

Drgnięcie wskaźówek

▪ **W ciągu ostatniego miesiąca dokonaliśmy kolejnej już nieznacznej rewizji w górę naszych prognoz dla wzrostu gospodarczego w Polsce.** Przewidujemy obecnie, że wzrost PKB w Polsce wyniesie w tym roku 1,4%, a w przyszłym roku przyspieszy do 2,0%. Zmiana naszych prognoz wynika z podwyższenia prognoz wzrostu gospodarczego w strefie euro, co utwierdza nas w przekonaniu, że jako pierwszy z głównych komponentów PKB odbije eksport. W ciągu III kw. nasze założenia dla dynamiki PKB w strefie euro na 2009 i 2010 rok poprawiły się odpowiednio do -4,0% i 1,0% z -4,9% i 0,4%. Nadal pozostajemy ostrożni co do perspektyw popytu konsumpcyjnego, do czego skłaniają oznaki ponownego pogorszenia sytuacji na rynku pracy (m.in. utrzymuje się mocno podwyższony poziom liczby deklarowanych zwolnień). Prognozy inwestycji pozostawiamy bez zmian (co oznacza „tylko” cztery kwartały ujemnej dynamiki), nadal zakładając, że rosnąca skala realizacji projektów infrastrukturalnych (inwestycje publiczne) będzie rekompensować ograniczenie inwestycji prywatnych.

▪ **W Temacie miesiąca przedstawiamy zegar koniunktury dla polskiej gospodarki.** Wierzymy, że posługiwanie się tym narzędziem pomoże naszym Czytelnikom analizować przebieg cyklu koniunkturalnego w Polsce. Dla danych dostępnych do końca października „wskaźówki” naszego zegara wskazują, że najgorsze za nami i w polskiej gospodarce trwa już stopniowe ożywienie. Mamy nadzieję, że wskazania naszego zegara będą z każdym kolejnym miesiącem wskazywać, że ciężkie czasy mamy coraz bardziej za sobą (oby nie do następnego kryzysu).

▪ **Październikowa decyzja RPP o zmianie nieformalnego nastawienia na neutralne nie wnosi nic nowego do oceny perspektyw polityki pieniężnej.** Wypowiedzi obecnych członków Rady przestają mieć znaczenie dla rynku finansowego. W tej chwili należy skupić uwagę na RPP nowej kadencji, ale na razie nie zgłoszono jeszcze żadnej oficjalnej kandydatury. W związku z tym rezygnujemy przejściowo z jednej sekcji naszego raportu dotyczącej zmian stopnia restrykcyjności RPP i jej poszczególnych członków. Powrócimy do niej, gdy politycy uporają się wreszcie z wyborem nowych członków i będziemy wiedzieli więcej na temat ich poglądów na politykę pieniężną. Tymczasem, nasze przewidywania co do perspektyw krajowej polityki pieniężnej pozostają bez zmian – sądzimy, że pierwsze ostrożne podwyżki stóp w Polsce nastąpią najwcześniej w II połowie 2010. Utwierdza nas w tym przekonaniu brak zmian w naszych założeniach, że EBC i Fed utrzymają stopy procentowe bez zmian przez dłuższy czas – być może do końca 2010.

▪ **Zgodnie z naszymi prognozami sprzed miesiąca kurs EURPLN osiągnął poziom 4,30.** Po tej korekcie nastąpiło umocnienie złotego, które może być kontynuowane do poziomu 4,06, jednak wciąż uważamy, że może dojść do ponownej korekty ze względu na przekonanie części inwestorów, że wzrost cen aktywów o większym ryzyku obserwowany od marca wyprzedził skalę poprawy fundamentów. Nasze prognozy na przyszły rok pozostają jak na razie bez zmian, choć widzimy ryzyko wyższego od naszych prognoz kursu EURPLN w pierwszym kwartale.

W tym miesiącu:

Temat miesiąca	2
<i>Zegar koniunktury – w jakim punkcie cyklu jesteśmy?</i>	
Gospodarka Polski	7
Rynek nieruchomości	9
Pod lupą: Bank centralny	10
Pod lupą: Rząd i polityka	12
Monitor rynku	13
Przegląd międzynarodowy	15
Kalendarz makroekonomiczny	16
Dane i prognozy ekonomiczne	17

Maciej Reluga

Główny Ekonomista
022 586 8363

Piotr Bielski
022 586 8333

Piotr Bujak
022 586 8341

Cezary Chrapek
022 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

Na rynku finansowym 30 października 2009 r.:

Stopa depozytowa NBP	2,00	WIBOR 3M	4,19	USDPLN	2,8595
Stopa referencyjna NBP	3,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	4,97	EURPLN	4,2430
Stopa lombardowa NBP	5,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	5,66	EURUSD	1,4838

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.11.2009 r.

Temat miesiąca

Zegar koniunktury – w jakim punkcie cyklu jesteśmy?

Każdego miesiąca Główny Urząd Statystyczny, Narodowy Bank Polski oraz inne instytucje publikują szeroki zestaw danych makroekonomicznych, który odzwierciedla całokształt sytuacji gospodarczej Polski. Śledzenie na tej podstawie przebiegu kolejnych faz cyklu koniunkturalnego może być jednak trudne, ponieważ wiele wskaźników ekonomicznych charakteryzuje się dużą zmiennością i mogą często prowadzić do sprzecznych (pozornie) wniosków. Jest to szczególnie mocno odczuwane w takim okresie jak obecnie, gdy polska gospodarka jest pod wpływem najsilniejszych od wielu dekad zjawisk kryzysowych w globalnej gospodarce. Z tego względu szczególnie przydatne może być wykorzystanie specjalnych narzędzi pomagających analizować przebieg cyklu koniunkturalnego. Spośród nich coraz większą popularność zyskuje tzw. zegar koniunktury (ang. business cycle clock). W tym numerze MAKROskopu prezentujemy opracowany przez nas zegar koniunktury dla polskiej gospodarki. Naszym celem nie jest w tym przypadku budowa modelu gospodarki lub wyjaśnienie natury i przyczyn wahań koniunkturalnych. Podejmujemy jedynie próbę szczegółowego określenia obecnego miejsca polskiej gospodarki w cyklu koniunkturalnym poprzez opracowanie narzędzia wspomagającego analizę makroekonomiczną i ułatwiającego interpretację zmian głównych wskaźników.

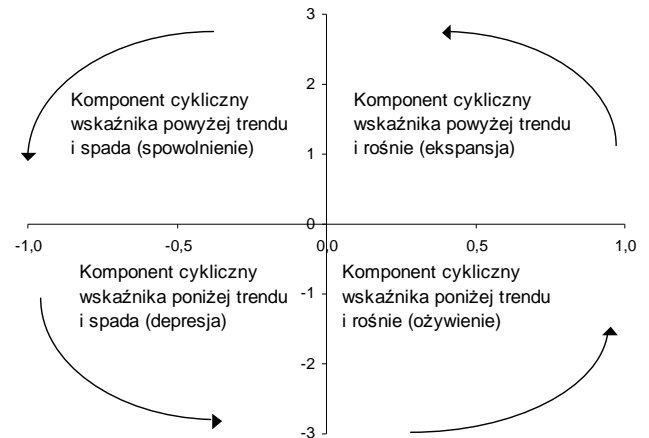
Mechanizm zegara koniunktury – jak to działa?

Konstrukcja zegara koniunktury ma umożliwić analizę średnioterminowych tendencji w gospodarce. Pozwala określić miejsce gospodarki w cyklu koniunkturalnym poprzez identyfikację cyklicznego komponentu zmian zachodzących w gospodarce, co następuje poprzez „odfiltrowanie” krótkoterminowych i przypadkowych wahań niezwiązanych ze zmianą faz cyklu koniunkturalnego. Zegar koniunktury ma przy tym graficzną formę ułatwiającą interpretację zmian wybranych wskaźników makroekonomicznych. Graficzna forma zegara to zwykły układ współrzędnych, gdzie oś pionowa pokazuje odchylenie danego wskaźnika od długoterminowego trendu, a oś pozioma opisuje zmianę odchylenia tego wskaźnika od trendu.

Tym samym, cyferblat zegara ma cztery ćwiartki: pierwszą (prawą górną), gdy wskaźnik jest powyżej trendu i jego odchylenie od trendu zwiększa się, drugą (lewą górną), gdy wskaźnik jest powyżej trendu i jego odchylenie od trendu zmniejsza się, trzecią (lewą dolną), gdy wskaźnik

jest poniżej trendu i jego odchylenie od trendu zmniejsza się, oraz czwartą (lewą dolną), gdy wskaźnik jest poniżej trendu i jego odchylenie od trendu zwiększa się. W miarę przebiegu cyklu koniunkturalnego poszczególne wskaźniki zmieniają położenie na zegarze koniunktury w kierunku przeciwnym do ruchu wskazówek tradycyjnego zegara.

