku. Co ciekawe jednak, niektóre wypowiedzi członków Rady (szczegóły na następnej stronie) dają inny sygnał, niż oficjalny komunikat.

W komunikacie Rada dostrzega pewne zagrożenia dla inflacji, utrzymane zostało zdanie o analizie ewentualnych sygnałów narastania presji inflacyjnej. Jednocześnie jednak pojawiło się w komunikacie nieco „gołębich” zmian. Co dziwne, niemal całkowicie zniknęły fragmenty podkreślające znaczenie kształtowania się oczekiwań inflacyjnych dla przyszłych decyzji RPP. Najważniejsze było jednak wskazanie bezpośrednio, że utrzymanie stóp procentowych bez zmian uzasadniają nie tylko „ograniczona obecnie presja inflacyjna i płacowa w polskiej gospodarce”, ale także „nieuwzględniona w scenariuszu bazowym październikowej projekcji inflacji i PKB możliwość zwiększenia się napływu kapitału do gospodarek wschodzących, w tym do Polski w warunkach wydłużenia okresu ekspansywnej polityki pieniężnej przez główne banki centralne w połączeniu z ryzykiem dalszego osłabienia wzrostu gospodarczego na świecie”.

Projekcja bez dużych zmian. Ale czy bez znaczenia?

Nowa projekcja NBP dla inflacji i PKB raczej nie była kluczowym czynnikiem brany pod uwagę przez RPP w październiku. Rada wyraziła zastrzeżenia, co do założeń projekcji, głównie w odniesieniu do kursu złotego.

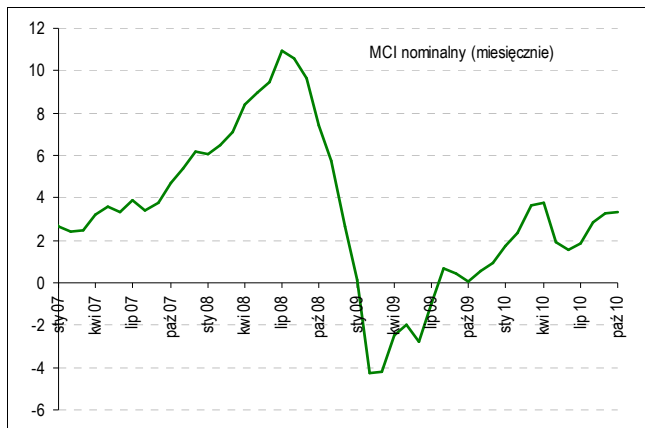
Wyniki nowej projekcji nie przyniosły bardzo znaczących zmian w porównaniu z poprzednią projekcją z czerwca. Niemniej, biorąc pod uwagę, że ścieżka centralna projekcji wskazuje na inflację powyżej celu, to nawet uwzględniając fakt, że w znacznym stopniu może to wynikać z czynników egzogenicznych (wzrost cen żywności i paliw, choć inflacja bazowa też rośnie), wydaje nam się, że wyprzedzająca podwyżka stóp byłaby uzasadniona. Taka decyzja budowałaby również antyinflacyjną wiarygodność nowej Rady.

Oczekiwania inflacyjne niskie, bo inflacja była niska

Według danych NBP, średnia oczekiwana stopa inflacji w ciągu najbliższych 12 miesięcy utrzymała się w październiku na niskim poziomie 2,1% z poprzedniego miesiąca. Warto przypomnieć, że w sierpniu wynosiła ona 2,7%.

Naszym zdaniem, obniżenie inflacji oczekiwanej przez gospodarstwa domowe nie powinno zbytnio uspokajać Rady Polityki Pieniężnej. Wynikało ono bowiem ze spadku bieżącej inflacji (w badaniu brana jest pod uwagę inflacja sprzed dwóch miesięcy, czyli w tym przypadku 2%). Struktura odpowiedzi wciąż jest niekorzystna - odsetek respondentów oczekujących, że ceny będą rosły szybciej wynosił w ostatnich dwóch miesiącach ponad 30%. Jeśli przy takich oczekiwaniach, uwzględniony zostanie wzrost bieżącej inflacji, wskaźnik oczekiwań wyraźnie odbije w górę.

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



	nastawienie neutralne	nastawienie restrykcyjne	nowy zapis w komunikacie	+50 pb (sierpień)
Belka	-	-	+	-
Bratkowski	-	+	+	+
Chojna-Duch	+	-	-	-
Gilowska	+	-	+	+
Glapiński	+	-	+	+
Hausner	-	+	-	-
Kaźmierczak	+	-	-	-
Rzońca	-	+	-	+
Winiecki	-	-	+	-
Zielińska-Głębocka	-	-	+	-

MCI minimalnie w górę

- Październik przyniósł nieznaczne zwiększenie restrykcyjności krajowej polityki pieniężnej, mierzonej obliczanym przez nas nominalnym MCI.
- W kierunku wzrostu indeksu restrykcyjności polityki pieniężnej działał zarówno wzrost rynkowych stóp procentowych (WIBOR3M w górę i zmniejszenie jego odchylenia w dół od długookresowego trendu), jak i umocnienie złotego (EURPLN w dół i zwiększenie jego odchylenia w stronę aprecjacji od trendu).
- Biorąc pod uwagę nasze prognozy kształtowania się kursu złotego i stóp procentowych (stopniowy wzrost stóp rynkowych w oczekiwaniu na podwyżki podstawowych stóp NBP), można przewidywać, że mierzona indeksem MCI restrykcyjność polityki pieniężnej będzie się dalej w nieznacznym stopniu zwiększać.

Ciekawe wyniki głosowań, szczególnie w czerwcu

- Wyniki głosowania nad podwyżką stóp procentowych w sierpniu nie zaskoczyły nas. W komentarzu przed ostatnim posiedzeniem Rady pisaliśmy, że prawdopodobnie już wówczas było w RPP czworo jastrzębi. Nie wiemy niestety jak jest obecnie.
- Ciekawsze były wyniki głosowań czerwcowych nad zmianą formuły nastawienia. Szczegóły przedstawiamy w tabeli, choć nie wszystkie, bo była jeszcze dość dziwna próba zmiany nastawienia na nazwijmy to „nieco restrykcyjne”. Wniosek, który się nasuwa, to, że troje członków (w tym Prezes) chciało likwidacji nieformalnego nastawienia, będąc przeciwko zarówno zmianie na restrykcyjne jak i utrzymaniu neutralnego. Biorąc pod uwagę problemy z komunikacją Rady, które nastąpiły później (i wciąż trwają), likwidacja nastawienia nie była zbyt dobrym posunięciem.

