

Uwaga: opis koncepcji zegara koniunktury oraz metodologii użytej do jego opracowania przedstawiony jest w edycji MAKROskopu z listopada 2009 r. http://skarb.bzwbk.pl/items/doc/m_pl_2009_11.pdf

W tym miesiącu:

Gospodarka Polski	2
Pod lupą: Bank centralny	4
Pod lupą: Rząd i polityka	6
Rynek nieruchomości	6
Monitor rynku	7
Przegląd międzynarodowy	9
Kalendarz makroekonomiczny	10
Dane i prognozy ekonomiczne	11

Maciej Reluga

Główny Ekonomista
022 586 8363

Piotr Bielski
022 586 8333

Piotr Bujak
022 586 8341

Marcin Sulewski
022 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

Jednak powyżej czwórki

Tempo rozwoju polskiej gospodarki przekroczyło 4% już w III kwartale 2010 i wiele wskazuje na to, że wzrost PKB utrzyma się powyżej „czwórki” również w ostatnim kwartale tego roku i w roku przyszłym. Październik przyniósł wprawdzie spowolnienie wzrostu produkcji i pewne symptomy osłabienia popytu konsumentów, jednak badania koniunktury sugerują, że kolejne miesiące powinny być lepsze. Kontynuacja pozytywnych trendów w gospodarce przełożyła się na kolejną rewizję w górę naszych prognoz wzrostu PKB na ten i przyszły rok (do 3,8% i 4,1% z 3,7% i 3,9%). W kierunku poprawy perspektyw krajowej gospodarki działa także napływ korzystnych informacji ze światowej gospodarki. Nadal utrzymuje się dobra koniunktura u głównego partnera handlowego Polski, coraz częściej rewidowane w górę są prognozy przyszłorocznego wzrostu gospodarczego w USA, a w Chinach ostatnie dane makro są na tyle mocne, że rosną obawy o wyraźne zaostrzenie polityki pieniężnej w tym kraju.

W krajowej polityce pieniężnej na razie bez zmian – stopy procentowe po listopadowym posiedzeniu RPP pozostały na wcześniejszym poziomie. Uzasadnienie decyzji zawarte w komunikacie nie było przełomowe, choć na konferencji po posiedzeniu prezes NBP wskazał gotowość do podwyżek stóp w pewnej perspektywie czasowej. Z drugiej strony, wypowiedzi innych członków Rady ponownie wprowadziły sporo niejasności – część członków głosujących wcześniej za podwyżkami zasugerowała dość wyraźnie, że teraz nie są one ich zdaniem niezbędne, ale pojawiły się też głosy o konieczności szybkiej podwyżki, m.in. aby stabilizować sytuację na rynku walutowym. Nie zmieniamy oczekiwań, zgodnie z którymi stopy procentowe pozostaną bez zmian do końca tego roku. Spodziewamy się wzrostu stóp w całym 2011 r. o 100 pb i pierwszej podwyżki (o 25 pb) w I kw. 2011.

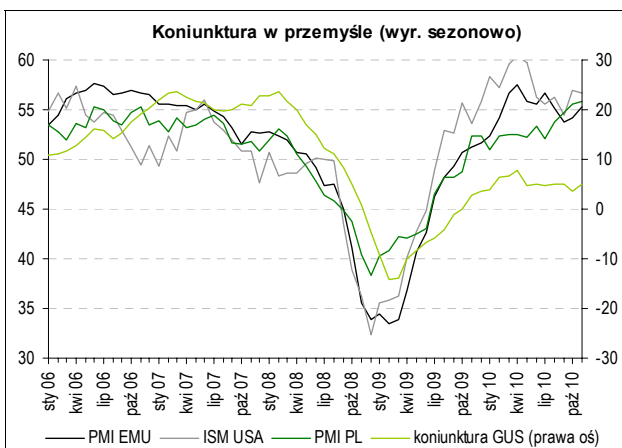
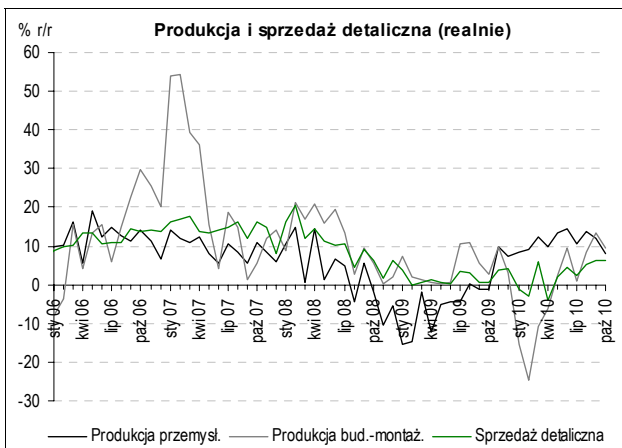
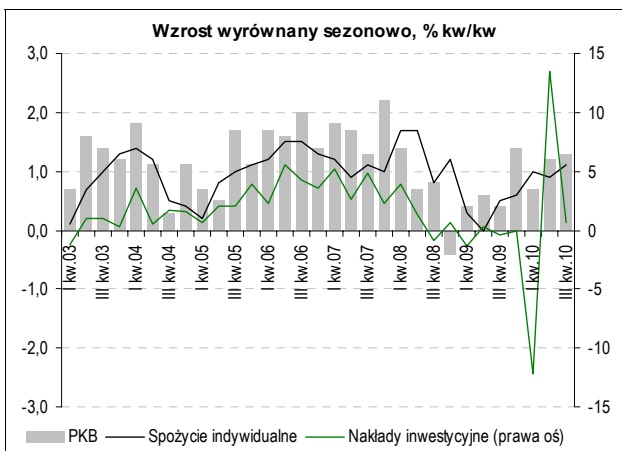
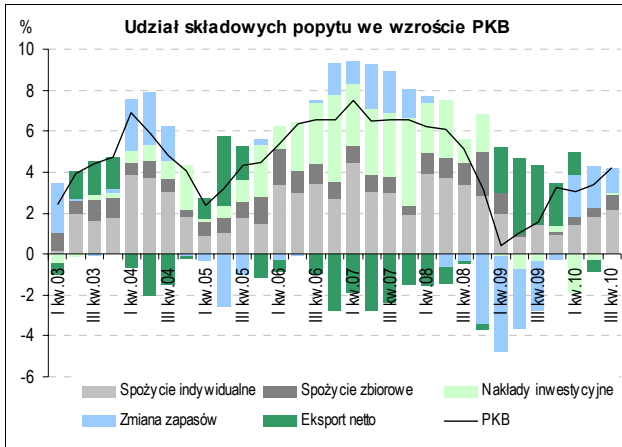
Ostatnie tygodnie na rynku finansowym przyniosły sporo emocji. Nasilenie obaw o problemy zadłużeniowe w Europie, głównie za sprawą przytłoczonej kosztami ratowania sektora bankowego Irlandii, a także niepokój związany z możliwymi konsekwencjami coraz powszechniej oczekiwanego zaostrzenia polityki pieniężnej przez Chiny, zwiększyły w ostatnich tygodniach awersję do ryzyka na światowych rynkach finansowych. Przecena krajowej waluty była w pewnym momencie na tyle dynamiczna, że ze strony przedstawicieli rządu i bankierów centralnych nastąpiła seria werbalnych interwencji. Pojawiły się też nieoficjalne informacje o sprzedaży walut na rynku przez BGK (prawdopodobnie w imieniu Ministerstwa Finansów). W ostatnich dniach złoty ustabilizował się nieco powyżej 4,0 za euro i sądzimy, że taki poziom może utrzymać się do końca tego roku. Również na rynku długu, przy malejącej stopniowo w przedświątecznym okresie aktywności inwestorów, nie powinno dojść do znacznych zmian.

Na rynku finansowym 30 listopada 2010 r.:

Stopa depozytowa NBP	2,00	WIBOR 3M	3,88	USDPLN	3,1308
Stopa referencyjna NBP	3,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	4,78	EURPLN	4,0734
Stopa lombardowa NBP	5,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,45	EURUSD	1,3011

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.12.2010 r.

Gospodarka Polski

**Przyspieszenie PKB w III kw. mimo stagnacji inwestycji**

Wzrost PKB w III kwartale br. był wyraźnie wyższy od prognoz i wzrósł do 4,2% r/r, najwyższego poziomu od dwóch lat. Wyrównany sezonowo kwartalny wzrost PKB przyspieszył nieznacznie do 1,3% z 1,2% w II kw.

Głównym motorem wzrostu gospodarczego w III kw. było przyspieszenie wzrostu popytu konsumpcyjnego (konsumpcja prywatna wzrosła o 3,5% r/r, spożycie zbiorowe o 4,3% r/r) oraz nadal dodatnia kontrybucja zmiany zapasów (ok. 1,2 pkt. proc.). Saldo eksportu netto miało zerowy wpływ na roczną dynamikę PKB, mimo sporego wzrostu nominalnego deficytu na rachunku towarów i usług (odpowiadał za to znacznie wyższy deflator importu niż eksportu).

Tempo wzrostu inwestycji wyszło w III kw. na plus, ale bardzo niewielki (0,4% r/r). Dane wyrównane sezonowo pokazują kontynuację stagnacji w tym obszarze. Nadal spodziewamy się mocnego odbicia inwestycji w górę w najbliższym czasie, czemu sprzyjają rekordowo dobre wyniki finansowe firm i szybki wzrost zamówień przy wysokim już poziomie wykorzystania mocy wytwórczych (powyżej wieloletniej średniej).