Schemat zegara koniunktury



Źródło: opracowanie własne

Ważną cechą cykli koniunkturalnych jest niejednorodna dynamika zmian w poszczególnych obszarach procesów gospodarczych. Zmiana cyklu nie objawia się jednocześnie we wszystkich wskaźnikach gospodarczych. Stąd, możemy wyróżnić wskaźniki wyprzedzające, jednoczesne i opóźnione. Do pierwszej grupy zaliczamy zazwyczaj zmienne rynku finansowego (np. indeksy giełdowe) oraz rozmaite wyniki badań koniunktury. Do wskaźników jednoczesnych zaliczamy z kolei przeważnie zmienne ze sfery realnej gospodarki. Wśród opóźnionych wskaźników koniunktury wymienić trzeba natomiast przede wszystkim zmienne opisujące sytuację na rynku pracy.

Dla prawidłowego funkcjonowania zegara koniunktury istotna jest kompozycja prezentowanego w jego ramach zestawu wskaźników, tzn. uwzględnienie wszystkich rodzajów wskaźników. Wskaźniki wyprzedzające generują sygnały przyszłych zmian w gospodarce, ale czasami mogą one być mylące, bo nie wszystkie zmiany wskaźników wyprzedzających są związane ze zmianą faz cyklu koniunkturalnego. Wskaźniki jednoczesne wskazują zmiany koniunktury z niewielkim opóźnieniem (związanym chociażby z opóźnieniem terminu publikacji danych za określony okres a tym okresem), ale są bardziej stabilne od wskaźników wyprzedzających, przez co należy rozumieć silniejszy związek z rzeczywistym cyklem koniunkturalnym. Z kolei wskaźniki opóźnione są najmniej przydatne do identyfikowania przyszłych lub bieżących zmian koniunktury, ale ze względu na najsilniejszy związek z rzeczywistym cyklem koniunkturalnym są przydatne do rozróżnienia istotnych zmian w gospodarce od

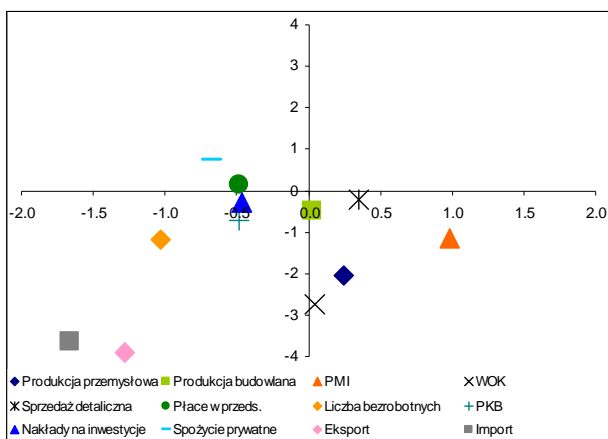
prześciowych wahań spośród wszystkich wskaźowanych przez dwie poprzednie grupy wskaźników.

Zmienne uwzględnione w naszym zegarze koniunktury zostały poddane odpowiednim przekształceniom, umożliwiającym identyfikację ich zmian o cyklicznym charakterze. Polegało to w szczególności na eliminacji krótkookresowych wahań zmiennych, np. sezonowości tam gdzie nie są dostępne oficjalnie publikowane dane w sezonowo dostosowanej postaci. Szczegóły dotyczące kolejnych kroków w ramach konstrukcji zegara koniunktury zawiera *Aneks techniczny*. W tym miejscu należy jedynie podkreślić, że ze względu na przekształcenia zmiennych, wartości na wykresach w przeciwieństwie do oryginalnych zmiennych nie mają same w sobie znaczenia i nie mogą być interpretowane ekonomicznie. Istotne są jedynie zmiany położenia wskaźników na zegarze.

W jakim punkcie cyklu jesteśmy?

Biorąc pod uwagę częstotliwość publikacji danych, dla części wskaźników (tych, dla których dane publikowane są z częstotliwością miesięczną) skonstruowaliśmy zegar koniunktury w ujęciu miesięcznym, a dla wszystkich wskaźników skonstruowaliśmy zegar koniunktury w ujęciu kwartalnym. Niemniej, ze względu na duże opóźnienia w publikacji danych kwartalnych, obliczenie wskazań zegara koniunktury w ujęciu kwartalnym dla wszystkich wybranych przez nas zmiennych (w tym podstawowych kategorii z rachunków narodowych, które publikowane są jedynie w ujęciu kwartalnym) możliwe jest obecnie najdalej dla II kw. 2009.

Zegar koniunktury w II kwartale 2009



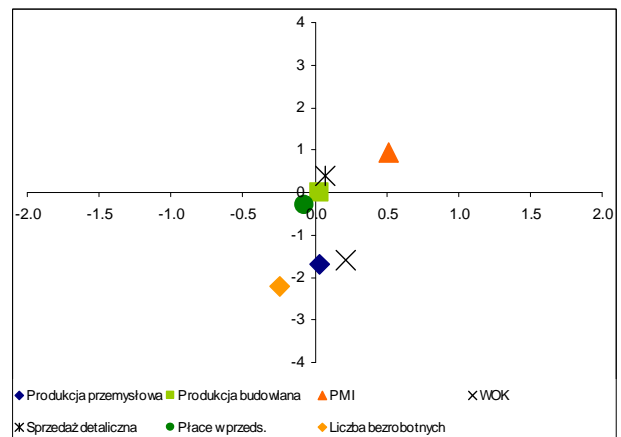
Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z Eurostatu, GUS, Ipsos i Reuters

Powyższy wykres pokazuje, że polska gospodarka znajdowała się w II kw. jeszcze przed dnem cyklu koniunkturalnego. Jeden ze wskaźników, tj. PMI sygnalizował już jednak rychły początek ożywienia gospodarki. Ponadto, bardzo blisko odbicia od dna cyklu były wówczas takie wskaźniki jak produkcja przemysłowa

oraz WOK. Z kolei położenie na zegarze koniunktury takich wskaźników jak liczba zarejestrowanych bezrobotnych oraz spożycie indywidualne sugerowało dla II kw., że najgorsze dopiero przed nami.

Nie dysponujemy jeszcze danymi o PKB za III kw. (zostaną opublikowane pod koniec listopada), ale możemy śledzić zmiany faz cyklu koniunkturalnego przy wykorzystaniu dostępnych za ten okres wskaźników miesięcznych. Zegar koniunktury dla września 2009 przy wykorzystaniu wskaźników publikowanych z miesięczną częstotliwością przedstawia wykres poniżej.

Zegar koniunktury we wrześniu 2009



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z Eurostatu, GUS, Ipsos i Reuters

Wskazania zegara koniunktury dla września 2009 pokazują, że z możliwych do uwzględnienia dla tego okresu wskaźników jedynie płace w sektorze przedsiębiorstw i liczba bezrobotnych nie wygenerowały jeszcze sygnału wejścia gospodarki w fazę ożywienia, którym jest przejście z trzeciej do czwartej ćwiartki zegara koniunktury. Nawet jednak w przypadku tego wskaźnika byliśmy już jednak blisko dna cyklu koniunkturalnego. Położenie pozostałych wskaźników sygnalizowało wejście polskiej gospodarki w fazę ożywienia. Najbardziej wyraźnie wskazuje na to trajektoria zmian na zegarze dla PMI. Trzeba przy tym oczywiście pamiętać, że PMI ma charakter wskaźnika wyprzedzającego wobec zmian w przetwórstwie przemysłowym, które z kolei są z reguły wyprzedzające względem rozwoju sytuacji w całej gospodarce ze względu na dużą rolę eksportu w przetwórstwie.

Położenie wskaźników na zegarze koniunktury dla danego okresu może się czasami wydawać niejednoznaczne. Dlatego, oprócz analizy stanu zegara koniunktury dla wybranego okresu, przydatna jest również obserwacja zmian położenia wskaźników na zegarze w miarę upływu czasu. Zachowanie czytelności prezentacji graficznej wymaga jednak, aby zegar w takim dynamicznym ujęciu przedstawiać odrębnie dla każdego ze wskaźników (ewentualnie łącznie dla ich ograniczonej liczby). Na

następnej stronie przedstawiamy więc indywidualne zegary koniunktury dla każdego z analizowanych przez nas wskaźników miesięcznych i kwartalnych.

Patrząc na wykresy dla wskaźników kwartalnych (PKB, nakłady na inwestycje, spożycie prywatne, eksport i import) widać wyraźnie, że miejsce PKB w cyklu jest wypadkową położenia w cyklu jego głównych składowych. Mianowicie, zachowanie eksportu było siłą sprawczą załamania koniunktury, a w najbliższym czasie powinno się stać motorem ożywienia gospodarczego (co nie jest równoznaczne z kształtowaniem się eksportu netto, który uwzględnia również zmiany importu). Tymczasem, nakłady brutto na środki trwałe są opóźnione względem wydarzeń w handlu zagranicznym, a jeszcze bardziej opóźniony charakter ma spożycie prywatne. Zachowanie się tych dwóch zmiennych hamowało spowolnienie polskiej gospodarki pod wpływem globalnego kryzysu, ale jednocześnie należy oczekiwać, że po przejściu w fazę ożywienia będą one ograniczały tempo przyspieszenia gospodarki.