Czworo jastrzębi już w sierpniu

Po publikacji pierwszych wyników głosowań nowej Rady, zdecydowaliśmy się powrócić do przedstawiania naszego subiektywnego podziału członków Rady na osi restrykcyjności. Czworo członków głosujących za podwyżką w sierpniu tworzy grupę najbardziej jastrzębią. Warto zwrócić uwagę, że wewnątrz tej grupy dwóch członków głosowało za zmianą nastawienia na restrykcyjne w czerwcu (Bratkowski, Rzońca) i dwoje głosowało za podwyżką stopy rezerwy obowiązkowej w sierpniu (Gilowska, Glapiński).

Prezes wśród gołębi

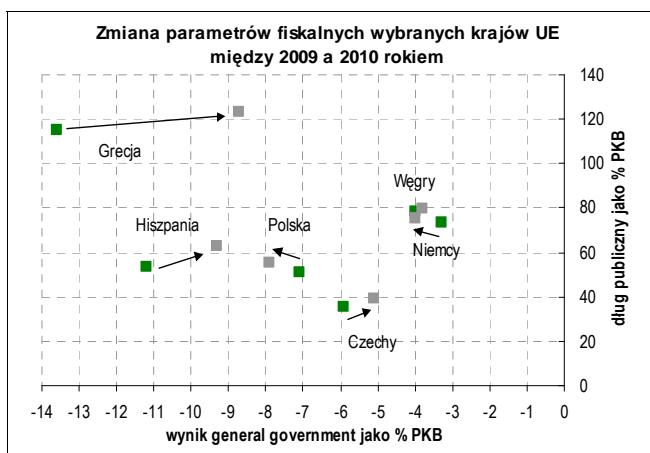
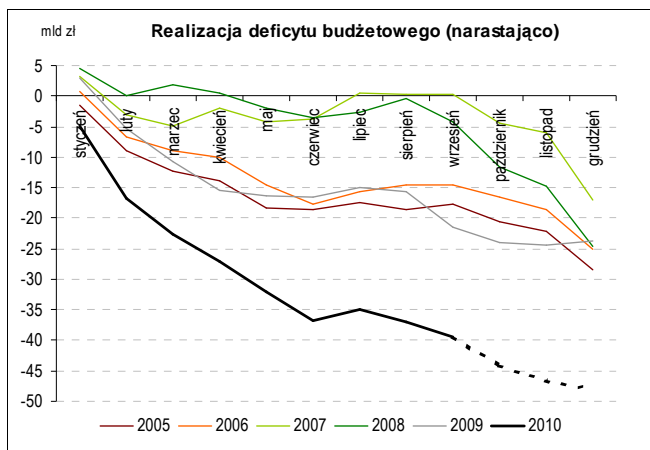
W ostatnich wypowiedziach Elżbieta Chojna-Duch i Andrzej Kaźmierczak potwierdzili przynależność do frakcji „gołębiej”. Komentując szacunki inflacji MinFin powiedzieli, że Rada będzie musiała się upewnić o trwałości wzrostu inflacji zanim podejmie decyzję o stopach. Na podstawie wypowiedzi Kaźmierczaka umieszczamy go na dole osi restrykcyjności, pomimo faktu, że głosował za podwyżką stopy rezerwy obowiązkowej w sierpniu. Zakładamy, że Prezes Marek Belka jest również po stronie gołębiej.

Czyje głosy są kluczowe dla uzyskania większości za podwyżką?

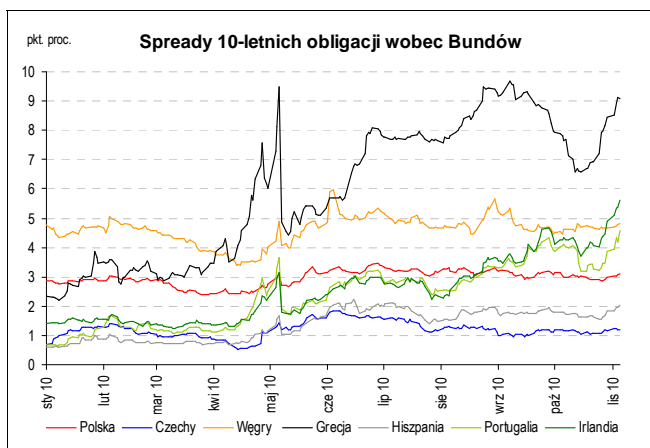
Ważnymi głosami przy wnioskach o podwyżce dysponują: Hausner, Winiecki i Zielińska-Głębocka. Dwoje ostatnich jest wyżej na osi restrykcyjności (pomimo faktu, że Hausner głosował za restrykcyjnym nastawieniem w czerwcu), ze względu na ich ostatnie wypowiedzi, mówiące, że trzeba się poważnie zastanowić nad podwyżką stóp. Tłumacząc, dlaczego na sierpniowym posiedzeniu RPP nie poparł zgłoszonego wniosku o podwyżkę stóp, Winiecki stwierdził, że był to miesiąc wakacyjny. Trudno powiedzieć, czy jego wypowiedź oznacza, że już we wrześniu (a może również w październiku) głosował za podwyżką i być może był remis 5:5, a o pozostawieniu kosztu pieniądza bez zmian zdecydował Prezes NBP, Marek Belka. Z kolei, jeśli do jastrzębi dołączyła również Zielińska-Głębocka, to grupa ta powinna uzyskać już większość. Komentarze Zielińskiej-Głębockiej i Winieckiego niewiele wyjaśniają, a raczej nasuwają szereg pytań. Dlaczego nie opowiedzieli się oni za zmianą tonu komunikatu na bardziej restrykcyjny? Dlaczego nie zagłosowali za podwyżką na ostatnim posiedzeniu? Ale powyższe pytania mają sens tylko przy założeniu, że wszyscy czterej członkowie rady głosujący za podwyżką stóp w sierpniu, wciąż się za nią opowiadają. Być może ktoś zmienił zdanie (choć trudno byłoby to wyjaśnić) albo dla kogoś wystarczyła podwyżka stopy rezerwy obowiązkowej jako sygnał bardziej restrykcyjnej polityki?



Pod lupą: Rząd i polityka



	Spread vs Bundy (10 lat) w pb			CDS (5 lat)		
	08.11	zmiana od 01.10	zmiana od 31.12.09	08.11	zmiana od 01.10	zmiana od 31.12.09
Polska	310	1	23	108	-28	-26
Czechy	121	11	59	79	-14	-15
Węgry	482	34	-3	287	-40	43
Grecja	909	112	667	887	57	605
Hiszpania	205	25	144	243	19	130
Irlandia	563	134	410	432	104	320
Portugalia	456	68	387	444	42	354
Włochy	162	9	86	189	-6	81
Niemcy	-	-	-	36	-2	9



Źródło: Ministerstwo Finansów, Reuters, obliczenia własne

Deficyt budżetu państwa niższy od planu...