Patrząc na rachunki narodowe od strony podaży, w III kw. osłabł wzrost wartości dodanej w przemyśle (do 10,2% r/r z 11,4%), a przyspieszenie nastąpiło w budownictwie (do 6,1% z 3,8%) i w usługach rynkowych (do 2,0% r/r z 0,8%).

Bazując na wynikach badań koniunktury oraz prognozach dotyczących aktywności w przemyśle, handlu i usługach w najbliższych miesiącach, zakładamy utrzymanie tempa wzrostu PKB w IV kwartale br. na podobnym (lub nawet nieco wyższym) poziomie co w III kw., co oznaczałoby wzrost PKB w całym roku o ok. 3,8%. W 2011 roku spodziewamy się delikatnego przyspieszenia gospodarki (do nieco ponad 4% r/r).

Czwarty kwartał może być nawet lepszy

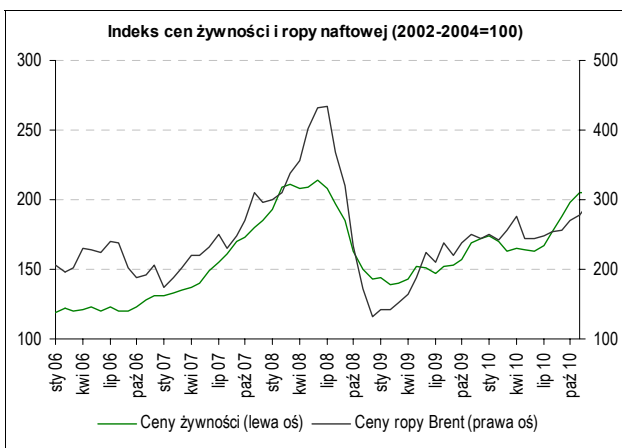
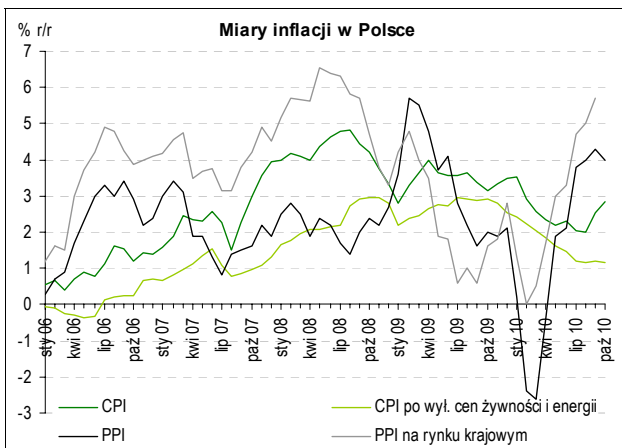
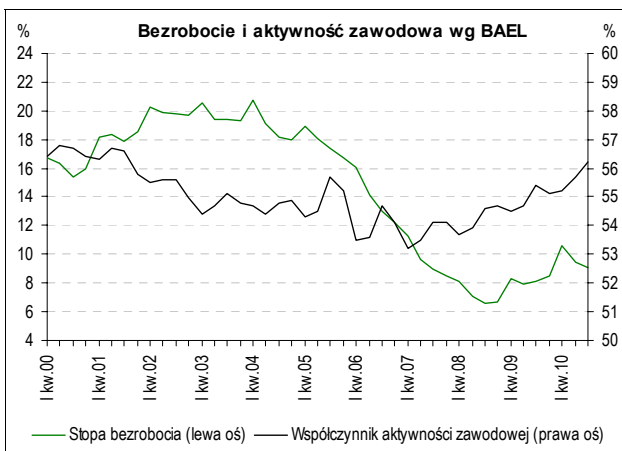
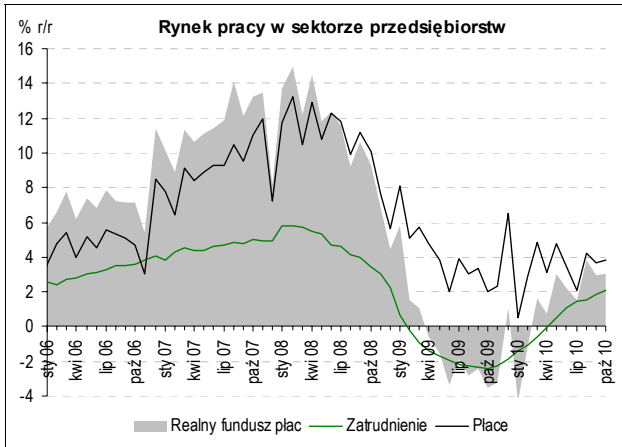
Pierwszy miesiąc IV kwartału przyniósł spowolnienie wzrostu produkcji i pewne symptomy osłabienia popytu konsumentów. Jednak kolejne miesiące powinny być znacznie lepsze.

Wzrost produkcji przemysłowej spowolnił w październiku do 8,0% r/r z 11,8% we wrześniu i był najniższy od grudnia 2009. Po korekcie sezonowej wzrost produkcji wyhamował w mniejszym stopniu, z 11,7% do 11,2% r/r. Produkcja budowlano-montażowa zwolniła w październiku do 9,4% r/r, ale po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych jej wzrost przyspieszył do 9,7% r/r (najwięcej od ponad dwóch lat).

Indeks PMI dla polskiego przemysłu wzrósł w listopadzie, zapowiadając mocny wzrost produkcji i zamówień, a także pokazując presję na zwiększenie mocy wytwórczych w firmach. Spodziewamy się poprawy dynamiki produkcji przemysłu w najbliższych miesiącach, chociaż w przyszłym roku będzie ona stopniowo wygasać wraz z oddziaływaniem efektu coraz wyższej bazy oraz spowolnieniem tempa wzrostu gospodarczego za granicą. Ożywienie inwestycji pod koniec br. powinno z kolei przynieść powrót dynamiki produkcji w budownictwie do dwucyfrowego poziomu.

Wzrost sprzedaży detalicznej w październiku przyspieszył do 9,0% r/r, ale w niektórych kategoriach (głównie w przypadku dóbr trwałych) można zaobserwować wyhamowanie dynamiki. Ożywieniu popytu konsumpcyjnego sprzyja wzrost dochodów gospodarstw domowych i oczekiwane podwyżki cen i podatków w 2011 r., ale z drugiej strony, zmiany w strukturze sprzedaży w październiku są pewnym sygnałem ostrzegawczym. Niepokoi również spadkowa tendencja optymizmu konsumentów w ostatnich miesiącach. Czynnikiem, który może wyhamować obawy konsumentów jest jednak utrzymanie pozytywnych tendencji na rynku pracy.

Gospodarka Polski

**Wzrost zatrudnienia przyspiesza, płace pod kontrolą**

Na razie dane z rynku pracy są dość optymistyczne. Roczny wzrost przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw przyspieszył w październiku do 3,9% z 3,7% we wrześniu. Jednocześnie, przeciętne zatrudnienie zwiększyło się o 2,1% r/r, najszybciej od grudnia 2008 r. Zgodne z naszą prognozą, nieznaczne przyspieszenie wzrostu płac w październiku przy nieco silniejszym od oczekiwań wzroście zatrudnienia potwierdza, że jak na razie zwiększeniu popytu na pracę nie towarzyszy nasilenie presji płacowej. Żądania płacowe pracowników osłabiane są zapewne przez ciągle jeszcze dość wysoki poziom bezrobocia (przy wzroście liczby aktywnych zawodowo) i utrzymującą się niepewność dotyczącą trwałości globalnej poprawy koniunktury.

Stopa bezrobocia rejestrowanego utrzymała się w październiku na poziomie 11,5%. Z kolei wyrównana sezonowo stopa bezrobocia podawana przez Eurostat (wg metodologii BAEL) lekko wzrosła w październiku do 9,7%.

Od kilku kwartałów mamy do czynienia z wyraźnym wzrostem aktywności ekonomicznej ludności w Polsce. Potwierdzają to m.in. kwartalne dane BAEL, wg których współczynnik aktywności zawodowej wzrósł w III kw. 2010 r. do 56,2%, najwyższego poziomu od dziewięciu lat. Drugi kwartał z rzędu wzrósł też współczynnik zatrudnienia (51,1%). Stopa bezrobocia wg BAEL (bez korekty sezonowej) spadła w III kwartale do 9,1%, najniższego poziomu od końca 2009 r. Rosnąca aktywność zawodowa Polaków jest zjawiskiem bardzo pożądanym z punktu widzenia średnioterminowych perspektyw wzrostu gospodarczego i jednocześnie pozytywnym z punktu widzenia RPP, ograniczając ryzyko nasilenia presji płacowej.

Wg naszych szacunków dynamika jednostkowych kosztów pracy wyhamowała w III kw. niemal do zera.

Inflacja w trendzie wzrostowym

Stopa inflacji podskoczyła w październiku do 2,8% r/r, najwyższego poziomu od ośmiu miesięcy. Za wzrost cen ponownie odpowiadały przede wszystkim znaczne podwyżki cen żywności oraz odzieży i obuwia. Wzrosły też ceny energii (m.in. na skutek wprowadzenia nowych taryf gazowych).

Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii utrzymała się w październiku na poziomie 1,2% r/r, bez zmian od lipca. Pozostałe trzy miary inflacji bazowej zanotowały drugi z rzędu nieznaczny wzrost.

Wzrost cen producenta spowolnił w październiku do 4,0% r/r z 4,3% we wrześniu. Wydaje się jednak, że był to jedynie przejściowy spadek i już w listopadzie dynamika PPI może wzrosnąć ponownie do 4,5%, m.in. za sprawą wyższych cen energii i surowców. Warto zwrócić uwagę, że PPI na rynku krajowym (wskaźnik pomijający ceny eksportu, obniżane przez aprecjację złotego) już we wrześniu wzrósł w Polsce do 5,7% r/r.