Przydatna agregacja

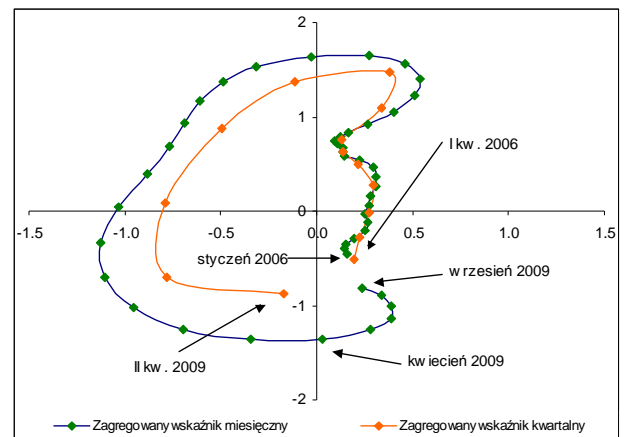
W celu uproszczenia graficznej prezentacji zmian w czasie faz cyklu koniunkturalnego wynikających z zachowania wielu wskaźników, skonstruowaliśmy również zagregowane wskaźniki miesięczne i kwartalne. Wyboru odpowiedniego agregatu wybranych wskaźników miesięcznych i kwartalnych dokonaliśmy w oparciu o analizę siły korelacji danego agregatu z cyklem dla PKB, czyli wskaźnika, który jest najbardziej ogólną miarą procesów zachodzących w gospodarce. W ten sposób uzyskaliśmy agregat dla wskaźników miesięcznych obejmujący produkcję przemysłową, produkcję budowlaną, PMI, WOK, płace w sektorze przedsiębiorstw oraz liczbę zarejestrowanych bezrobotnych. Agregat dla wskaźników kwartalnych obejmuje te same zmienne oraz dodatkowo nakłady brutto na środki trwałe i spożycie prywatne. Zegar koniunktury dla obu zagregowanych wskaźników dla okresu od początku 2006 r. przedstawiony jest poniżej i w takiej formie zamierzamy prezentować go w naszych kolejnych raportach miesięcznych, mając nadzieję, że dla naszych Czytelników stanie się on pomocnym narzędziem analizy przebiegu cyklu koniunkturalnego w Polsce.

Poniższy wykres pokazuje, że zegar koniunktury dla zagregowanego wskaźnika miesięcznego już w kwietniu wygenerował sygnał odbicia polskiej gospodarki od dna (wejścia w fazę ożywienia), co zostało potwierdzone przez zmianę położenia tego wskaźnika w kolejnych miesiącach. Widoczne jest jednak wyhamowanie skali ożywienia w okresie lipiec-wrzesień. Takie kształtowanie się tego wskaźnika potwierdza nasze prognozy wskazujące, że

ożywienie polskiej gospodarki będzie kontynuowane, ale będzie to proces stopniowy i powolny.

Rozbieżność między wskazaniem kwartalnego zegara dla II kw. a miesięcznymi wynikami dla okresu kwiecień-lipiec wynika m.in. z faktu, że w indeksie kwartalnym uwzględniamy dodatkowo zmienne z opóźnieniem reagujące na zmiany cyklu (konsumpcja, inwestycje). Będziemy kontynuowali prace nad metodologią konstrukcji zegara, w związku z czym w kolejnych miesiącach niewykluczone są pewne modyfikacje zmierzające do jego udoskonalenia jako miary cyklu koniunkturalnego.

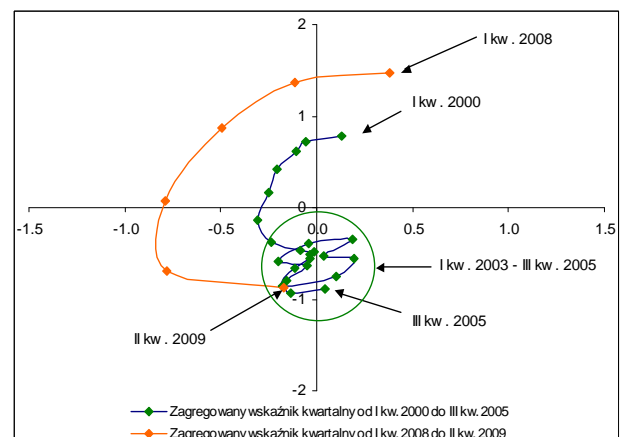
Zegar koniunktury dla zagregowanych wskaźników



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z Eurostatu, GUS, Ipsos i Reuters

W ocenie przebiegu obecnego cyklu koniunkturalnego pomocne może być jego porównanie z poprzednim cyklem koniunkturalnym, co obrazuje poniższy wykres.

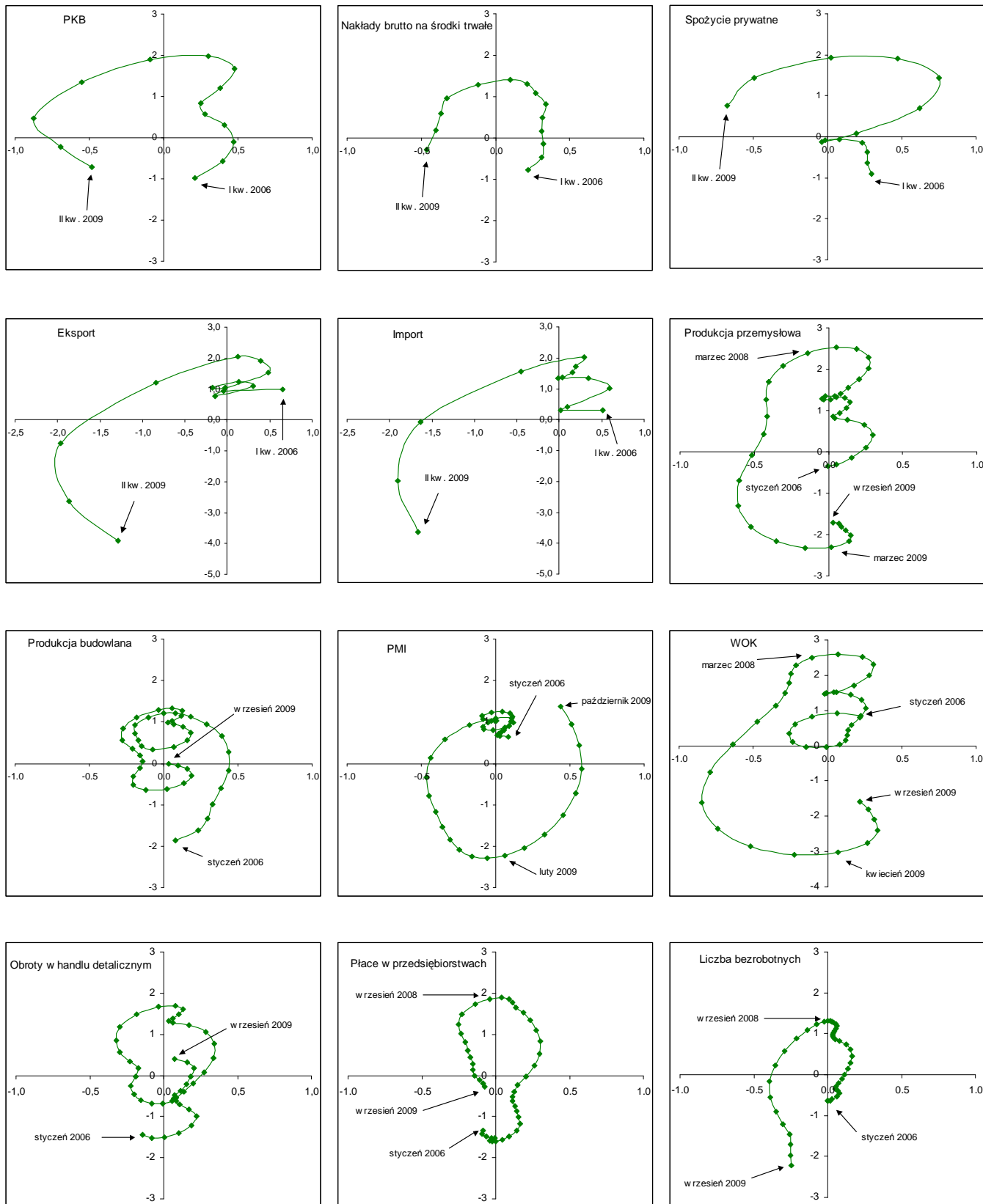
Zegar koniunktury dla obecnego i poprzedniego cyklu



Źródło: obliczenia własne na podstawie danych z Eurostatu, GUS, Ipsos i Reuters

Wynika z niego, że przejście od szczytu w pobliżu dna było w obecnym cyklu dużo szybsze niż w poprzednim cyklu (ze szczytem w I połowie 2000 r.). Jednocześnie trzeba zwrócić uwagę, że niezdecydowane zachowanie wskaźnika od I kw. 2003 do III kw. 2005 było związane z dużymi wahaniami w polskiej gospodarce związanymi z akcesją do UE, co utrudnia porównanie obu cykli.