Deficyt budżetu państwa na koniec września osiągnął 39,5 mld zł, co stanowi 75,7% planu na cały rok i jest znacznie poniżej 47,9 mld zł jakie zakładał harmonogram. Wrześniowy wynik budżetu potwierdza, że w całym roku saldo budżetu będzie najprawdopodobniej o kilka mld zł lepsze niż planowane pierwotnie 52,2 mld zł.

Z punktu widzenia oceny sytuacji gospodarczej przez pryzmat wyników tegorocznego budżetu, optymistyczne jest, że poprawia się dynamika dochodów podatkowych. Wykonanie dochodów z podatków pośrednich może być wyższe niż założono, co ułatwi realizację ambitnych celów dla wzrostu tych dochodów w 2011 r. Dochody z PIT i CIT również się poprawiają. W CIT rozczarowujący w tym roku był właściwie tylko marzec, gdy rozliczano straty z ubiegłych lat.

...a deficyt całego sektora finansów publicznych wyższy

Chociaż budżet państwa wypadnie w tym roku lepiej od planu, to saldo całego sektora centralnego, a w jeszcze większym stopniu całego sektora finansów publicznych będzie wyraźnie gorsze od zakładanego w Programie Konwergencji z początku br. spadku do 6,9% PKB z 7,1% PKB w 2009 r.

Według oficjalnej notyfikacji fiskalnej Polski, deficyt *general government* wzrośnie w tym roku do 7,9% PKB. Relacja długu do PKB również ma być większa i wynieść 55,4% zamiast 53,1%. Tym samym, pozycja fiskalna Polski pogarsza się, podczas gdy niektóre kraje poprawiają stan swoich finansów publicznych, przesuwając się w stronę bardziej bezpiecznych poziomów deficytu fiskalnego i długu publicznego. Rok 2011 może jeszcze bardziej pogorszyć pozycję Polski na mapie kondycji fiskalnej europejskich krajów.

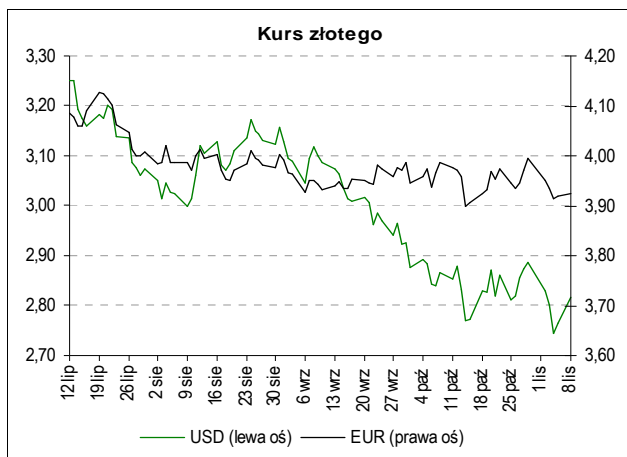
Po decyzji Fed inwestorzy skupieni na grupie PIIGS

W pierwszych dniach października spready do Bundów oraz stawki CDS w dalszym ciągu spadały. Niskie rentowności obligacji Niemiec i USA oraz utrzymujący się pozytywny nastrój na światowym rynku skłoniły inwestorów do zwiększenia zaangażowania w bardziej ryzykowne aktywa. Czynnikiem, który spowodował wyraźny odwrót od obligacji państw peryferyjnych strefy euro w połowie października była deklarowana przez Niemcy chęć wprowadzenia do unijnego „Paktu Stabilności i Wzrostu” zapisu o automatycznym nakładaniu kar na państwa, które złamałyby w przyszłości dyscyplinę budżetową. Zdaniem inwestorów byłby to bardzo niekorzystny zapis dla państw z grupy PIIGS, których sytuacja fiskalna już teraz jest w fatalnej kondycji. Ostatecznie zrezygnowano jednak z tego zapisu. Negatywny wkład w pogorszenie sytuacji w pierwszych dniach listopada miała również Irlandia z powodu swoich problemów budżetowych.

Obniżka ratingu Irlandii przez agencję Fitch na początku października wpłynęła na wzrost rentowności obligacji jedynie tego kraju, jednak obawy o sytuację fiskalną jakie pojawiły się na początku listopada wpłynęły również na wycenę długu innych państw peryferyjnych. Po deklaracji Chin o gotowości nabycia greckich papierów dłużnych kiedy kraj ten powróci na rynek z emisjami długoterminowych obligacji, rentowności 10-letnich obligacji wyraźnie spadły, nieco mniej na poprawie nastroju na rynku długu skorzystały inne państwa peryferyjne strefy euro. Kiepski miesiąc mają za sobą również obligacje Portugalii, co jest spowodowane tym, że mniejszościowy rząd nie może porozumieć się z opozycją w sprawie budżetu na rok 2011. Wsparciem dla długu tego kraju może być zapowiedź Chin o gotowości pomocy.

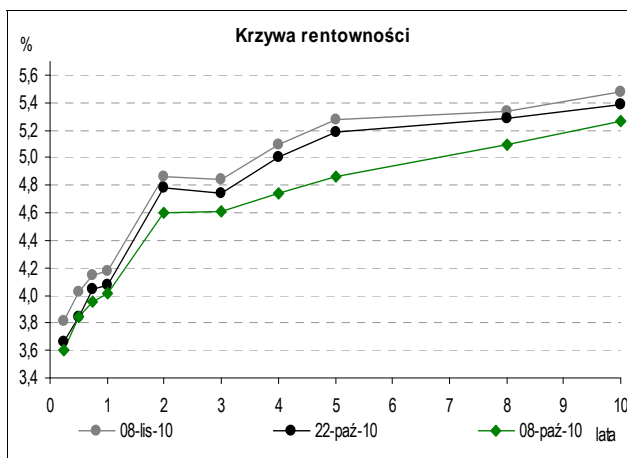
W naszym regionie najbardziej wzrósł spread obligacji Węgry, z powodu mało wiarygodnych i kontrowersyjnych planów reformy fiskalnej.