Na świecie kontynuowany jest wzrostowy trend cen żywności – w listopadzie dolarowy indeks cen żywności wg Światowej Organizacji Żywności (FAO) wzrósł o prawie 4% m/m (w przeliczeniu na złote o ok. 5,5% m/m), zbliżając się coraz bardziej do szczytu osiągniętego tuż przed wybuchem kryzysu w 2008 r. Wyraźnie rosną też ceny ropy naftowej (w listopadzie ok. 3%, w pierwszych dniach grudnia dalsze 5% m/m) i innych surowców.

W kolejnych miesiącach wzrostowy trend CPI będzie kontynuowany – inflacja przekroczy 3,0% r/r w grudniu, a w I kw. 2011 r. znajdzie się prawdopodobnie w okolicach, a być może nawet powyżej 3,5% (górnego poziomu dopuszczalnych wahań wokół celu inflacyjnego). Inflacja bazowa po wyłączeniu cen energii i żywności również będzie przyspieszać, do ok. 2,5% w połowie 2011 r.

Pod lupą: Bank centralny

Fragmenty listopadowego komunikatu RPP

Istotnym czynnikiem niepewności dla wzrostu gospodarczego na świecie pozostają skutki wysokiej nierównowagi fiskalnej oraz zapowiadane jej ograniczanie w gospodarkach rozwiniętych, a także skutki ekspansji monetarnej, w tym niekonwencjonalnych działań podejmowanych i planowanych przez główne banki centralne.

Zgodnie z oczekiwaniami w Stanach Zjednoczonych zwiększono skalę ekspansji monetarnej, co sprzyjało utrzymaniu pozytywnych nastrojów inwestorów na rynkach finansowych i przyczyniło się do wzrostu cen surowców. Równocześnie, nasilenie problemów budżetowych w niektórych krajach strefy euro, w szczególności w Irlandii, oddziaływało w kierunku zwiększenia niepewności na rynkach finansowych.

Dane dotyczące polskiej gospodarki w II połowie br. sygnalizują wyższe tempo wzrostu gospodarczego w porównaniu z I połową 2010 r. Utrzymuje się szybki wzrost produkcji przemysłowej, rośnie także produkcja budowlano-montażowa. Systematycznie wzrasta wykorzystanie mocy wytwórczych. Utrzymuje się bardzo dobra sytuacja finansowa i płynnościowa przedsiębiorstw. Przedsiębiorstwa zwiększają zatrudnienie, które zbliża się do poziomu sprzed kryzysu. Wzrostowi zatrudnienia sprzyja utrzymywanie dyscypliny płacowej. W III kw. br. obniżyło się tempo wzrostu wynagrodzeń w gospodarce, również dane dotyczące wynagrodzeń w sektorze przeds. świadczą o ograniczonej presji płacowej. Hamująco na wzrost płac może oddziaływać rosnąca aktywność zawodowa, która ma również wpływ na wyhamowanie spadku stopy bezrobocia rejestrowanego (po skorygowaniu o czynniki sezonowe).

W najbliższych miesiącach można oczekiwać kontynuacji wzrostu cen żywności i energii, co będzie oddziaływało w kierunku wyższej inflacji CPI. W 2011 r. poziom cen może zostać nieznacznie podwyższony przez zmianę stawek VAT.

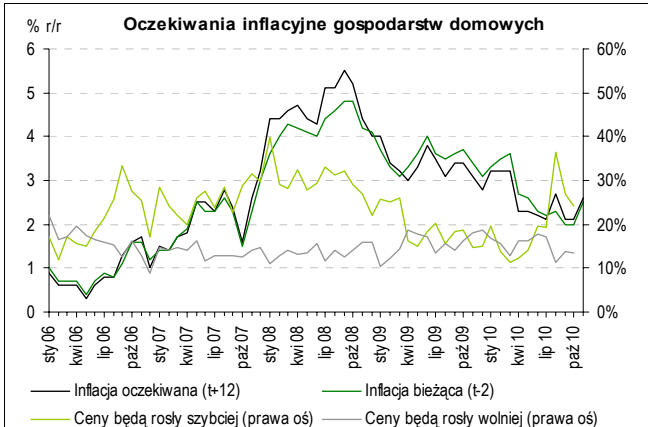
W ocenie Rady, nadal ograniczona presja inflacyjna i płacowa w polskiej gospodarce oraz utrzymujące się ryzyko zwiększenia się napływu kapitału do gospodarek wschodzących, w tym do Polski, w warunkach wydłużenia okresu ekspansywnej polityki pieniężnej przez główne banki centralne, w połączeniu z ryzykiem osłabienia wzrostu gospodarczego na świecie, uzasadniają utrzymanie stóp procentowych NBP na niezmiennym poziomie.

Jednocześnie Rada będzie w dalszym ciągu analizowała ewentualne sygnały narastania presji inflacyjnej.

Terminy posiedzeń i publikacji *minutes* RPP w 2011 roku

	Posiedzenie	Minutes		Posiedzenie	Minutes
I	18-19	20	VII	5-6	-
II	15	17	VIII	23	25
III	1-2, 15	17	IX	6-7, 20	22
IV	4-5, 19	21	X	4-5, 18	20
V	10-11, 17	19	XI	8-9, 15	17
VI	7-8, 14	16	XII	6-7, 20	22

Uwaga: *minutes* publikowane w danym miesiącu dotyczą co do zasady posiedzenia na początku tego miesiąca z wyjątkiem stycznia (*minutes* za grudzień), lutego (*minutes* za styczeń) i sierpnia (*minutes* za lipiec).



Źródło: NBP

Listopadowe posiedzenie RPP bez niespodzianek

RPP utrzymała w listopadzie stopy procentowe bez zmian (stopa referencyjna na poziomie 3,50%). Decyzja była zgodna z większością oczekiwań i nie powinna być zaskoczeniem w kontekście poprzedniego komunikatu Rady i ostatnich wypowiedzi członków, nawet tych o bardziej jastrzębim usposobieniu.

Uzasadnienie decyzji zawarte w komunikacie nie było przełomowe. Główne argumenty Rady za ponownym utrzymaniem stóp bez zmian pozostały bez zmian. RPP ponownie wskazała na dyscyplinę płacową, ryzyko spowolnienia gospodarczego na świecie oraz ryzyko nadmiernego umocnienia złotego.

Argumenty jastrzębie nie uległy zmianie, choć warto odnotować, że na konferencji po posiedzeniu prezes NBP zasugerował gotowość do podwyżek stóp, zwracając uwagę, że Rada może obawiać się efektów drugiej rundy i „dyskutuje perspektywę, w której na takie niebezpieczeństwo trzeba będzie zareagować”.

W sumie, podtrzymujemy nasz pogląd, że analiza obecnej sytuacji gospodarczej w Polsce oraz oczekiwania dotyczące kolejnych kwartałów uzasadniają podwyżkę stóp procentowych już parę miesięcy temu. Niemniej, patrząc na wynik listopadowego posiedzenia Rady, wygląda na to, że nadal jest ona w fazie wyczekiwania, choć nie wiadomo do końca na co czeka. Być może będzie tak jak napisaliśmy w ostatnim raporcie miesięcznym i kluczowe znaczenie dla terminu podwyżki będą miały po prostu wskaźniki bieżącej inflacji i dopiero przekroczenie przez inflację CPI pewnego krytycznego poziomu (np. 3,0% lub 3,5%) może uruchomić reakcję RPP. Utrzymujemy prognozę czterech podwyżek oficjalnych stóp procentowych po 25 pb każda, a pierwsza z nich nastąpi wg nas w pierwszym kwartale 2011 r.

...pomijając zmianę terminu decyzyjnych posiedzeń

Dodatkowym źródłem niepewności dotyczącym terminu rozpoczęcia przez RPP podwyżek stóp procentowych jest zmiana terminu decyzyjnych posiedzeń Rady w przyszłym roku. Bezpośrednio po posiedzeniu ta niepewność była bardzo duża, bo prezes NBP tylko bardzo ogólnie zapowiedział zmianę terminów posiedzeń, a oficjalny harmonogram opublikowano dopiero po tygodniu.

Rada zdecydowała się zmienić termin spotkania decyzyjnych z końca na początek miesiąca. Jednodniowe spotkanie w lutym zapewne nie będzie miało charakteru decyzyjnego (podobna sytuacja nastąpi w sierpniu), a RPP zapozna się z nowym *Raportem o inflacji* dopiero na początku marca. *Minutes* będą publikowane z mniejszym opóźnieniem po posiedzeniach niż dotychczas.

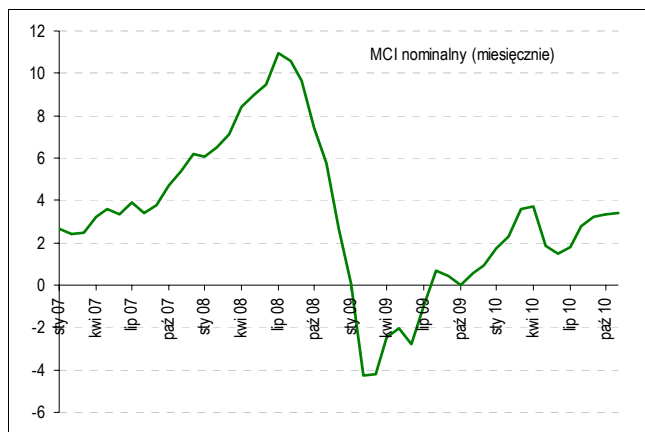
Wzrost oczekiwań inflacyjnych

Dane NBP pokazały, że średnia oczekiwana stopa inflacji w ciągu najbliższych 12 miesięcy wyraźnie zwiększyła się w listopadzie do 2,6% z 2,1% w październiku.