Temat miesiąca: Zegar koniunktury



Źródło: Eurostat, GUS, Ipsos, Reuters, obliczenia własne

Niniejszy *Temat miesiąca* i opracowany przez nas zegar koniunktury dla Polski opiera się głównie na koncepcji i metodologii opracowanej przez holenderski urząd statystyczny; zob. Floris van Ruth, Barry Schouten, Roberto Wekker, *The Statistics Netherlands Business Cycle Tracer. Methodological Aspects, Concept, Cycle Computation and Indicator Selection*, Statistics Netherlands Discussion Paper, February 2006. <http://www.oecd.org/dataoecd/41/34/36864104.pdf>

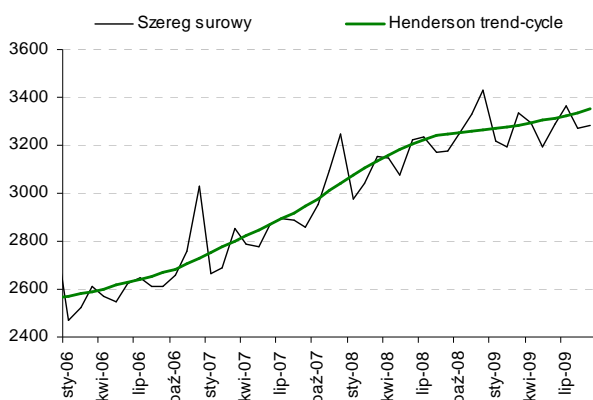
Aneks techniczny

W poniższej tabeli prezentujemy listę zmiennych wykorzystanych w konstrukcji zegara koniunktury.

Nazwa zmiennej	Szczegółowy opis zmiennej	Częstotliwość
Produkcja przemysłowa	Produkcja sprzedana przemysłu realnie, indeks 2005=100	Miesięczna
Produkcja budowlana	Produkcja budowlano-montażowa realnie, indeks 2005=100	Miesięczna
PMI	Polski PMI dla przemysłu, w punktach	Miesięczna
WOK	Wskaźnik optymizmu konsumentów wg Ipsos, w punktach	Miesięczna
Obroty handlu detalicznego	Realne obroty handlu detalicznego bez żywności i paliw; indeks 2005=100	Miesięczna
Przeciętna płaca w sektorze przedsiębiorstw	Przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw, w złotych	Miesięczna
Liczba bezrobotnych	Liczba zarejestrowanych bezrobotnych, w tysiącach, wskaźnik odwrócony	Miesięczna
PKB	PKB realnie dostosowane sezonowo, indeks 2000=100	Kwartalna
Nakłady brutto na środki trwałe	Nakłady brutto na środki trwałe realnie dostosowane sezonowo, indeks 2000=100	Kwartalna
Spożycie prywatne	Spożycie prywatne realnie dostosowane sezonowo, indeks 2000=100	Kwartalna
Eksport	Eksport realnie dostosowany sezonowo, indeks 2000=100	Kwartalna
Import	Import realnie dostosowany sezonowo, indeks 2000=100	Kwartalna

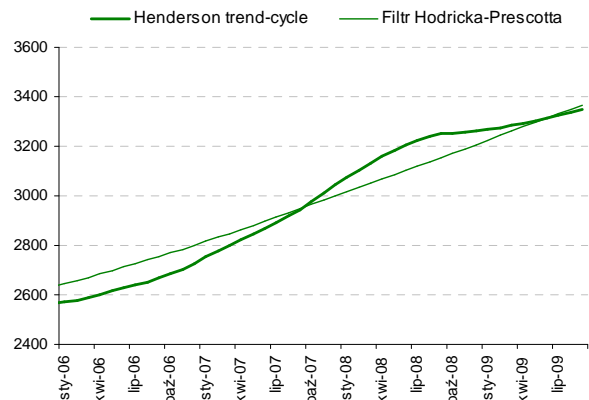
Procedurę przekształcenia oryginalnych zmiennych w punkty na zegarze koniunktury prezentujemy poniżej na przykładzie kolejnych etapów obliczeń dla przeciętnej płacy w sektorze przedsiębiorstw. Obliczenia dla tej zmiennej dokonaliśmy dla całego dostępnego szeregu czasowego w porównywalnym ujęciu, tj. od stycznia 1999 r., ale dla większej czytelności wykresy poniżej prezentujemy dla okresu od stycznia 2006 r.

1. Eliminacja krótkookresowych wahań nie związanych z komponentem cyklicznym poprzez obliczenie tzw. Henderson trend cycle przy użyciu procedury Census X12.

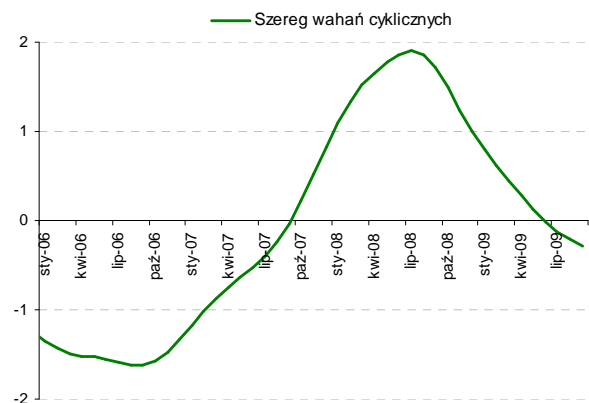


2. Obliczenie trendu wahań cyklicznych przy użyciu „nieelastycznego” filtra Hodricka-Prescotta. Określenie „nieelastyczny” oznacza użycie wyższego niż standardowo się zaleca parametru lambda. Powoduje to, że obliczony trend ulega powolnej zmianie w czasie, co wydaje się lepiej odpowiadać rzeczywistości gospodarczej niż mocno

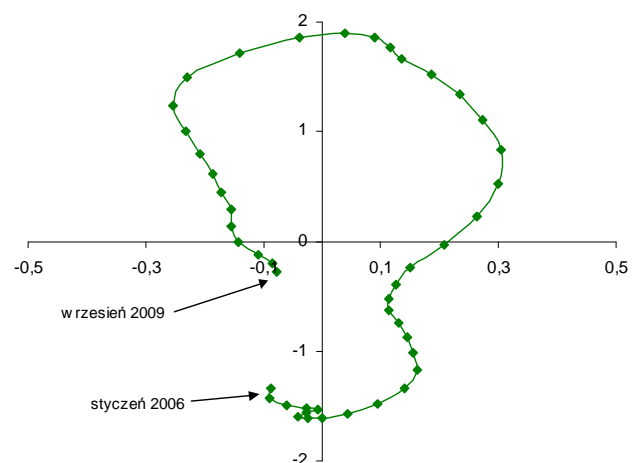
„elastyczne” trendy i jednocześnie umożliwia ograniczenie tzw. problemu wartości końcowej (ang. end-value problem).