Monitor rynku



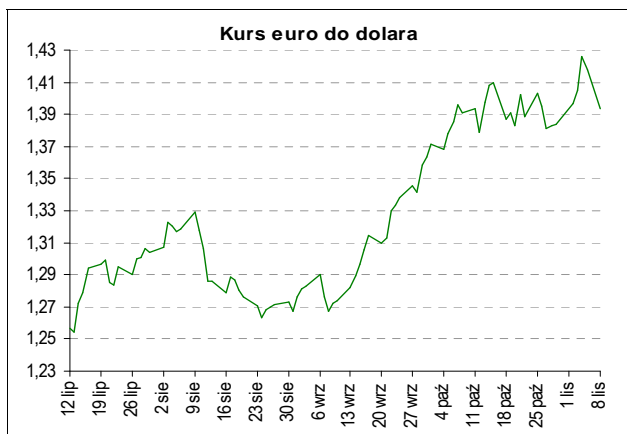
Złoty pod wpływem czynników krajowych

- W październiku kurs EURPLN ulegał sporym wahaniom, po raz pierwszy od dawna głównie pod wpływem czynników krajowych. Pierwszym impulsem, który doprowadził do gwałtownego spadku EURPLN z ok. 3,95 do nieco poniżej 3,90 był wyższy od prognoz wzrost CPI we wrześniu, co wzmocniło oczekiwania na szybkie podwyżki stóp procentowych NBP. Po decyzji RPP o pozostawieniu stóp bez zmian, nastąpiła wyraźna korekta i złoty osłabił się do ok. 3,98. Niedawne jastrzębie komentarze kilku członków RPP, prognoza październikowej inflacji MinFin i decyzja Fed o uruchomieniu skupu Treasuries spowodowały ponowny spadek EURPLN w okolice 3,90.
- Uważamy, że w listopadzie kurs przez dłuższy czas będzie oscylował w pobliżu poziomu 3,92, możliwe są tymczasowe spadki poniżej 3,90. Ewentualna deprecjacja złotego (np. na skutek krótkoterminowej reakcji rynku na brak podwyżki stóp przez RPP) powinna być powstrzymana w okolicy 3,96-3,98. Na koniec miesiąca spodziewamy się kursu EURPLN na poziomie 3,92-3,94.



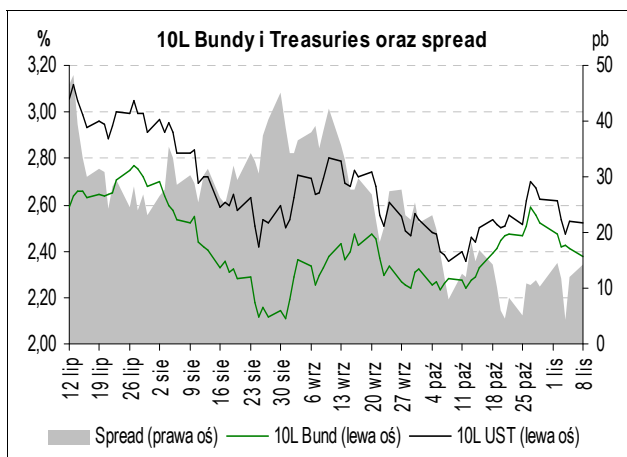
Gołębi komunikat, jastrzębie komentarze

- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, rentowości obligacji wzrosły w październiku, a apogeum tego ruchu miało miejsce po publikacji wyższej od oczekiwań wrześniowej inflacji. Wycena rychłych podwyżek stóp procentowych była szczególnie widoczna na papierach z krótkiego końca krzywej. W dalszej części miesiąca trend wzrostowy był kontynuowany, choć w słabszym tempie. Po gołębim komunikacie RPP nastąpiła korekta, jednak ostatnie jastrzębie wypowiedzi członków Rady ponownie rozbudziły oczekiwania na podwyżki stóp. Wzrost rentowności na długim końcu był ograniczany przez spadki na bazowych rynkach długu.
- Uważamy, że w listopadzie rentowności utrzymają się na podwyższonym poziomie przynajmniej do publikacji październikowej inflacji. W dalszej części miesiąca kluczowe znaczenie będzie mieć wynik posiedzenia RPP.