Był to już czwarty miesiąc z rzędu, kiedy oczekiwana stopa inflacji była wyższa niż bieżąca stopa inflacji znana ankietowanym w momencie badania. Wcześniej od kwietnia 2009 do lipca 2010 oczekiwana inflacja była niższa od bieżącej. Taka zmiana sytuacji może niepokoić RPP nawet bardziej niż sam wzrost miary oczekiwań inflacyjnych.

Utrzymywanie się takiej sytuacji w kolejnych miesiącach może zwiększać obawy RPP o wystąpienie efektów drugiej rundy i stanowić jeden z ważnych argumentów za rozpoczęciem podwyżek stóp procentowych.

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



MCI ponownie nieznacznie w górę

- Listopad, podobnie jak październik, przyniósł nieznaczny wzrost obliczanego przez nas nominalnego MCI. Na niewielkie zwiększenie restrykcyjności warunków monetarnych mierzonej obliczanym przez nas indeksem wpłynął zarówno wzrost WIBOR 3M, jak i delikatny spadek średniego miesięcznego kursu EURPLN.
- Z pozostałych czynników, które nie są uwzględniane w obliczeniach nominalnego MCI, warto odnotować, że średni kurs USDPLN wzrósł silniej niż obniżył się EURPLN, co działało w kierunku efektywnego łagodzenia polityki pieniężnej. Z drugiej strony, trzeba pamiętać, że z badań NBP wynika, że banki planowały w IV kw. zaostrzyć politykę w większości segmentów rynku kredytowego, co prowadziłoby do efektywnego zwiększenia restrykcyjności polityki pieniężnej.

Gilowska i Glapiński zmieniają front

Kiedy miesiąc wcześniej pisaliśmy o jastrzębich wypowiedziach Jana Winickiego i Anny Zielińskiej-Głębockiej, które pojawiły się krótko po październikowym spotkaniu RPP, zastanawialiśmy się dlaczego w październiku nie została przegłosowana podwyżka stóp procentowych, skoro już dużo wcześniej (w sierpniu) za podwyżką stóp głosowało czworo innych członków Rady (Bratkowski, Gilowska, Glapiński i Rzońca). Wskazywaliśmy, że rozbieżność między wyraźnie jastrzębimi wypowiedziami Winickiego i Zielińskiej-Głębockiej a wynikiem posiedzenia Rady w październiku (brak podwyżki i dość gołębi komunikat) może nie wydawać się dziwna tylko przy założeniu, że część bankierów centralnych, którzy wcześniej opowiadali się za zmianą stóp, ostatnio zmieniło zdanie. I rzeczywiście, wygląda na to, że front zmienili prof. Zyta Gilowska i Adam Glapiński. Tych dwoje członków RPP, którzy głosowali w sierpniu za podwyżką głównej stopy procentowej, pod koniec listopada dało w swoich wypowiedziach do zrozumienia, że w obecnym momencie zacieśnianie polityki pieniężnej nie jest potrzebne. Gilowska powiedziała, że „obecny poziom stop procentowych jest dobrze dostosowany do potrzeb polskiej gospodarki”, a „procesy inflacyjne są pod kontrolą”. Z kolei Glapiński stwierdził, że „nagła i gwałtowna aprecjacja kursu złotego byłaby zjawiskiem niekorzystnym, dlatego RPP nie powinna obecnie, poprzez stopy procentowe, stwarzać dodatkowego impulsu do napływu kapitału zagranicznego do Polski”. Dodał jednak, że Rada „obserwuje sytuację i nie da się zaskoczyć, nie będzie spóźniona”, co sugeruje, że w ciągu kilku miesięcy w jego poglądach (i być może w opinii prof. Gilowskiej) nt. potrzeby rozpoczęcia podwyżek stóp może ponownie nastąpić zwrot.

...ale jastrzębie nadal w gotowości do podwyżek

Najnowsze wypowiedzi Andrzeja Bratkowskiego oraz Andrzeja Rzońcy, czyli dotychczas najbardziej jastrzębich członków RPP pokazały, że ta frakcja w Radzie nie zapomniała zupełnie o potrzebie podwyżek stóp. Rzońca podkreślił, że jego ocena sytuacji nie uległa zmianie od sierpnia (gdy głosował za podwyżką o 50 pb). Bratkowski też uważa, że trzeba podwyższać stopy, choć stwierdził, że skoro jest już za późno na prawdziwie wyprzedzającą podwyżkę o 50 bp (bo „nie zrobiłaby teraz większego wrażenia na rynku”), to „lepiej przejść do standardowego cyklu podwyżek, który zaczynamy w pewnym momencie i nie prowadzimy zbyt szybko, tym bardziej że strona popytowa jest dosyć stabilna”. Choć frakcja jastrzębia osłabiona została odejściem (przynajmniej na jakiś czas) Gilowskiej i Glapińskiego, to zyskała wsparcie Winickiego i Zielińskiej-Głębockiej, na co wskazywały już ich wypowiedzi opisane przez nas w poprzednim miesięcznym raporcie. Najnowsze komentarze Zielińskiej-Głębockiej potwierdzają, że widzi ona potrzebę podwyżek stóp procentowych, „w grudniu lub w I kwartale”. Co ważne, Zielińska-Głębocka podkreśliła, że „trzeba też wziąć pod uwagę sytuację na rynku walutowym” i podwyżka stóp „mogłaby pomóc uspokoić sytuację”.

Kurs walutowy bardzo ważny dla nowej Rady, ale większość przeciw interwencjom

Również wypowiedzi innych bankierów centralnych niż Anna Zielińska-Głębocka pokazują, że dla RPP nowej kadencji zachowanie kursu walutowego jest bardzo ważnym czynnikiem i może istotnie wpływać na ich decyzje dotyczącej stóp procentowych. Po raz kolejny swoje przekonanie o potrzebie większej obecności NBP na rynku wyraził Andrzej Bratkowski, bo wg niego polityka werbalnych interwencji może nie być wystarczająco skuteczna. Zdradził jednak (w wywiadzie dla Bloomberg z 9 grudnia), że większość RPP nie jest za tym. W ciągu ostatniego miesiąca najwięcej o kursie mówił chyba prezes Belka. Kilka razy stwierdził, że złoty ma znaczny potencjał aprecjacyjny (raz wskazując wprost, że co najmniej 10%) i w ten sposób wpływał na notowania rynkowe (w dość niefortunny sposób, bo umacniał złotego, akurat w momencie, gdy ten był relatywnie mocny).

Prof. Kaźmierczak okopuje się na pozycji skrajnego gołębia

Najnowsze wypowiedzi prof. Andrzeja Kaźmierczaka wskazują, że umacnia się na pozycji skrajnego gołębia. Jego zdaniem krajowa gospodarka nadal nie jest na tyle silna, aby RPP mogła podnieść stopy. Wynika z tego, że biorąc pod uwagę opóźnienie z jakim zacieśnianie polityki pieniężnej wpływa na gospodarkę, oczekuje on długiej drogi do zamknięcia luki popytowej.



Rzońca

Winicki

Bratkowski

Zielińska-Głębocka

Glapiński

Gilowska

Hausner

Belka

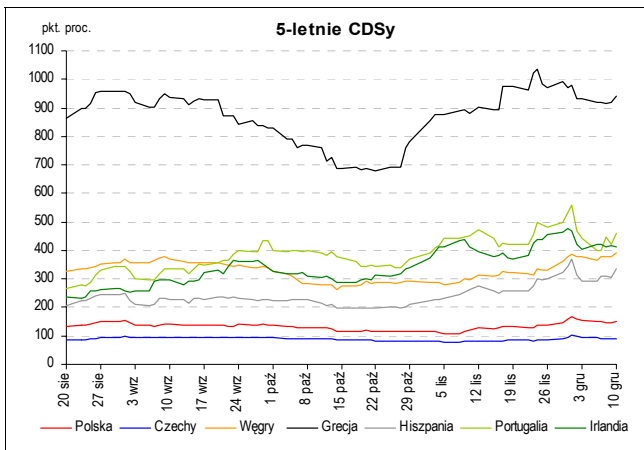
Chojna-Duch

Kaźmierczak



Pod lupą: Rząd i polityka

	Spread vs Bundy (10 lat) w pb			CDS (5 lat)		
	10.12	zmiana od 09.11	zmiana od 31.12.09	10.12	zmiana od 09.11	zmiana od 31.12.09
Polska	303	-7	16	149	31	15
Czechy	98	-27	36	89	7	-5
Węgry	508	18	23	389	89	145
Grecja	889	-13	647	942	48	659
Hiszpania	244	43	183	333	79	221
Irlandia	559	-31	406	414	-23	303
Portugalia	339	-111	270	462	13	372
Włochy	158	-2	82	211	17	103
Niemcy	-	-	-	52	15	25



Pakiet pomocy dla Irlandii uspokoił rynki kredytowe

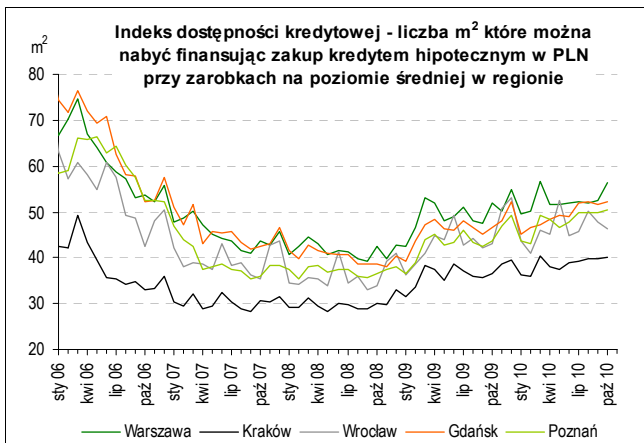
Widoczny na przełomie października i listopada wzrost obaw o problemy zadłużeniowe peryferyjnych państw strefy euro został przejściowo zahamowany w połowie listopada. W dalszej części minionego miesiąca nastąpiło jednak wyraźne nasilenie obaw o sytuację fiskalną w strefie euro. Na pierwszym planie były problemy Irlandii przytłoczonej rosnącymi kosztami ratowania sektora bankowego.