3. Obliczenie szeregu odchyłań wahań cyklicznych od trendu oraz jego standaryzacja.

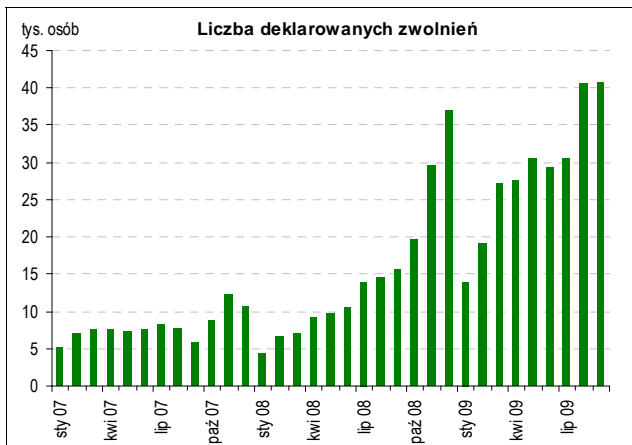
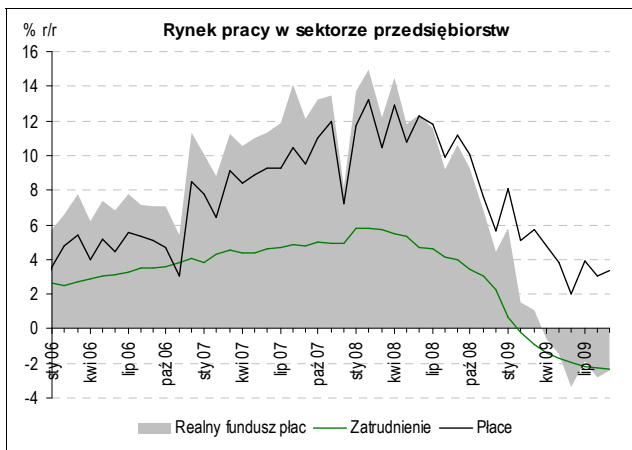
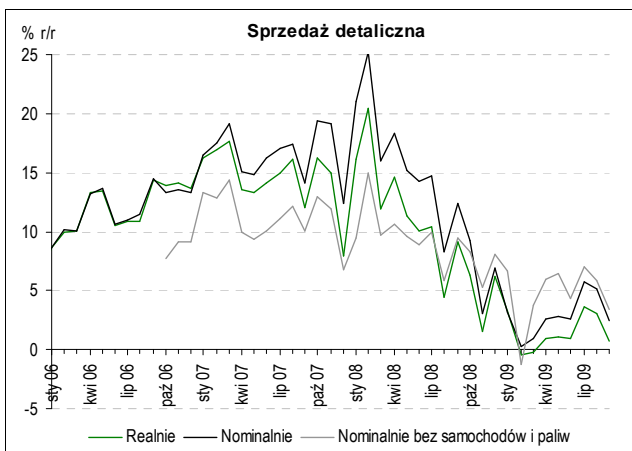
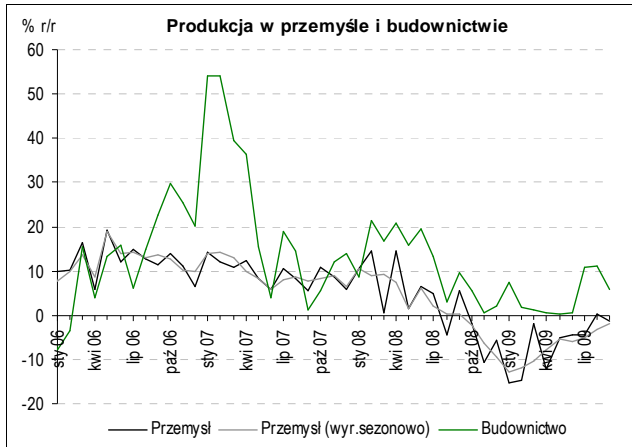


4. Określenie współrzędnych wybranego wskaźnika zegara koniunktury poprzez przyjęcie wartości odchylenia od trendu jako wartości na osi pionowej oraz zmiany odchylenia od trendu w ciągu jednego okresu jako wartości na osi poziomej.



Oprócz takiego jak na powyższym wykresie zegara koniunktury obrazującego zmianę w czasie położenia wybranego wskaźnika (lub ewentualnie kilku, o ile wykres pozostaje czytelny), możliwe jest również sporządzenie zegara koniunktury pokazującego jednocześnie położenie wielu wskaźników dla wybranego okresu (w postaci wielu niezależnych punktów na wykresie).

Gospodarka Polski

**Mieszane wskaźniki aktywności gospodarczej za wrzesień**

▪ Roczna dynamika produkcji przemysłowej we wrześniu obniżyła się do $-1,3\%$ (powyżej konsensusu rynkowego $-2,4\%$). Pogorszenie dynamiki produkcji przemysłowej ze zrewidowanego w górę poziomu $0,1\%$ r/r w sierpniu wiąże się z widocznym w sierpniu efektem większej liczby dni roboczych. Sezonowo dostosowane dane pokazały kontynuację stopniowej poprawy (do $-2,1\%$ r/r z $-3,1\%$ r/r w sierpniu), która wg naszych prognoz będzie trwała w kolejnych miesiącach.

▪ Produkcja budowlano-montażowa tym razem rozczarowała. Jej roczny wzrost we wrześniu spowolnił do $5,7\%$ z $11,0\%$ w sierpniu, choć wciąż znajduje się na dość wysokim poziomie jak na okres globalnego kryzysu gospodarczego. Zawdzięczamy to zapewne rosnącej skali realizacji projektów infrastrukturalnych. Wskazuje na to wciąż wysoki, choć niższy niż w sierpniu, wzrost produkcji w jednostkach zajmujących się robotami związanymi z budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej ($28,8\%$ r/r).

▪ Roczny wzrost sprzedaży detalicznej spowolnił we wrześniu do $2,5\%$ po wzrostach przekraczających 5% w lipcu i sierpniu. Spadek dynamiki sprzedaży nastąpił niemal we wszystkich działach. Osłabienie wyników sprzedaży detalicznej po wakacjach wydaje się wspierać tezę, wyniki krajowego handlu były przejściowo wspierane przez Polaków, którzy zrezygnowali z zagranicznego urlopu w tym roku. Prognozujemy, że w kolejnych kilku kwartałach realna dynamika sprzedaży detalicznej będzie bliska zera w efekcie spadku dynamiki dochodów ludności.

▪ Wyniki gospodarki za wrzesień były podobnie jak w sierpniu nieco rozczarowujące, ale poprzedziły je znaczne pozytywne niespodzianki w danych lipcowych. Ponadto, nastąpiła pewna poprawa prognoz dla otoczenia polskiej gospodarki. Dlatego dokonaliśmy rewizji w górę szacunku wzrostu PKB w III kw. i prognoz na kolejne kwartały.

Kontynuacja pogorszenia sytuacji na rynku pracy

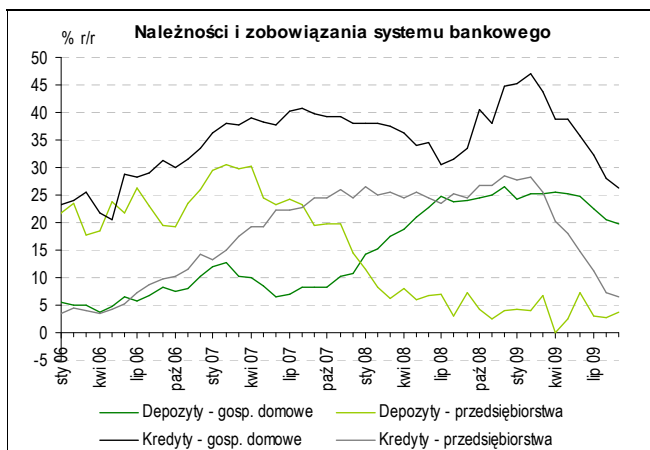
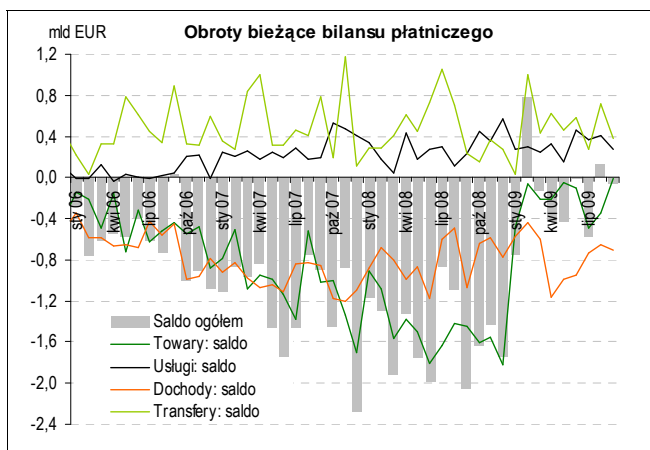
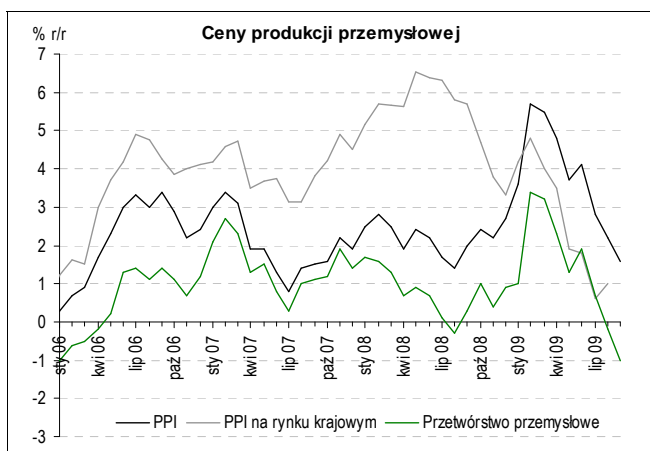
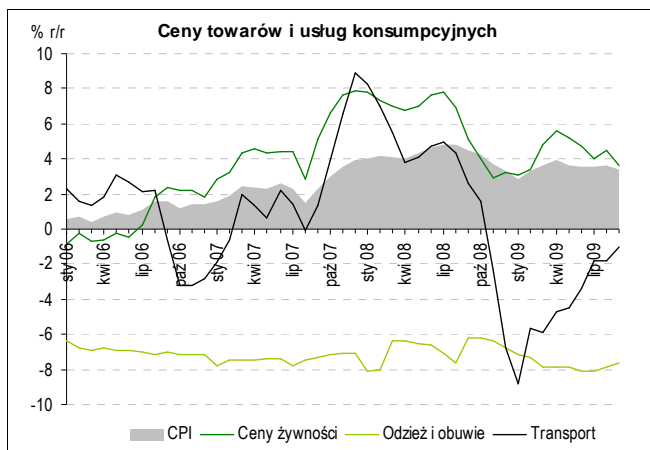
▪ Roczne tempo spadku przeciętnego zatrudnienia w firmach obniżyło się we wrześniu do $-2,4\%$ z $-2,2\%$ r/r w sierpniu. Równocześnie, roczny wzrost przeciętnego wynagrodzenia nieco odbił do $3,3\%$ z $3,0\%$ r/r w sierpniu. W efekcie, fundusz wynagrodzeń brutto w sektorze przedsiębiorstw był we wrześniu nominalnie o $0,9\%$ wyższy niż przed rokiem, a po uwzględnieniu inflacji zanotował spadek o $2,4\%$ r/r (w sierpniu realny spadek wyniósł $2,8\%$).