Kwestia ilościowej stymulacji zdominowała notowania EURUSD

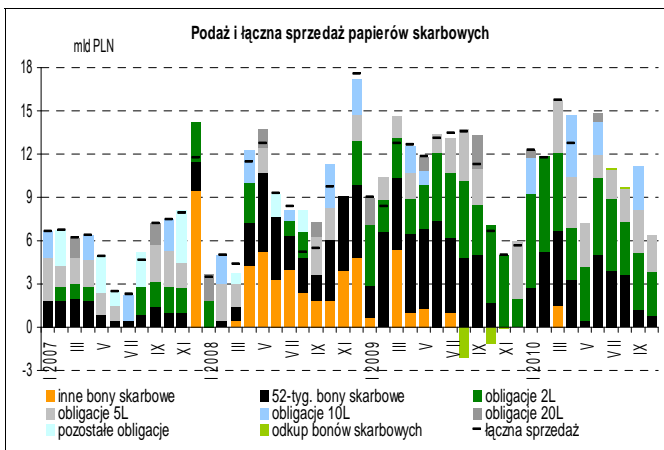
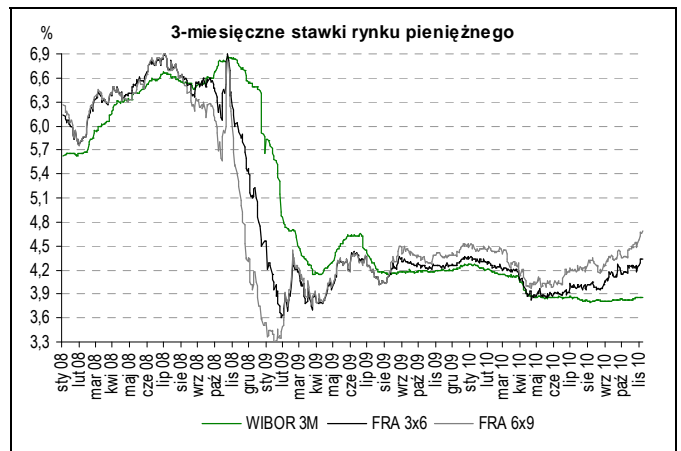
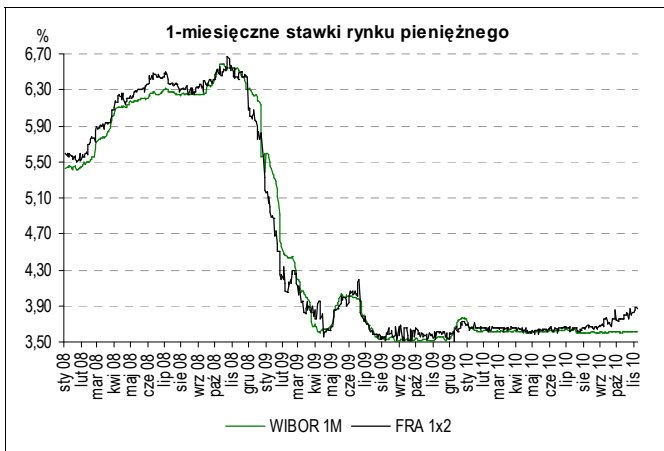
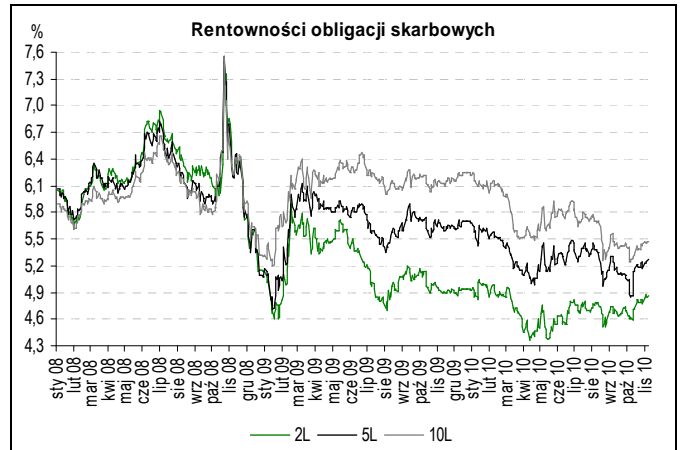
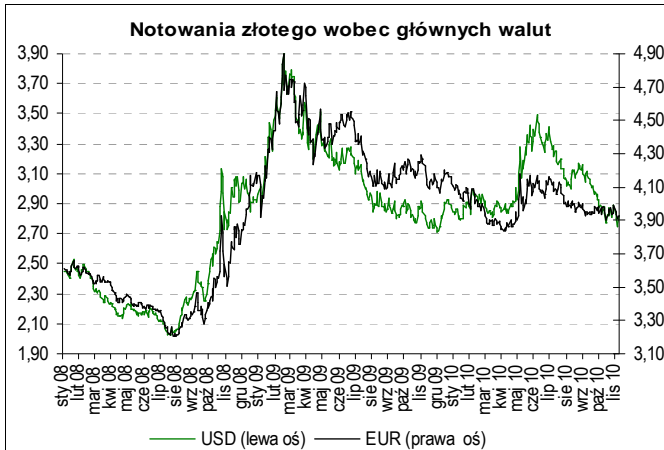
- W minionym miesiącu głównym czynnikiem wpływającym na notowania kursu EURUSD była kwestia rozpoczęcia drugiej tury ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej przez Fed. Publikowane dane makro jedynie tymczasowo i w ograniczony sposób wpływały na notowania. Krótkie korekty w trendzie wzrostowym były efektem tylko ogólnikowej wypowiedzi Bernanke z połowy miesiąca nt. planowanych działań oraz niepewności jaka pojawiła się pod koniec października odnośnie skali planowanej stymulacji gospodarki. Po ostatecznym ogłoszeniu na początku listopada skali i intensywności zakupów dolar osłabił się do prawie 1,43 za euro.
- Uważamy, że rozpoczęta w pierwszym tygodniu listopada korekta spadkowa kursu EURUSD może potrwać nawet do połowy miesiąca. Oczekujemy, że po osiągnięciu ok. 1,37-1,38 euro ponownie zaczną się umacniać i na koniec listopada kurs EURUSD wyniesie ok. 1,41.



Duża zmienność na bazowych rynkach długu

- W październiku rentowności na bazowych rynkach długu rosły. Było to m.in. spowodowane wypowiedzią członka Fed, Jamesa Bullarda, który powiedział, że scenariusz double-dip się oddalił i może Fed jeszcze poczeka z wprowadzeniem ilościowej stymulacji gospodarki. Dodatkowo, wyraźne spadki rentowności jakie miały miejsce we wrześniu, ograniczyły popyt na aukcjach, a utrzymujący się relatywnie dobry nastrój na rynku i atrakcyjne wyceny długu państw peryferyjnych strefy euro przyczyniły się do dalszej przeceny obligacji Niemiec i USA. Kilka dni przed ogłoszeniem decyzji Fed, rentowności zaczęły spadać, jednak po ogłoszeniu, że bank zdecydował, iż skupi się na papierach 4-7 letnich nastąpiła przecena 10-letnich Bundów i Treasuries.
- Ponieważ temat ilościowej stymulacji w USA jest na razie zamknięty, o notowaniach w tym miesiącu zdecydują naszym zdaniem inne czynniki, np. związane z krajami grupy PIIGS.

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	52 tyg.: 500-600	977/546
25.10.2010	52 tyg.: 500-600	861/276
22.11.2010	Odwolany	-
20.12.2010	Przetarg uzależniony od syt. budżetu	

* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

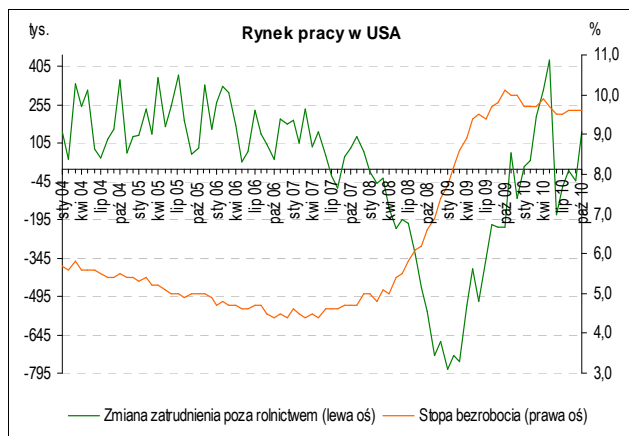
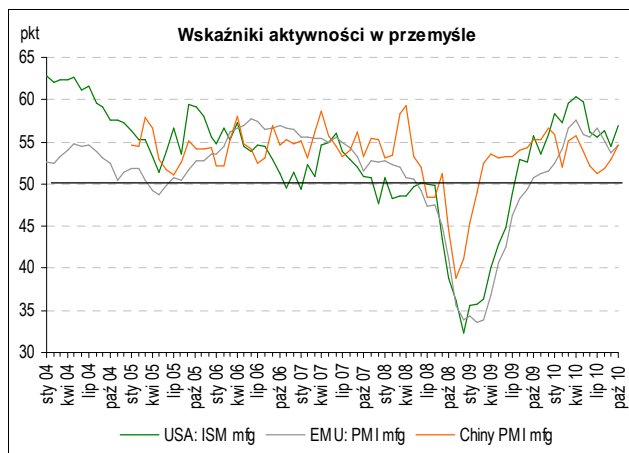
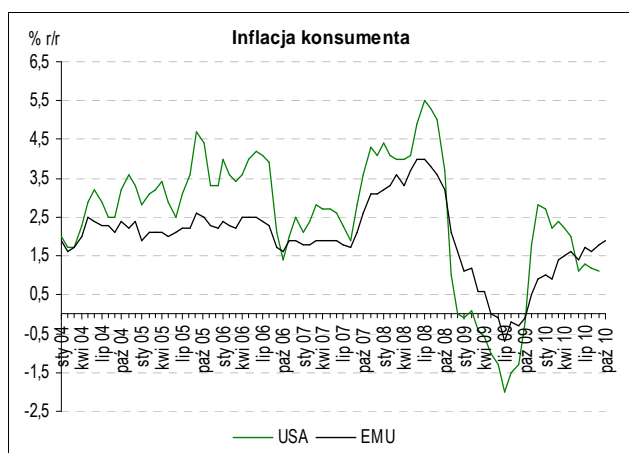
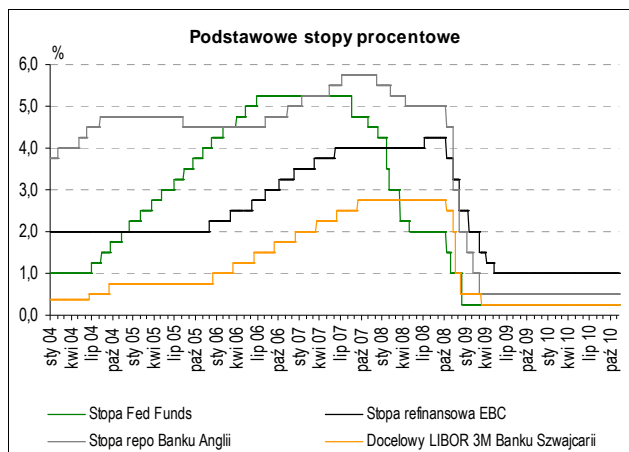
Przetargi obligacji skarbowych w 2009/2010 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg			II przetarg			Przetarg zamian		
	data	obligacje	oferta / sprzedaż	data	obligacje	oferta / sprzedaż	data	obligacje	oferta / sprzedaż
grudzień	2.12	OK0712/PS04	3000-6000 / 5651	-	-	-	16.12	-	-
styczeń	13.01*	OK0712	6600 / 6600	20.01*	DS1019/WS0429	2400/600 / 2409/591	6.01	PS0415/WZ0118	2494/2383
luty	10.02*	OK/PS	6600 / 6600	17.02	DS/WS/WZ/I	-	3.02	-	-
marzec	10.03	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/I	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/PS04	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	DS1110/PS0511	WZ0121/IZ0823
listopad	17.11	DS1020	1500-3000 / -	-	-	-	10.11	DS1110/PS0511	-

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

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Przegląd międzynarodowy



Źródło: Reuters, EBC, Rezerwa Federalna,

Rusza druga tura ilościowej stymulacji gospodarki USA

Na listopadowym posiedzeniu Fed przedstawił wyczekiwane przez inwestorów szczegóły na temat drugiej rundy ilościowej stymulacji gospodarki. Postanowił, że do końca II kw. 2011 kupi długoterminowe obligacje skarbowe o wartości 600 mld \$ (po ok. 75 mld \$ miesięcznie), aby wesprzeć gospodarkę. Rynek spodziewał się mniejszej kwoty, jednak z drugiej strony liczył, że zakupy będą skoncentrowane w krótszym czasie. Fed zapowiedział jednak, że będzie analizował rozwój sytuacji gospodarczej oraz zachowanie rynków finansowych i w razie potrzeby dokona modyfikacji założeń programu. Bank postanowił też, że będzie kontynuował proces reinwestowania środków uzyskiwanych z wykupu obecnie posiadanych papierów dłużnych (250-300 mld \$ do połowy 2011). Ponadto, w komunikacie po posiedzeniu utrzymane zostało stwierdzenie, że stopy procentowe pozostaną na „wyjątkowo niskim poziomie” przez „dłuższy okres”.

Zgodnie z oczekiwaniami EBC pozostawił główną stopę procentową na poziomie 1%, uznając, że jest to odpowiedni poziom biorąc pod uwagę obecne warunki gospodarcze i prognozy dotyczące sytuacji w 2011. Bank oczekuje, że wzrost cen w średnim okresie pozostanie umiarkowany, natomiast presja inflacyjna będzie ograniczona. Zdaniem banku w gospodarce strefy euro utrzymują się pozytywne tendencje. Wyraził zaniepokojenie faktem, że przygotowywane obecnie mechanizmy nadzoru nad kondycją fiskalną w państwach Eurolandu mogą nie cechować się odpowiednim poziomem automatyzmu w uruchamianiu sankcji w przypadku złamania przepisów.

Wzrost CPI w USA we wrześniu wyniósł 1,1% r/r wobec 1,2% miesiąc wcześniej. Niska inflacja jest poważnym zmartwieniem dla Fed-u, a zapowiedziana runda stymulacji gospodarki ma m.in. spowodować przyspieszenie tempa wzrostu cen.

Pierwsze szacunki inflacji HICP w strefie euro wskazują na wzrost do 1,9% r/r w październiku wobec 1,8% we wrześniu. Inflacja wyraźnie zbliżyła się do celu EBC (2%), ale słabe tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro powstrzyma bank przed szybkim zacieśnianiem polityki pieniężnej.

Ekspansja Chin trwa, odbicie w strefie euro i USA

W październiku wszystkie analizowane indeksy aktywności w przemyśle wzrosły. O ile w przypadku Chin można stwierdzić, że tendencja przyspieszenia rozwoju tego sektora gospodarki jest względnie ustabilizowana, tak w przypadku strefy euro i USA ostatnie wzrosty nie przesądzą o trwałości ożywienia.

Indeks ISM dla przemysłu w USA wzrósł do 56,9 pkt., co jest najwyższym poziomem od maja br. Było to głównie zasługą nowych zamówień, produkcji oraz eksportu. Być może osłabienie dolara zaczyna przynosić oczekiwane przez administrację skutki.

PMI dla chińskiego przemysłu wzrósł do 54,7 pkt., najwyższego poziomu od kwietnia br. i było to 3 miesiąc wzrostów. Głównym czynnikiem odpowiedzialnym za wzrost ogólnego PMI była poprawa w zakresie nowych zamówień, które zwiększyły się najsilniej od 6 miesięcy. Większa niż poprzednio była przy tym rola zamówień krajowych.