Przez pewien czas Irlandia opierała się presji innych państw strefy euro i nie deklarowała zainteresowania pakietem międzynarodowej pomocy, co zwiększało nerwowość rynków i pogarszało sytuację rynkową innych słabych pod względem fiskalnym państw strefy euro. W końcu jednak Irlandia osiągnęła porozumienie ws. pomocy od strefy euro i MFW (wraz z rezerwami gotówkowymi samej Irlandii wartość pakietu to 85 mld €), co zaowocowało spadkiem ryzyka fiskalnego i poprawą sytuacji na rynkach kredytowych. W efekcie, stawki CDS dla Irlandii, a spread do Bundów także dla kilku innych krajów, obniżyły się poniżej poziomów sprzed miesiąca.

Należy jednak pamiętać, że sytuacja fiskalna w krajach strefy euro pozostaje napięta. Poparcie polityczne i społeczne dla drastycznych oszczędności jest kruche, a perspektywy gospodarek niezbyt dobre, co może utrudniać przywracanie równowagi fiskalnej i działać w kierunku wzrostu ryzyka kredytowego na rynkach.

W naszym regionie negatywnie wyróżniają się ostatnio Węgry. Kontrowersyjna decyzja o efektywnym przejściu prywatnych środków w węgierskich OFE, a także obniżenie ratingu Węgier przez Moody's o dwa stopnie z Baa1 do Baa3 (z perspektywą negatywną) pogorszyło wycenę ryzyka kredytowego tego kraju. Nie zaszkodziło to jednak notowaniom Polski i innych krajów regionu.

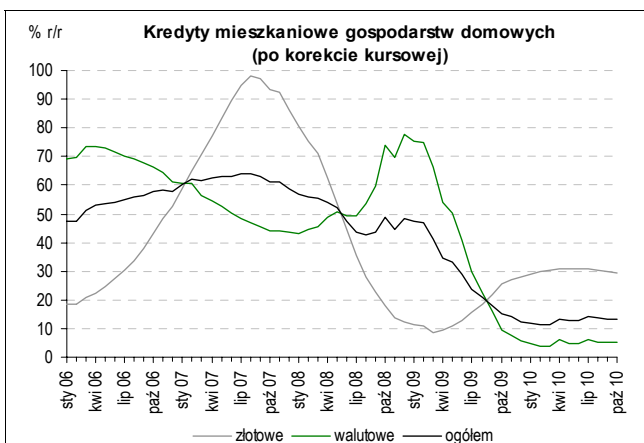
Rynek nieruchomości



Mieszkaniowa stagnacja

Po sygnałach lekkiego ożywienia na rynku mieszkaniowym tuż po wakacjach, w ostatnim okresie ponownie wróciła stagnacja. W październiku dominowały lekkie spadki ofertowych cen mieszkań w największych miastach, odrağowując wcześniejszy nieznaczny wzrost.

Popyt nabywców również pozostaje dość niemrawy, pomimo tego, że do wzrostu liczby transakcji przed końcem roku zachęca perspektywa wzrostu VAT, planowane ograniczenie programu *Rodzina na swoim*, a także większa dostępność finansowa mieszkań, wynikająca z poprawy relacji cen mieszkań do dochodów gospodarstw domowych i bardziej przystępnej oferty kredytowej banków (przede wszystkim w złotych). Dopiero w listopadzie pojawiły się pierwsze sygnały nt. wzrostu wolumenu obrotów na rynku mieszkaniowym.

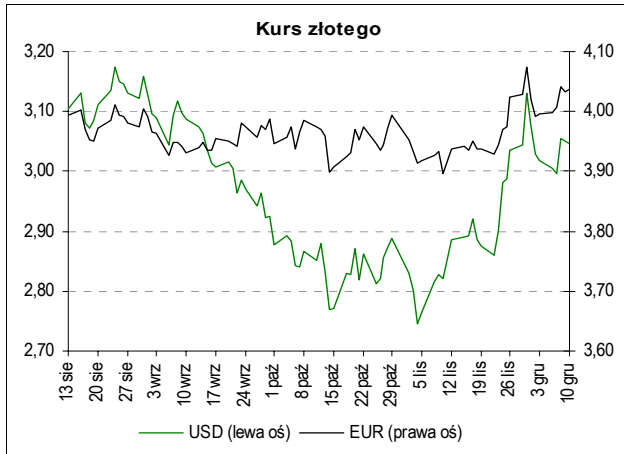


Stabilny popyt na kredyty mieszkaniowe

Na rynku kredytowym widoczny jest stopniowy spadek marż dla kredytów mieszkaniowych. Największe zmiany w ofertach banków następują w przypadku kredytów w złotych, co ma związek ze zbliżającymi się ograniczeniami w udzielaniu kredytów walutowych przez nadzór bankowy. W efekcie, nawet te banki, które były do tej pory skoncentrowane na kredytach walutowych stopniowo przekierowują swoją ofertę w kierunku zwiększenia udziału w rynku złotowym.

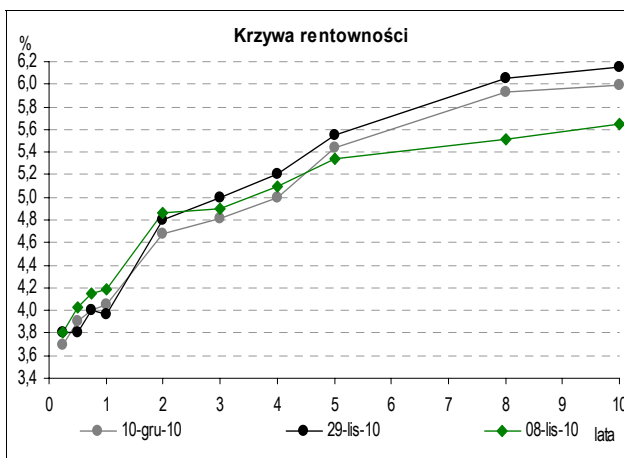
Mimo to, popyt klientów utrzymuje się na stabilnym poziomie, a tempo wzrostu kredytów mieszkaniowych (po korekcie związanej ze zmianami kursów) pozostaje bez większych zmian od końca 2009 r., w przedziale 12-14% r/r.

Monitor rynku



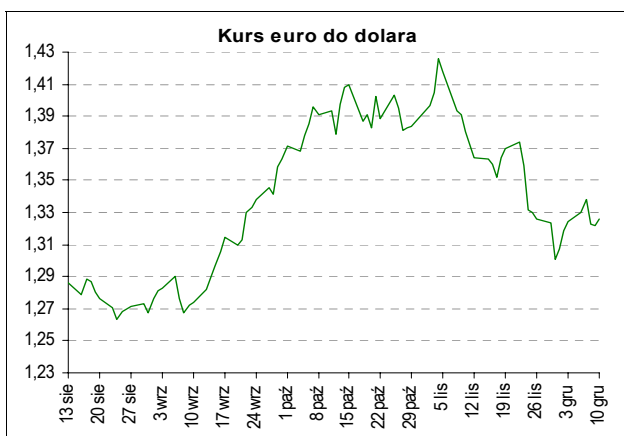
Silne wahania kursu EURPLN

- Przez większą część listopada, notowania przebiegały zgodnie z naszymi oczekiwaniami, kurs EURPLN wahał się blisko 3,92. Dane z Chin zapowiadające konieczność dalszych działań w celu schłodzenia gospodarki i w końcu problemy Irlandii stopniowo pogarszały nastrój na rynku. Wzrost awersji do ryzyka spowodował, że EURPLN przebił poziomy oporu na 3,98 i 4,04, osiągając prawie 4,11. Werbalne interwencje przedstawicieli rządu, NBP i poprawiający się stopniowo nastrój na globalnym rynku wsparł złotego i do połowy grudnia kurs spadł do 4,03.
- Spodziewamy się, że w grudniu notowania złotego będą relatywnie stabilne, ponieważ z jednej strony Ministerstwu Finansów nie będzie zależało na zbyt wyraźnej deprecjacji krajowej waluty, a z drugiej, w dalszym ciągu pojawiać się mogą negatywne informacje ze świata. Naszym zdaniem, na koniec roku kurs EURPLN znajdzie się w przedziale 3,98-4,04.