▪ Sądymy, że przyspieszenie dynamiki płac we wrześniu było przejściowe i wiązało się z przesunięciem terminu wypłat premii w części przedsiębiorstw. W kolejnych miesiącach przewidujemy powrót do spadkowej tendencji dynamiki wynagrodzeń (średnio poniżej 2% r/r w IV kw. br.). Sprzyjać temu będzie dalsze ograniczanie popytu na pracę ze strony przedsiębiorstw (wskazuje na to utrzymywanie się wysokiej liczby deklarowanych przez firmy zwolnień pracowników w najbliższym czasie) i związane z tym osłabienie siły przetargowej pracowników.

▪ Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła we wrześniu do $10,9\%$, nieco mniej niż wstępnie szacowało MPlPS. Niemniej, roczne tempo wzrostu liczby bezrobotnych przyspieszyło po raz kolejny, osiągając najwyższy poziom od marca 2002 r. (w ciągu roku przybyło 339 tys. zarejestrowanych bezrobotnych).

▪ Szczegółowe dane z rynku pracy wskazują, że liczba deklarowanych przez przedsiębiorstwa zwolnień utrzymała się we wrześniu na wyjątkowo wysokim poziomie ($40,7$ tys. osób), prawie identycznym jak w sierpniu. Może to oznaczać, że te same firmy, które planowały zwolnienia miesiąc wcześniej, nadal czekają z ostateczną decyzją o redukcji etatów. Groźba drugiej fali zwolnień na przełomie roku nadal jest realna. Podtrzymujemy prognozy, zakładające dalszy wzrost stopy bezrobocia w tym i przyszłym roku (w grudniu br. stopa bezrobocia rejestrowanego powyżej 12%).

Gospodarka Polski



Głębszy od oczekiwań spadek inflacji

▪ Inflacja CPI spadła we wrześniu bardziej niż oczekiwał rynek, do 3,4% r/r z 3,7% r/r w sierpniu przy stabilizacji poziomu cen konsumpcyjnych w ciągu miesiąca. W kierunku spadku inflacji działały we wrześniu przede wszystkim ceny żywności i napojów bezalkoholowych, które niespodziewanie spadły w ciągu miesiąca o 0,2% (spadek rocznej dynamiki do 3,6% z 4,5%). Pozytywna niespodzianka nastąpiła też w kategorii użytkowanie mieszkania i nośniki energii (+0,2% m/m, roczna dynamika w dół do 7,6% z 8,1%). Roczne tempo wzrostu cen obniżyło się też w przypadku napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych, edukacji oraz restauracji i hoteli. W kierunku wzrostu inflacji działał wzrost rocznej dynamiki cen w transporcie do -1,0% z -1,8% i odzieży i obuwiu do -7,6% z -7,9% (przy silniejszym niż rok temu sezonowym wzroście cen o 1,7% m/m).

▪ W październiku nastąpił spadek niemal wszystkich miar inflacji bazowej. Inflacja CPI bez cen żywności i energii utrzymała się na poziomie 2,9% r/r zanotowanym w lipcu i sierpniu.

▪ Do końca roku ścieżka inflacji CPI pozostanie w okolicy górnej granicy dopuszczalnych odchyżeń do celu, ale w trackie 2010 powinna się wyraźnie obniżyć, odzwierciedlając wpływ słabego popytu, zmniejszonej dynamiki kosztów pracy i umocnienia złotego. Tempo spadku zależec będzie od terminu i skali zmian cen administrowanych.

▪ Ceny produkcji we wrześniu trzeci miesiąc z rzędu, tym razem o 0,2% m/m, co obniżyło roczną inflację PPI do 1,6%. Spadek cen w przetwórstwie przemysłowym wyniósł 0,3% m/m, co pogłębiło roczne tempo spadku cen w tej sekcji do 1%. W pozostałych sekcjach ceny umiarkowanie wzrosły we wrześniu i utrzymały się wysokie dynamiki roczne. Dane wskazują, że słaby popyt oraz trwająca od marca tendencja umocnienia złotego skutecznie ograniczają presję cenową u producentów.

Mniejszy deficyt, wyższe obroty handlowe

▪ Deficyt obrotów bieżących we wrześniu wyniósł zaledwie 57 mln € i był znacznie mniejszy od prognoz. Wynikało to w dużym stopniu ze znacznej poprawy deficytu handlowego, przy znacznym wzroście obrotów eksportu i importu wobec sierpnia. Dodatkowo, zrewidowano dane za sierpień i zamiast deficytu obrotów bieżących 69 mln € zanotowano nadwyżkę 124 mln €.

▪ Saldo wymiany towarów i usług z zagranicą w całym III kwartale okazało się znacznie lepsze niż wcześniej szacowaliśmy, co pozytywnie wpływa na szacunki PKB za ten okres.

▪ Poprawiła się też struktura finansowania deficytu obrotów bieżących. Napływ długoterminowego kapitału (bezpośrednie inwestycje zagraniczne plus środki z UE) w ciągu ostatnich 12 miesięcy stanowił ok. 160% skumulowanego deficytu w obrotach bieżących, co jest najwyższą wartością od listopada 2006.

Pierwsza oznaka ożywienia akcji kredytowej dla firm

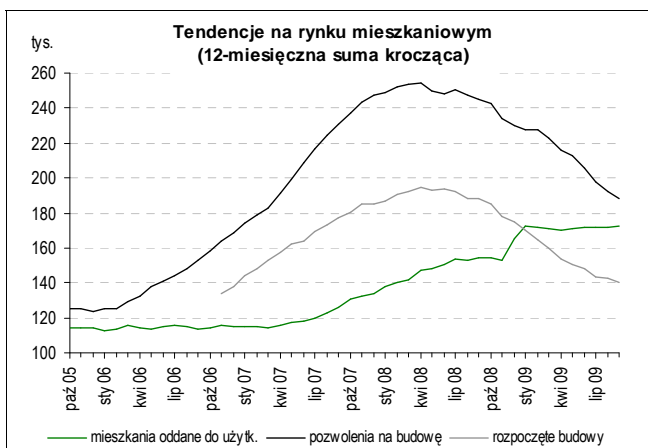
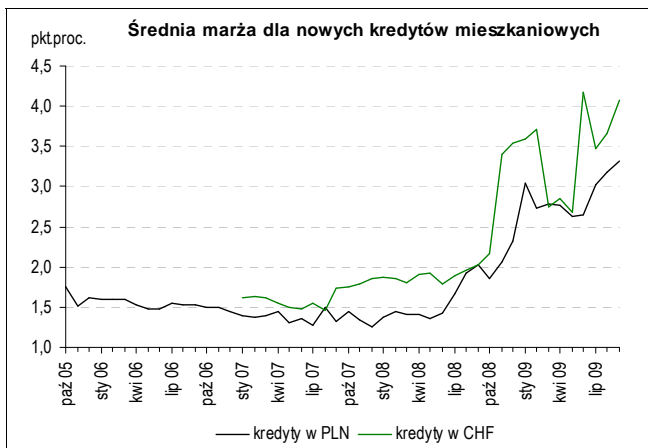
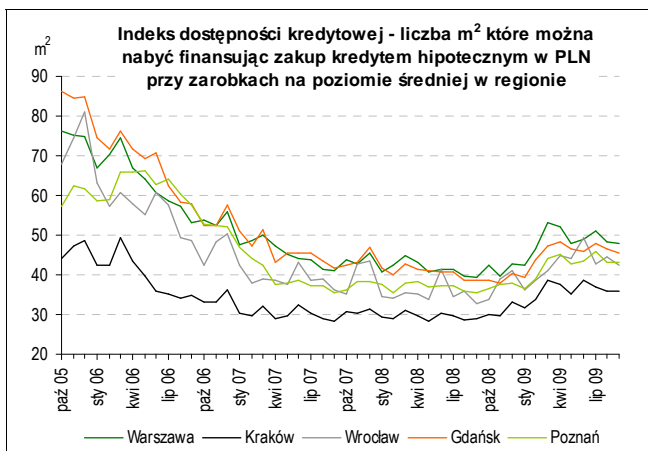
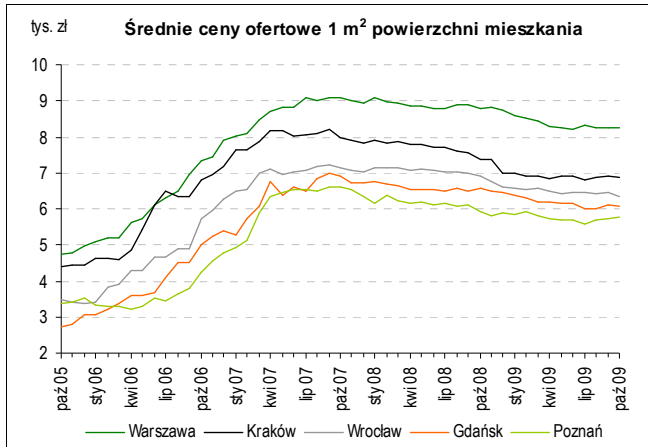
▪ Podaż pieniądza wzrosła we wrześniu o blisko 6 mld zł (9,7% r/r z 9,0% w sierpniu), co jest pozytywnym zaskoczeniem po spadkach dwa miesiące z rzędu w lipcu i sierpniu. Zanotowano przy tym silny przyrost miesięczny depozytów firm (o 5,2 mld zł), choć może to być przejściowym zjawiskiem (efekt końca kwartału) w ramach spadkowego trendu.