Indeks PMI dla sektora przemysłowego w strefie euro wzrósł do 54,6 pkt. po dwóch miesiącach spadków. Przyczyniły się do tego m.in. zamówienia eksportowe.

Pierwsze szacunki wzrostu PKB w USA w III kw. były minimalnie gorsze od oczekiwań. Co ciekawe, wzrost o 2,0% kw/kw to głównie zasługa wyraźnie mniejszej ujemnej kontrybucji eksportu netto (choć odnotowano mniejszy dodatni wpływ eksportu, to jeszcze bardziej spadł negatywny wpływ importu). W III kw. wyraźnie wolniej rosły inwestycje (wzrost w tej kategorii to zasługa głównie wzrostu zapasów). Nieznacznie wyższy wkład w porównaniu z II kw. odnotowała konsumpcja.

We wrześniu w USA w sektorze pozarolniczym przybyło 151,0 tys. nowych miejsc pracy, co było pierwszym przyrostem od maja br. Wyraźnie w górę zrewidowano dane z poprzednich miesięcy. Stopa bezrobocia utrzymała się na wysokim poziomie 9,6%.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
8 listopada 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) CN: Bilans handlowy (X)	11 PL: Święto Niepodległości US: Dzień wolny CN: CPI (X) CN: Produkcja przemysłowa(X)	12 PL: Podaż pieniądza (X) EZ: Wstępny PKB (III kw.) EZ: Produkcja przemysłowa (IX) US: Wstępny Michigan (XI)
15 PL: CPI (X) EZ: Bilans handlowy (IX) US: Indeks NY Fed (XI) US: Sprzedaż detaliczna (X)	16 DE: Indeks ZEW (XI) EZ: HICP (X) US: PPI (X) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (X) US: Produkcja przemysłowa (X)	17 US: Pozwolenia na budowę domów (X) US: Rozpoczęte budowy nowych domów (X) US: CPI (X)	18 PL: Płace i zatrudnienie (X) PL: Minutes RPP EZ: Bilans obrotów bieżących (IX) US: Wskaźniki wyprzedzające (X) US: Indeks Philly Fed (XI)	19 PL: Produkcja przemysłowa (X) PL: PPI (X)
22 PL: Inflacja bazowa (X) PL: Koniunktura gospodarcza (XI) EZ: Nastroj konsumentów (XI)	23 PL: Decyzja RPP DE: PKB (III kw.) DE: Wstępny PMI – przemysł (XI) EZ: Wstępny PMI – przemysł (XI) US: Bazowy PCE (III kw.) US: Drugi szacunek PKB (III kw.) US: Sprzedaż domów (X)	24 DE: Indeks Ifo (XI) EZ: Zamówienia w przemyśle (IX) US: Konsumpcja (X) US: Dochody osobiste (X) US: Bazowy PCE (X) US: Zamówienia w przemyśle (X) US: Indeks Michigan (XI) US: Sprzedaż nowych domów (X) US: Minutes Fed-u	25 PL: Sprzedaż detaliczna (X) PL: Stopa bezrobocia (X) DE: Indeks GfK (XII)	26 EZ: Podaż pieniądza (X)
29 EZ: Koniunktura gospodarcza (XI)	30 PL: PKB (III kw.) EZ: Wstępny HICP (XI) EZ: Stopa bezrobocia (X) US: Indeks ISM NY (XI) US: Indeks cen domów S&P/Case-Shiller (IX) US: Indeks Chicago PMI (XI) US: Nastroj konsumentów (XI) US: Beżowa Księga Fed	1 grudnia PL: PMI – przemysł (XI) EZ: PMI – przemysł (XI) CN: PMI – przemysł (XI) US: Raport ADP (XI) US: ISM – przemysł (XI)	2 EZ: PPI (X) EZ: Decyzja EBC US: Niezakończona sprzedaż domów (X)	3 EZ: PMI – usługi (XI) EZ: Sprzedaż detaliczna (X) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (XI) US: Stopa bezrobocia (XI) US: Zamówienia w przemyśle (XI) US: ISM – usługi (XI)
6 EZ: Sentix (XII)	7 DE: Zamówienia w przemyśle (X)	8 DE: Produkcja przemysłowa (X)	9 US: Zapasy hurtowników (X) CN: Bilans handlowy (XI)	10 US: Ceny importu (XI) US: Bilans handlowy (X) US: Wstępny Michigan (XII) CN: Produkcja przemysłowa (XI) CN: CPI (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	22-23	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	-	-
Płace 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

		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	lis 10
PMI	pkt.	48,8	52,4	52,4	51,0	52,4	52,5	52,5	52,2	53,3	52,1	53,8	54,7	55,6	55,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	-1,3	9,9	7,4	8,5	9,2	12,5	9,7	13,5	14,3	10,5	13,6	11,8	9,3	9,6
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	2,7	9,9	3,2	-15,3	-24,7	-10,9	-6,3	2,3	9,6	0,8	8,4	13,4	10,7	12,7
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	2,1	6,3	7,2	2,5	0,1	8,7	-1,6	4,3	6,4	3,9	6,6	8,6	8,9	9,0
Stopa bezrobocia	%	11,1	11,4	12,1	12,9	13,2	13,0	12,4	12,1	11,7	11,5	11,4	11,5	11,5	11,5
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	2,0	2,3	6,5	0,5	2,9	4,8	3,2	4,8	3,5	2,1	4,2	3,7	3,9	4,7
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-2,4	-2,2	-1,8	-1,4	-1,1	-0,6	0,0	0,5	1,1	1,5	1,6	1,8	2,0	2,2
Eksport (w euro)	% r/r	-10,9	1,8	15,1	12,5	19,9	22,6	23,1	24,4	27,0	17,5	23,1	22,0	16,7	15,3
Import (w euro)	% r/r	-20,1	-10,5	-3,2	7,2	21,6	23,4	22,1	28,9	23,9	18,9	25,9	26,1	20,3	19,2
Bilans handlowy	mln EUR	-303	-266	-442	-109	-154	-419	-152	-399	-101	-606	-786	-355	-707	-671
Rachunek bieżący	mln EUR	-503	-1 637	-884	-826	512	-821	-312	-453	-757	-1 518	-1 129	-1030	-957	-1021
Rachunek bieżący	% PKB	-2,4	-2,4	-2,2	-2,1	-2,1	-2,3	-2,2	-2,2	-2,3	-2,5	-2,8	-3,0	-3,2	-3,0
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-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	-46,7
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	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	89,5
Inflacja (CPI)	% r/r	3,1	3,3	3,5	3,5	2,9	2,6	2,4	2,2	2,3	2,0	2,0	2,5	2,8	2,7
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,9	2,8	2,6	2,4	2,2	2,0	1,9	1,6	1,5	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,0	1,9	2,1	0,2	-2,4	-2,6	-0,4	1,9	2,1	3,8	4,0	4,3	4,1	4,3
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	11,9	8,0	8,1	6,3	5,1	5,5	6,1	7,7	7,1	7,8	9,4	8,9	7,0	8,4
Zobowiązania	% r/r	13,5	10,3	9,8	7,5	6,8	6,2	7,0	8,5	8,1	8,5	9,9	9,6	7,9	8,4
Należności	% r/r	14,9	13,4	8,6	5,4	3,0	2,2	3,8	5,1	8,0	8,6	10,1	8,6	7,8	9,5
USD/PLN	PLN	2,85	2,79	2,83	2,85	2,93	2,87	2,89	3,24	3,36	3,20	3,09	3,03	2,85	2,76
EUR/PLN	PLN	4,21	4,17	4,14	4,07	4,01	3,89	3,87	4,06	4,10	4,08	3,99	3,96	3,95	3,92
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	4,19	4,23	4,24	4,17	4,13	3,92	3,85	3,86	3,84	3,81	3,82	3,83	3,85
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,35	4,26	4,25	4,01	3,90	3,92	3,84	3,71	3,93	4,08	3,97	4,02	4,04	4,05
Rentowność obligacji 2L	%	5,03	4,92	4,92	4,95	4,90	4,76	4,47	4,52	4,66	4,73	4,68	4,69	4,72	4,85
Rentowność obligacji 5L	%	5,65	5,64	5,67	5,58	5,51	5,27	5,10	5,26	5,35	5,35	5,23	5,15	5,09	5,25
Rentowność obligacji 10L	%	6,15	6,14	6,21	6,12	6,09	5,71	5,56	5,74	5,83	5,73	5,54	5,45	5,36	5,45