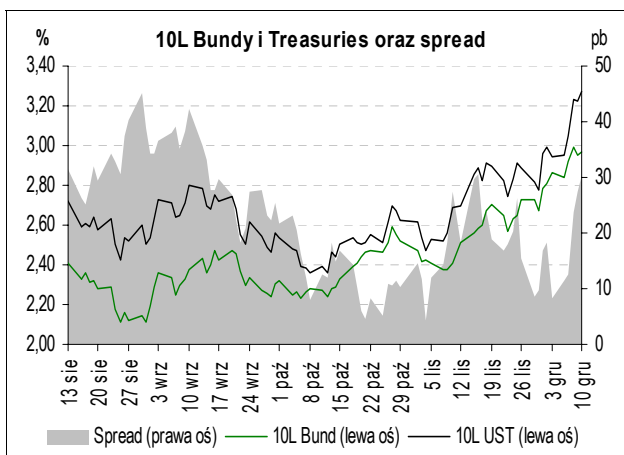
Długi koniec krzywej pod negatywną presją

- W listopadzie nastąpiło wystromienie krajowej krzywej. Było to w mniejszym stopniu spowodowane spadkiem rentowności na krótkim końcu, natomiast w głównej mierze przyczyniła się do tego wyraźna wyprzedaż obligacji długoterminowych. Tak jak się spodziewaliśmy, do momentu publikacji danych o CPI, rentowności obligacji 2-letnich były stabilne, w dalszej części miesiąca – za sprawą malejących oczekiwań na rychłe podwyżki stóp – nastąpił spadek rentowności. Długi koniec był pod negatywnym wpływem utrzymującej się przez długi czas awersji do ryzyka związanej z wydarzeniami na europejskim rynku długu i wzrostów rentowności na bazowych rynkach długu.
- Uważamy, że w grudniu zmienność na krajowym rynku długu tradycyjnie będzie ograniczona. Większe zmiany, z powodu wydarzeń za granicą, mogą zajść na środku oraz długim końcu krzywej.



Obawy o stabilność fiskalną w strefie euro wsparły dolara

- Korekta spadkowa kursu EURUSD, rozpoczęta kilka dni po ogłoszeniu przez Fed drugiej rundy stymulacji gospodarki, trwała zdecydowanie dłużej, niż się tego spodziewaliśmy. Po przebicium wsparcia w okolicy 1,37-1,38 trend aprecjacyjny dolara był kontynuowany aż do poziomu 1,3. Głównym czynnikiem, który działał na niekorzyść euro były nasilające się obawy o stabilność fiskalną państw Eurolandu, najpierw Irlandii, później Portugalii, Hiszpanii. Lekka poprawa nastrojów, jaka nastąpiła w pierwszym tygodniu grudnia, spowodowała odbicie kursu do 1,32.
- Uważamy, że w przypadku kursu EURUSD powtórzy się sytuacja z okresu sierpień-wrzesień, kiedy to po wyraźnym umocnieniu dolara, kurs wahał się w trendzie bocznym. Spodziewamy się, że do końca roku będzie stabilny w okolicy 1,32. Wsparcie to 1,30, opór 1,34.

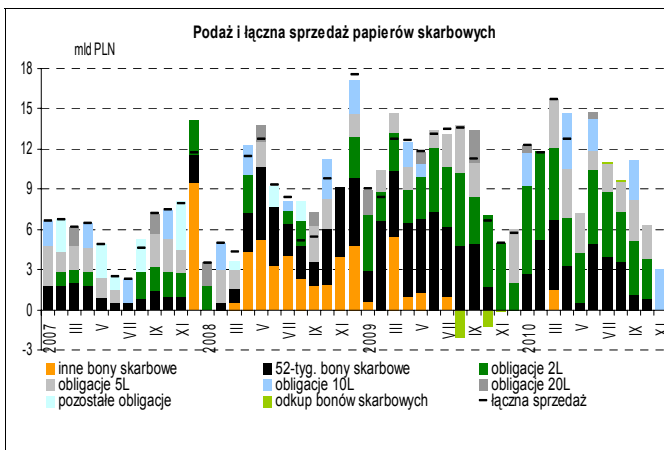
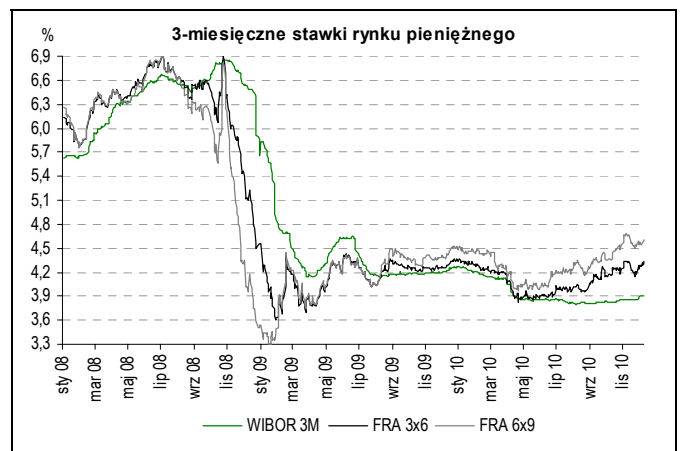
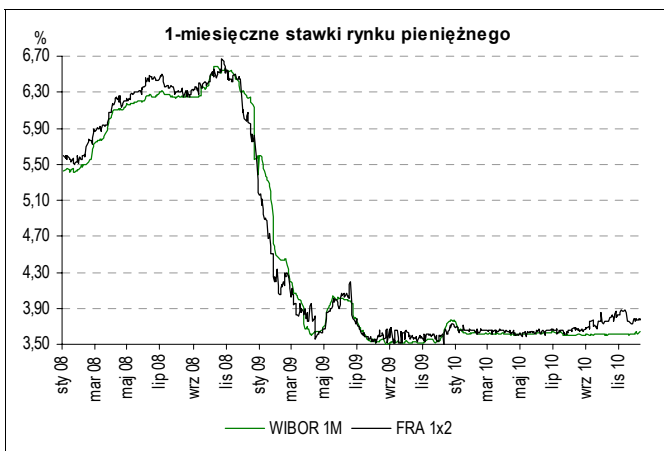
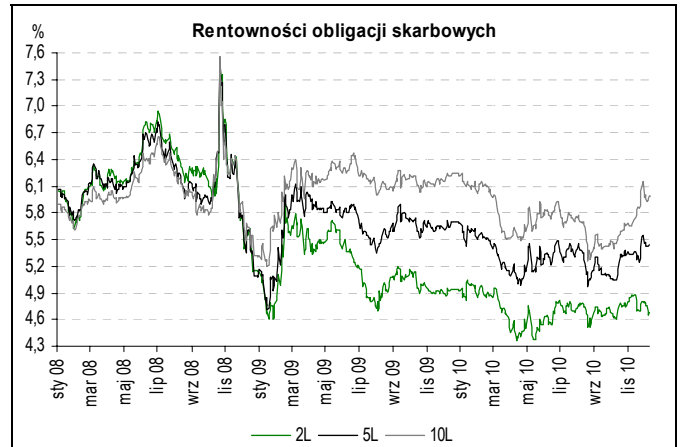
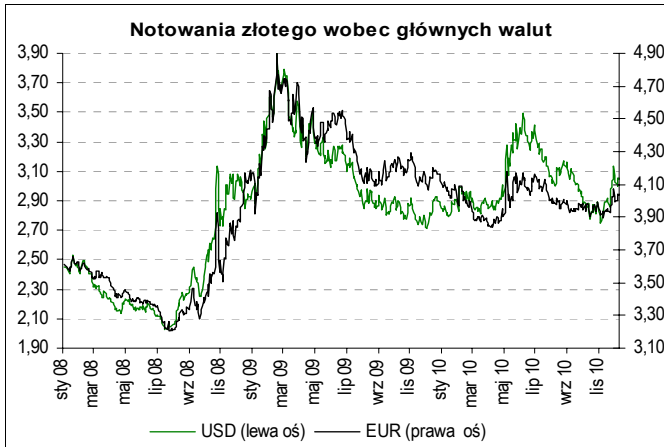


Wzrost oczekiwań inflacyjnych w USA

- Pomimo utrzymującej się przez większość czasu awersji do ryzyka związanej z europejskim rynkiem długu, rentowności Bundów i Treasuries wyraźnie wzrosły w minionym miesiącu. Trend wzrostowy wspierany był przez obawy o możliwość zbyt szybkiego wzrostu inflacji w USA z powodu działań Fed oraz o przyszłość niemieckiego budżetu, który mógłby bardzo ucierpieć, jeśli potrzebne byłyby kolejne pakiety pomocowe dla peryferyjnych państw strefy euro. W rezultacie, rentowności 10-letnich Bundów i Treasuries wzrosły do najwyższych poziomów od odpowiednio maja i czerwca br.
- Pierwsza podwyżka stóp procentowych w strefie euro czy USA to wciąż odległa perspektywa, ale działania Fed wzmacniające obawy o wzrost inflacji mogą sprawić, że w najbliższym czasie, przy założeniu stabilizacji nastrojów na światowych rynkach, rentowności Treasuries będą rosły szybciej niż Bundów.