▪ Wzrostowi depozytów ogółem po raz kolejny sprzyjał spadek gotówki w obiegu (tym razem o 1,2 mld zł), co wg nas jest kontynuacją procesu powrotu udziału gotówki w obiegu w podaży pieniądza do poziomu sprzed wybuchu kryzysu.

▪ Co ważne, we wrześniu po raz pierwszy od marca nastąpił miesięczny wzrost kredytów dla firm po eliminacji efektu kursowego, ale na razie trudno powiedzieć, czy przetrwa ta tendencja.

Źródło: GUS, NBP, obliczenia własne

Rynek nieruchomości



Ceny mieszkań stoją w miejscu

- W ostatnich miesiącach średnie ceny nieruchomości w głównych polskich miastach ustabilizowały się, podlegając jedynie kosmetycznym zmianom.
- Spadek przeciętnego poziomu cen od szczytowego punktu koniunktury w III kw. 2007 roku był umiarkowany i wyniósł (w zależności od miasta oraz źródła danych) od kilku do kilkunastu procent. Niemniej jednak nastąpiły dość istotne zmiany w strukturze rynku.
- Wg danych serwisu Oferty.net w ciągu ostatnich dwóch lat prawie trzykrotnie wzrósł odsetek najtańszych ofert mieszkaniowych, przy równoczesnym spadku udziału ofert z najdroższych segmentów.

Co z popytem gospodarstw domowych?

- Zdolności nabywcze gospodarstw domowych na rynku mieszkaniowym stopniowo się obniżają, na co wpływa opóźniony wpływ spowolnienia gospodarczego na rynek pracy oraz rosnące koszty kredytów (patrz poniżej).
- Nadzieje na ożywienie popytu gospodarstw domowych, które pojawiły się w III kwartale, w większości okazały się ponne. Najnowszy raport NBP nt. sytuacji na rynku kredytowym wskazuje, że faktyczny popyt na kredyty mieszkaniowe w III kw. był znacznie niższy od oczekiwanego przez banki.
- Z drugiej strony, niektóre firmy deweloperskie informują o wzroście zainteresowania klientów zakupem nieruchomości oraz o zwiększonym wolumenie transakcji.

Banki wciąż zaostrzają politykę kredytową

- Wyniki ankiety NBP pokazały, że w III kw. banki ponownie zaostrzyły politykę kredytową względem kredytów mieszkaniowych. Skala zaostrzenia była jednak mniejsza niż w poprzednich kwartałach.
- Główną przesłanką zaostrzenia polityki kredytowej była niepewność co do przyszłego stanu koniunktury. Dla niektórych banków istotnym argumentem było pogorszenie jakości portfela kredytów mieszkaniowych. Coraz mniejszy wpływ na politykę banków mają natomiast ograniczenia o charakterze kapitałowym.
- Nieliczne banki zdecydowały się w III kw. na złagodzenie warunków, m.in. dotyczących wymaganego wkładu własnego. Po raz pierwszy od czterech kwartałów, wpływ na złagodzenie polityki kredytowej banków miała zmiana presji konkurencyjnej.

Drgnięcie po stronie podaży?

- Sygnaly ożywienia popytu oraz poprawa nastrojów w gospodarce skłoniły część inwestorów do wznowienia przerwanych wcześniej inwestycji oraz zainteresowania nowymi projektami. Dom Development rozpoczął budowę i sprzedaż największego w kraju osiedla mieszkaniowego (1,6 tys. mieszkań). Plany rozpoczęcia inwestycji przedstawili też inni deweloperzy (m.in. Gant, Ronson). We Wrocławiu wznowiona została budowa najwyższego budynku mieszkalnego w Polsce.
- Dane GUS pokazują jednak, że mimo pojawiających się sygnałów stopniowego odwracania negatywnych trendów, nadal dominują tendencje spadkowe. Liczba wydanych pozwoleń na budowę była we wrześniu o ok. 19% niższa niż przed rokiem, liczba rozpoczętych budów zmniejszyła się o 12,5%, a liczba mieszkań w budowie spadła o 4,5% r/r.

Pod lupą: Bank centralny

Wybrane fragmenty informacji po posiedzeniu RPP (zaznaczone istotne zmiany w porównaniu z wrześniem)

Ostatnie dane wskazują na dalszą poprawę aktywności gospodarczej w Stanach Zjednoczonych oraz w strefie euro, choć aktywność ta utrzymuje się na niskim poziomie. W obu gospodarkach nastąpiła dalsza poprawa większości wskaźników koniunktury oraz ponownie nieznacznie podwyższono prognozy wzrostu PKB na 2010 r. **Nadal trudno ocenić skalę i trwałość oczekiwanego ożywienia, szczególnie w warunkach utrzymujących się problemów sektora finansowego i perspektyw stopniowego ograniczania pakietów stymulacyjnych.** (...) W największych gospodarkach utrzymał się – związany z globalną recesją oraz wcześniejszym obniżeniem cen żywności i surowców – spadek ogólnego poziomu cen, choć jego skala była mniejsza niż w poprzednim miesiącu. **Z kolei ceny ropy naftowej na rynkach światowych ponownie wzrosły.**

W ocenie Rady, w najbliższym okresie inflacja może nadal kształtować się na podwyższonym poziomie głównie ze względu na relatywnie wysoki roczny wskaźnik cen żywności oraz cen regulowanych, w tym przede wszystkim cen nośników energii. Jednak w średnim okresie niska presja popytowa i ograniczenie tempa wzrostu kosztów pracy powinny prowadzić do spadku inflacji.

W ocenie Rady, w najbliższym okresie inflacja może nadal kształtować się na podwyższonym poziomie głównie ze względu na relatywnie wysoki roczny wskaźnik cen regulowanych, w tym przede wszystkim cen nośników energii oraz cen żywności. **W kierunku utrzymania podwyższonej inflacji może także oddziaływać wzrost cen ropy naftowej, częściowo łagodzony przez dotychczasową aprecjację złotego, a także możliwy dalszy wzrost cen regulowanych.** Jednak w średnim okresie niska presja popytowa i ograniczenie tempa wzrostu kosztów pracy, przy utrzymującej się niepewności dotyczącej przyszłego tempa wzrostu gospodarczego, powinny prowadzić do spadku inflacji.

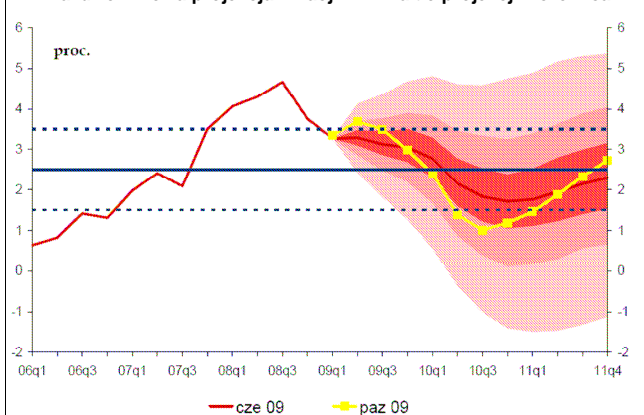
Rada ocenia prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego za wyższe od prawdopodobieństwa, że inflacja będzie wyższa od celu. Jednocześnie Rada ocenia, że w ostatnich miesiącach prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej celu inflacyjnego uległo zmniejszeniu. **Biorąc pod uwagę powyższe czynniki, Rada ocenia prawdopodobieństwo ukształtowania się inflacji w średnim okresie poniżej lub powyżej celu inflacyjnego za zbliżone.** W ocenie Rady, oczekiwana poprawa globalnej koniunktury, dokonane obniżki stóp procentowych NBP wraz ze zmniejszeniem stopy rezerwy obowiązkowej powinny sprzyjać powrotowi gospodarki na ścieżkę potencjalnego tempa wzrostu.