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	1 275,4	1 343,7	1 417,6	1 518,0	324,0	343,2	351,4	399,1	348,1	366,8	374,1	428,9
PKB	% r/r	5,1	1,7	3,7	3,9	3,0	3,5	3,8	4,2	4,0	3,6	3,8	4,1
Popyt krajowy	% r/r	5,6	-1,0	4,0	4,8	2,0	4,0	4,5	5,2	5,0	4,6	4,5	4,9
Spożycie indywidualne	% r/r	5,7	2,1	2,9	3,2	2,2	3,0	3,0	3,5	3,0	3,1	3,3	3,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	9,6	-1,1	1,4	11,0	-12,8	-1,7	6,0	6,5	16,5	12,5	10,0	9,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	3,6	-3,5	11,5	7,3	9,5	11,6	10,9	11,1	7,8	7,7	8,1	5,6
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	12,1	2,5	4,3	8,0	-16,7	2,5	7,6	13,3	25,8	5,2	3,8	6,6
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	13,1	3,5	5,7	8,2	4,0	3,1	6,5	8,9	5,5	8,4	8,8	9,7
Stopa bezrobocia ^b	%	9,5	12,1	11,7	10,0	13,0	11,7	11,5	11,7	12,4	10,7	10,2	10,0
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	10,3	4,4	3,6	5,4	2,8	3,8	2,0	4,3	4,4	4,8	5,7	5,9
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	4,8	-1,2	0,7	2,3	-1,3	0,4	1,5	2,2	2,4	2,3	2,3	2,3
Eksport (w euro)	% r/r	14,2	-15,8	20,0	11,6	18,0	24,9	20,8	16,5	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	23,6	20,9	21,0	16,0	14,0	9,8
Bilans handlowy	mln EUR	-17 724	-3 102	-5 514	-10 432	-676	-653	-1 747	-2 438	-1 954	-1 988	-3 243	-3 247
Rachunek bieżący	mln EUR	-17 384	-6 749	-9 683	-10 032	-1 134	-1 534	-3 677	-3 338	-1 904	-1 788	-3 343	-2 997
Rachunek bieżący	% PKB	-4,8	-2,2	-2,7	-2,5	-2,2	-2,1	-2,7	-2,7	-2,9	-2,9	-2,7	-2,5
Wynik general government	% PKB	-3,7	-7,2	-7,9	-6,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	4,2	3,5	2,6	3,2	3,0	2,3	2,2	2,8	3,3	3,4	3,2	3,0
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	3,3	3,5	3,0	3,0	2,6	2,3	2,5	3,0	3,4	3,2	3,0	3,0
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,3	2,7	1,6	2,3	2,2	1,7	1,2	1,4	2,1	2,3	2,5	2,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,2	3,3	2,0	3,9	-1,6	1,2	4,0	4,2	4,5	3,9	3,5	3,6
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	18,6	8,1	7,2	7,7	5,5	7,1	8,9	7,2	7,4	6,3	6,5	7,7
Zobowiązania ^b	% r/r	20,6	9,8	7,7	7,5	6,2	8,1	9,6	7,7	7,7	6,4	6,6	7,5
Należności ^b	% r/r	36,0	8,6	9,8	10,0	2,2	8,0	8,6	9,8	13,4	10,1	11,4	10,0
USD/PLN	PLN	2,41	3,12	2,97	2,71	2,88	3,15	3,10	2,76	2,66	2,79	2,71	2,65
EUR/PLN	PLN	3,52	4,33	3,98	3,81	3,99	4,01	4,01	3,90	3,82	3,92	3,80	3,72
Stopa referencyjna ^b	%	5,00	3,50	3,50	4,50	3,50	3,50	3,50	3,50	4,00	4,25	4,25	4,50
Stopa lombardowa ^b	%	6,50	5,00	5,00	6,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,50	5,75	5,75	6,00
WIBOR 3M	%	6,36	4,42	3,93	4,42	4,18	3,88	3,82	3,84	3,96	4,36	4,60	4,78
Rentowność bonów 52-tyg.	%	6,26	4,54	3,96	4,61	3,94	3,83	4,02	4,06	4,30	4,55	4,80	4,80
Rentowność obligacji 2L	%	6,22	5,17	4,74	5,19	4,87	4,55	4,70	4,82	5,00	5,20	5,25	5,30
Rentowność obligacji 5L	%	6,15	5,65	5,29	5,60	5,46	5,24	5,24	5,23	5,45	5,60	5,65	5,70
Rentowność obligacji 10L	%	6,06	6,11	5,68	5,85	5,97	5,71	5,57	5,45	5,65	5,85	5,90	6,00

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 08.11.2010 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