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	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

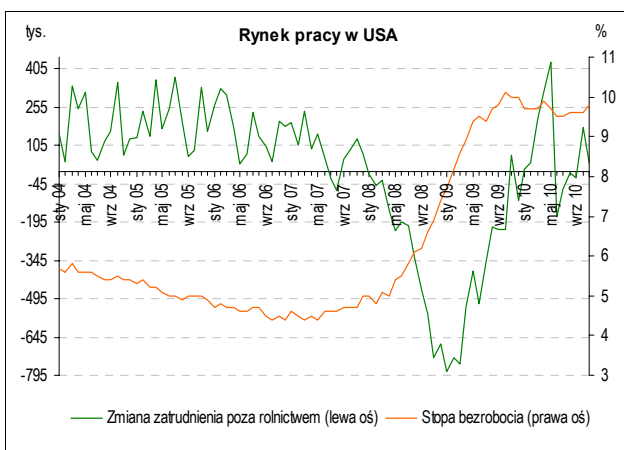
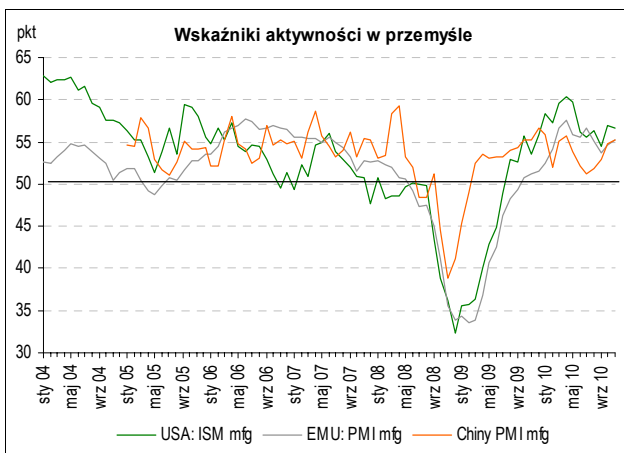
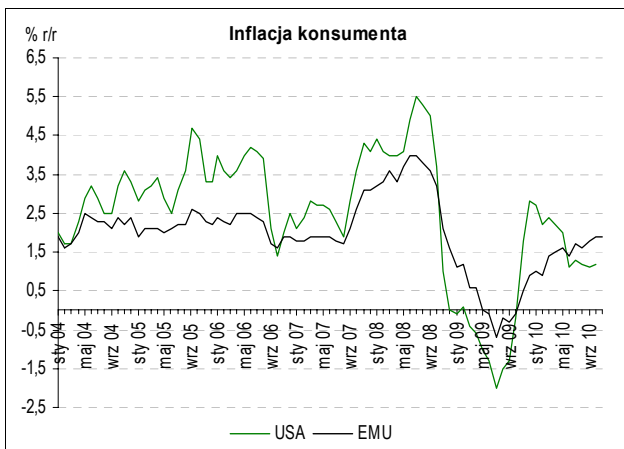
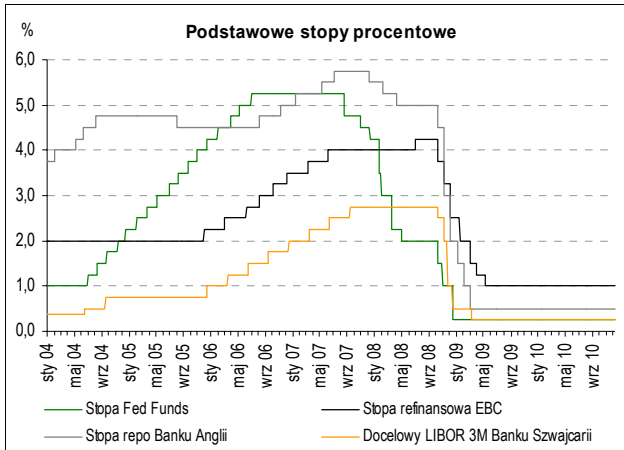
Przetargi obligacji skarbowych w 2009/2010 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg			Przetarg zamiany			
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	sprzedaż
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/IZ	-	-	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/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/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	3000	-	-	-	-	10.11	DS1110/PS0511	-
grudzień	1.12	OK0113	2000-4000	4076*	8.12	WZ0121/IZ0823	1000-2000	2050	15.12	Przetarg warunkowy	

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

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Przegląd międzynarodowy



Źródło: Reuters, EBC, Rezerwa Federalna,

EBC również intensyfikuje zakupy obligacji

▪ Po Fedzie, również EBC zdecydował o wzmożonych zakupach obligacji państw strefy euro. Cel to uspokojenie sytuacji na europejskim rynku długu. W komunikacie EBC nie przedstawił deklaracji zwiększenia puli kupowanych obligacji peryferyjnych państw strefy euro. Dopiero na konferencji Jean-Claude Trichet powiedział, że bank zaczął agresywnie kupować irlandzkie i portugalskie obligacje, a górne ograniczenie przeznaczonych środków nigdy nie zostało nałożone. Powtórzył swoją opinię, że przedstawiciele państw strefy euro są świadomi powagi sytuacji i inwestorzy nie powinni wątpić w ich determinację do opanowania obecnych problemów.

▪ Zgodnie z oczekiwaniami, EBC utrzymał główną stopę procentową na poziomie 1%. Przynajmniej do pierwszego kwartału 2010 prowadzone będą nieograniczone jednostynodniowe oraz jedno- i trzymiesięczne operacje zasilające w płynność. Zdaniem EBC, inflacja będzie na umiarkowanym poziomie w średnim terminie i utrzymane zostaną pozytywne tendencje wzrostowe gospodarki strefy euro, ale – podobnie jak w poprzednich komunikatach – podkreślono, że zagrożenia dla koniunktury są dalej aktualne.

▪ Według protokołu z ostatniego posiedzenia Fed, członkowie Rezerwy Federalnej byli podzieleni w sprawie wprowadzenia pakietu stymulacyjnego. Część z nich wyrażała obawy, że dalsze luzowanie polityki pieniężnej może być ryzykowne dla przyszłej inflacji oraz może nie mieć oczekiwanego wpływu na gospodarkę. Fed obniżył prognozę PKB na 2011 r. do 3,0-3,6% (z 3,5-4,2% oczekiwanego w czerwcu) oraz podwyższył prognozę bezrobocia do 8,9-9,1% (z 8,3-8,7%).

▪ CPI w USA przyspieszył w październiku do 1,2% r/r. Pierwsze szacunki inflacji HICP w strefie euro wskazują na wzrost o 1,9% r/r w listopadzie.

Nierówne ożywienie na świecie, jak i w samej strefie euro

▪ W listopadzie indeks aktywności przemysłu w USA zanotował spadek, natomiast wskaźniki dla strefy euro i Chin wzrosły. Choć interpretacja tych danych nie jest jednoznacznie optymistyczna, to na dzień dzisiejszy ryzyko realizacji scenariusza double-dip jest stosunkowo niewielkie. W dalszym ciągu należy jednak liczyć się z tym, że tempo wzrostu w przemyśle będzie przez pewien czas umiarkowane.

▪ Indeks ISM dla przemysłu w USA spadł w do 56,6 pkt. z 56,9 pkt. Spadek po największym od stycznia br. wzroście (2,5 pkt.) nie neguje na tym etapie trendu wzrostowego wskaźnika.

▪ PMI dla chińskiego przemysłu wzrósł do 55,3 pkt., najwyższego poziomu od kwietnia br. Coraz częściej jednak dane o silnym wzroście tamtejszego przemysłu budzą na rynku obawy przed spowolnieniem wobec postępujących działań mających na celu schłodzenie gospodarki Chin oraz zapobiegnięcie narastaniu wewnętrznych nierównowag.

▪ Indeks PMI dla przemysłu w strefie euro wzrósł trzeci miesiąc z rzędu, do 55,3 pkt. Dane pokazują jednak, że poziom aktywności w przemyśle Eurolandu wciąż jest bardzo zróżnicowany – od wyraźnego wzrostu w Niemczech i Francji po spadek aktywności w Hiszpanii i Grecji.

▪ Pierwsza rewizja PKB w USA w III kw. wskazała na wzrost o 2,5% k/k wobec pierwszych danych wskazujących na 2,0%. Największy wpływ na rewizję w górę miały konsumpcja prywatna, wydatki rządowe oraz eksport netto.

▪ W listopadzie w USA w sektorze pozarolniczym przybyło 39 tys. etatów wobec 172 tys. po korekcie w październiku. Do 9,8%, wzrosła stopa bezrobocia. Utrzymujący się wysoki odsetek osób bez pracy wskazuje, że obecne tempo wzrostu amerykańskiego PKB jest zbyt niskie, aby doprowadzić do wyraźnej, trwałej poprawy na tamtejszym rynku pracy.

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
13 grudnia PL: Bilans płatniczy (XI) CN: Produkcja przemysłowa (XI) CN: CPI (XI)	14 PL: CPI (XI) PL: Podaż pieniądza (XI) DE: Indeks ZEW (XII) EZ: Produkcja przemysłowa (X) US: Sprzedaż detaliczna (XI) US: Decyzja Fed	15 US: CPI (XI) US: Indeks NY Fed (XII) US: Produkcja przemysłowa (XI) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (XI)	16 PL: Minutes RPP PL: Płace i zatrudnienie (XI) EZ: HICP (XI) US: Pozwolenia na budowę domów (XI) US: Rozpoczęte budowy domów (XI) US: Indeks Philly Fed (XII)	17 PL: PPI (XI) PL: Produkcja przemysłowa (XI) DE: Indeks Ifo (XII) EZ: Bilans handlowy (X) US: Wskaźniki wyprzedzające (XI)
20 EZ: Nastroj konsumentów (XII)	21 PL: Inflacja bazowa (XI) DE: Wstępny PMI – przemysł (XII) EZ: Wstępny PMI – przemysł (XII)	22 PL: Decyzja RPP PL: Koniunktura gospodarcza (XII) US: Finalny PKB (III kw.) US: Bazowy PCE (III kw.) US: Sprzedaż domów (XI)	23 PL: Sprzedaż detaliczna (XI) PL: Stopa bezrobocia (XI) US: Konsumpcja (XI) US: Dochody osobiste (XI) US: Bazowy PCE (XI) US: Zamówienia na dobra trwałe użytku (XI) US: Indeks Michigan (XII) US: Sprzedaż nowych dowów (XI)	24 US: Dzień wolny
27	28 US: Indeks cen domów S&P/Case-Shiller (X) US: Indeks nastrojów konsumentów (XII)	29 DE: Indeks GfK (I) EZ: Podaż pieniądza (XI)	30 US: Niezakorńczona sprzedaż domów (XI)	31 US: Indeks ISM NY (XII) US: Indeks Chicago PMI (XII)
3 stycznia PL: PMI – przemysł (XII) EZ: PMI – przemysł (XII) US: ISM – przemysł (XII)	4 US: Zamówienia w przemyśle (XI) US: Minutes Fed-u	5 US: Raport ADP (XII) US: ISM – usługi (XII)	6	7 US: Zatrudnienie w sektorze pozarolniczym (XII)
10	11	12 US: Ceny importu (XI) US: Beżowa księga Fed	13 US: Bilans handlu zagranicznego (XI)	14 US: CPI (XII) US: Sprzedaż detaliczna (XII) US: Produkcja przemysłowa (XII) US: Indeks nastrojów konsumentów (I)

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

		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	gru 10
PMI	pkt.	52,4	52,4	51,0	52,4	52,5	52,5	52,2	53,3	52,1	53,8	54,7	55,6	55,9	55,6
Produkcja przemysłowa	% r/r	9,9	7,4	8,5	9,2	12,5	9,7	13,5	14,3	10,5	13,6	11,8	8,0	10,7	15,8
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	9,9	3,2	-15,3	-24,7	-10,9	-6,3	2,3	9,6	0,8	8,4	13,4	9,4	12,6	15,8
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	6,3	7,2	2,5	0,1	8,7	-1,6	4,3	6,4	3,9	6,6	8,6	9,0	9,2	8,2
Stopa bezrobocia	%	11,4	12,1	12,9	13,2	13,0	12,4	12,1	11,7	11,5	11,4	11,5	11,5	11,7	11,9
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	2,3	6,5	0,5	2,9	4,8	3,2	4,8	3,5	2,1	4,2	3,7	3,9	3,9	4,1
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-2,2	-1,8	-1,4	-1,1	-0,6	0,0	0,5	1,1	1,5	1,6	1,8	2,1	2,2	2,3
Eksport (w euro)	% r/r	1,8	15,1	12,5	19,9	22,6	23,1	24,4	27,0	17,5	22,9	17,9	15,6	20,5	30,5
Import (w euro)	% r/r	-10,5	-3,2	7,2	21,6	23,4	22,1	28,9	23,9	18,9	26,2	23,9	20,1	23,9	35,1
Bilans handlowy	mld EUR	-266	-442	-109	-154	-419	-152	-399	-101	-606	-825	-537	-805	-640	-976
Rachunek bieżący	mld EUR	-1 637	-884	-826	512	-821	-312	-453	-757	-1 518	-1 255	-1 417	-1055	-990	-1276
Rachunek bieżący	% PKB	-2,4	-2,2	-2,1	-2,1	-2,2	-2,1	-2,1	-2,1	-2,3	-2,6	-2,9	-3,0	-2,8	-2,9
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-24,4	-23,8	-4,8	-16,7	-22,7	-27,0	-32,1	-36,8	-34,9	-36,9	-39,5	-41,8	-42,5	-48,2
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	102,6	100,0	9,3	32,1	43,5	51,8	61,6	70,5	66,9	70,7	75,7	80,1	81,5	92,3
Inflacja (CPI)	% r/r	3,3	3,5	3,5	2,9	2,6	2,4	2,2	2,3	2,0	2,0	2,5	2,8	2,9	3,3
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	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	1,7
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	1,9	2,1	0,2	-2,4	-2,6	-0,4	1,9	2,1	3,8	4,0	4,3	4,0	4,5	4,6
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	8,0	8,1	6,3	5,1	5,5	6,1	7,7	7,1	7,8	9,4	8,9	6,3	8,7	8,2
Zobowiązania	% r/r	10,3	9,8	7,5	6,8	6,2	7,0	8,5	8,1	8,5	9,9	9,6	7,7	9,0	8,7
Należności	% r/r	13,4	8,6	5,4	3,0	2,2	3,8	5,1	8,0	8,6	10,1	8,6	6,3	8,1	8,6
USD/PLN	PLN	2,79	2,83	2,85	2,93	2,87	2,89	3,24	3,36	3,20	3,09	3,03	2,85	2,90	3,05
EUR/PLN	PLN	4,17	4,14	4,07	4,01	3,89	3,87	4,06	4,10	4,08	3,99	3,96	3,95	3,95	4,02
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	%	4,19	4,23	4,24	4,17	4,13	3,92	3,85	3,86	3,84	3,81	3,82	3,83	3,86	3,85
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,26	4,25	4,01	3,90	3,92	3,84	3,71	3,93	4,08	3,97	4,02	4,04	4,10	4,10
Rentowność obligacji 2L	%	4,92	4,92	4,95	4,90	4,76	4,47	4,52	4,66	4,73	4,68	4,69	4,72	4,79	4,75
Rentowność obligacji 5L	%	5,64	5,67	5,58	5,51	5,27	5,10	5,26	5,35	5,35	5,23	5,15	5,09	5,36	5,45
Rentowność obligacji 10L	%	6,14	6,21	6,12	6,09	5,71	5,56	5,74	5,83	5,73	5,54	5,45	5,36	5,82	5,95

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	1 416,2	1 520,8	324,0	343,2	348,9	400,1	348,9	368,0	372,7	431,1
PKB	% r/r	5,1	1,7	3,8	4,1	3,0	3,5	4,2	4,3	4,3	3,9	3,8	4,4
Popyt krajowy	% r/r	5,6	-1,0	3,9	5,0	2,0	4,0	4,2	5,3	5,4	5,1	4,3	5,2
Spożycie indywidualne	% r/r	5,7	2,1	3,0	3,2	2,2	3,0	3,5	3,5	3,0	3,1	3,3	3,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	9,6	-1,1	-0,1	11,6	-12,8	-1,7	0,4	6,0	18,0	14,0	10,0	9,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	3,6	-3,5	11,5	8,3	9,5	11,6	10,9	11,4	8,9	8,8	9,2	6,4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	12,1	2,5	4,1	7,8	-16,7	2,5	7,6	12,8	25,5	2,7	3,3	8,4
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	13,1	3,5	5,8	8,4	4,0	3,1	6,5	9,0	5,8	8,6	9,0	9,7
Stopa bezrobocia ^b	%	9,5	12,1	11,9	10,2	13,0	11,7	11,5	11,9	12,4	10,7	10,2	10,2
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	10,3	4,4	3,5	5,5	2,8	3,8	2,0	4,0	4,2	4,9	6,7	6,4
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	21,0	11,8	18,0	24,9	19,3	21,7	18,0	11,0	11,0	8,0
Import (w euro)	% r/r	17,2	-24,3	22,9	15,4	17,2	24,9	23,0	26,0	23,0	16,0	14,0	9,8
Bilans handlowy	mln EUR	-17 724	-3 102	-5 718	-10 970	-676	-653	-1 968	-2 421	-2 251	-2 296	-3 170	-3 253
Rachunek bieżący	mln EUR	-17 384	-6 749	-10 179	-10 570	-1 134	-1 534	-4 190	-3 321	-2 201	-2 096	-3 270	-3 003
Rachunek bieżący	% PKB	-4,8	-2,2	-2,9	-2,7	-2,2	-2,1	-2,9	-2,9	-3,1	-3,2	-2,9	-2,7
Wynik general government	% PKB	-3,7	-7,2	-7,9	-6,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	4,2	3,5	2,6	3,4	3,0	2,3	2,2	3,0	3,6	3,5	3,4	3,0
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	3,3	3,5	3,3	2,9	2,6	2,3	2,5	3,3	3,7	3,4	3,2	2,9
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,3	2,7	1,6	2,4	2,2	1,7	1,2	1,4	2,2	2,4	2,5	2,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,2	3,3	2,0	4,1	-1,6	1,2	4,0	4,4	4,8	4,1	3,7	3,8
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	18,6	8,1	8,2	8,3	5,5	7,1	8,9	8,2	7,4	6,3	6,5	8,3
Zobowiązania ^b	% r/r	20,6	9,8	8,7	8,1	6,2	8,1	9,6	8,7	7,7	6,4	6,6	8,1
Należności ^b	% r/r	36,0	8,6	8,6	10,0	2,2	8,0	8,6	8,6	13,4	10,1	11,4	10,0
USD/PLN	PLN	2,41	3,12	3,01	2,83	2,88	3,15	3,10	2,93	3,00	2,87	2,74	2,70
EUR/PLN	PLN	3,52	4,33	4,00	3,88	3,99	4,01	4,01	3,98	3,98	3,93	3,84	3,77
Stopa referencyjna ^b	%	5,00	3,50	3,50	4,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,75	4,00	4,25	4,50
Stopa lombardowa ^b	%	6,50	5,00	5,00	6,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,25	5,50	5,75	6,00
WIBOR 3M	%	6,36	4,42	3,93	4,41	4,18	3,88	3,82	3,85	4,03	4,31	4,53	4,78
Rentowność bonów 52-tyg.	%	6,26	4,54	3,97	4,61	3,94	3,83	4,02	4,08	4,30	4,55	4,80	4,80
Rentowność obligacji 2L	%	6,22	5,17	4,72	5,14	4,87	4,55	4,70	4,76	4,90	5,10	5,25	5,30
Rentowność obligacji 5L	%	6,15	5,65	5,31	5,58	5,46	5,24	5,24	5,30	5,45	5,55	5,60	5,70
Rentowność obligacji 10L	%	6,06	6,11	5,74	5,95	5,97	5,71	5,57	5,71	5,90	5,95	5,95	6,00

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 10.12.2010 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