Projekcje PKB i inflacji w kolejnych Raportach o inflacji

CPI	Paź 08	Lut 09	Cze 09	Paź 09
2009	3,9-5,7	2,5-3,9	2,8-3,5	3,3-3,5
2010	1,9-4,5	0,5-3,2	1,1-3,2	0,8-2,2
2011	-	-0,9-2,6	0,8-3,4	1,1-3,2
PKB	Paź 08	Lut 09	Cze 09	Paź 09
2009	1,9-3,7	0,3-1,9	-0,4-1,1	1,1-1,5
2010	2,7-4,5	1,2-3,3	0,2-2,5	0,8-2,8
2011	-	2,5-4,8	2,4-4,5	2,2-4,2

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

Październikowa projekcja inflacji NBP na tle projekcji z czerwca



Źródło: NBP

Zakłócenia w komunikacji na koniec kadencji RPP

▪ RPP podjęła na październikowym posiedzeniu decyzję o utrzymaniu podstawowych stóp procentowych NBP bez zmian. Było to zgodne z powszechnymi oczekiwaniami.

▪ Więcej niepewności było co do zmiany nieformalnego nastawienia w polityce pieniężnej z łagodnego na neutralne. Wypowiedzi kilku członków Rady z ostatnich paru tygodni (zarówno z „gołębiej”, jak i „jastrzębiej” frakcji) wskazywały, że taka decyzja najprawdopodobniej nie zapadnie na październikowym posiedzeniu, a być może już do końca kadencji obecnej Rady. Okazało się jednak, że nastawienie zostało zmienione. Ocena sytuacji gospodarczej na świecie i w Polsce oraz bieżących tendencji inflacyjnych przedstawiona przez RPP w komunikacie nie uległa przy tym istotnym zmianom w porównaniu z poprzednim miesiącem.

▪ Wynik październikowego posiedzenia RPP nie zmienia naszych oczekiwań dotyczących perspektyw polityki pieniężnej. Obecna RPP nie zmieni już wg nas stóp do końca swojej kadencji, co zresztą było wiadomo już od kilku miesięcy i wskazanie na taki scenariusz przez członków RPP na konferencji prasowej po posiedzeniu nie wniosło nic nowego do oceny sytuacji. Decyzje o zmianach stóp będą już zależą od nowej Rady. Tymczasem, trudno przewidywać jej decyzje nie znając nazwisk nowych bankierów centralnych. Kandydatury na członków Rady z ramienia Sejmu będą przyjmowane do 10 grudnia, a zgłaszanie kandydatów do RPP z Senatu ma trwać aż do 23 grudnia. To bardzo późne terminy, biorąc pod uwagę konieczność przeprowadzenia procedury wyboru członków Rady. Prezydent zamierza nominować członków RPP na początku stycznia. Biorąc pod uwagę naszą ocenę perspektyw inflacji i sytuacji gospodarczej, oczekujemy, że nowa RPP nie zdecyduje się na pierwsze podwyżki stóp przed połową 2010.

Nowa projekcja nie zmienia perspektyw polityki pieniężnej

▪ Ujawnione w nowym Raporcie o inflacji wyniki głosowań RPP pokazują, że już od lipca wniosek o zmianę nastawienia blokowany był przez prezesa NBP przy stosunku głosów 5:5.

▪ Oceniając niespójną z wcześniejszymi wypowiedziami członków Rady decyzję o zmianie nastawienia na neutralne w październiku, trudno doszukać się argumentów za takim krokiem w nowej projekcji NBP dla PKB i inflacji.

▪ Dla PKB mocnej poprawie uległa ścieżka na ten rok, co wynika z dużo lepszych od oczekiwań danych za II kw. i kolejne miesiące, które zweryfikowały najbardziej pesymistyczne scenariusze dla polskiej gospodarki na ten rok. Istotniejsze dla decyzji o stopach przewidywania na kolejne lata nie uległy jednak istotnej zmianie. Ścieżka PKB na 2010 r. została nieco podwyższona, a na 2011 r. lekko obniżona.

▪ Najbardziej uderzającą zmianą w nowej projekcji jest znaczne obniżenie ścieżki inflacji na 2010 r., co na pierwszy rzut oka można traktować jako czynnik zniechęcający do zmiany łagodnego nastawienia w polityce pieniężnej i do podwyżek stóp w trakcie przyszłego roku.

▪ Niemniej, w świetle szczegółowych wyników projekcji inflacji przedstawionych po posiedzeniu RPP, niska ścieżka inflacji na przyszły rok, jest rezultatem optymistycznych założeń co do cen żywności i energii.

▪ Ścieżka inflacji bazowej, która powinna być najistotniejszym czynnikiem przy podejmowaniu decyzji przez nową RPP, przy założeniu podejścia wyprzedzającego do rozwoju procesów inflacyjnych i wydarzeń w gospodarce (ang. forward looking), nie jest natomiast bardziej korzystna niż w poprzedniej projekcji z czerwca. Ścieżki inflacji CPI na 2011 nie uległy istotnym zmianom.

Pod lupą: Rząd i polityka

Wypowiedzi przedstawicieli rządu

Marek Bucior, wiceminister pracy i polityki społecznej, PAP, 10 XI

Wygląda na to, że posunięcie takie (ograniczenie składek do OFE) miałyby i tak miejsce, w którymś momencie. Popelnianie błędów jest złe, tkwienie w błędzie jest jeszcze gorsze. (...) Przez to, że OFE inwestują tak dużo w obligacje, system emerytalny z kapitałowego staje się repartycyjny. (...) Obecne założenia to nie tylko zmniejszenie składki do OFE z 7,3 proc. do 3 proc., ale również za tym będą szły różne inne rozwiązania. Między innymi poluzowanie polityki inwestycyjnej w ramach OFE, a w dalszej przyszłości pewne poluzowanie możliwości inwestowania zagranicą. Kolejnymi kwestiami do ustalenia to wygląd nowego konta w ZUS oraz stopa jego oprocentowania

Donald Tusk, premier, PAP, 6 XI

To nie jest propozycja rządu, jeśli rozumieć przez to projekt, który zostanie przedstawiony parlamentarzystom. (...) Ministrowie będą musieli włożyć jeszcze sporo wysiłku w przygotowanie projektu lepszego niż do tej pory. (...) Nie zostanie wprowadzona żadna nowelizacja żadnej ustawy dotyczącej emerytur, która w najmniejszym stopniu zagroziłaby wysokości i regularności wypłat emerytur w przyszłości. Chcemy uzyskać takie zmiany w polskim prawie, które umożliwią inne, logiczniejsze niż obecnie obowiązujące naliczanie długu publicznego, związanego z systemem emerytalnym. I te dwie sprawy nie stoją w sprzeczności

Ludwik Kotecki, wiceminister finansów, PAP, 10 XI, Reuters, 4 XI

To (zmiany w systemie emerytalnym - PAP) nie zmniejszy deficytu ani zobowiązań Skarbu Państwa. Zwłaszcza według terminologii unijnej. Dziś transfer do OFE jest traktowany jak wydatek sektora instytucji rządowych i samorządowych. Po zmianie też będzie traktowany podobnie, bo UE stosuje metodologię memoriałową: zobowiązanie, jakie będzie miał ZUS wobec emerytów, potraktuje pewnie jako wydatek, który powiększa deficyt. Z tego punktu widzenia nic się nie zmienia. Zmiany spowodują zmniejszenie emisji długu, a potrzeby pożyczkowe brutto w 2010 r. zmniejszą się o ok. 13 mld zł. Oddala się ryzyko przekroczenia 55% długu publicznego do PKB, choć to nie jest celem reformy, tylko zwiększenie emerytur przyszłym świadczeniobiorcom, poprzez zmniejszenie kosztów przez nich ponoszonych.

Paweł Graś, rzecznik rządu, Reuters, 4 XI

To nie jest propozycja Ministerstwa Finansów, a jeden z pomysłów, które są rozważane. To nie jest nawet na etapie założeń do ustawy. Nie rozmawiałem o tym jeszcze z premierem. Na tym etapie to nie jest propozycja rządu.

Rząd planuje zmniejszenie składek do OFE

- Ministerstwo pracy oraz finansów zaproponowały, aby większa część składki na ubezpieczenia społeczne odprowadzanej z pensji trafiała do ZUS, kosztem zmniejszenia udziału środków przekazywanych do OFE (z 7,3% do 2%), co miałyby być sposobem na ograniczenie potrzeb pożyczkowych budżetu o kilkanaście miliardów zł.
- Podważanie reguł systemu emerytalnego dla realizacji doraźnych celów budżetowych stwarza niebezpieczny precedens, zachęcający do manipulowania nim w przyszłości. Proponowane rozwiązanie da jedynie chwilową, czysto księgową ulgę finansom publicznym, a pozostanie problem zbilansowania systemu emerytalnego w długim okresie. Duże wątpliwości budzą rzekome oszczędności w systemie, które miałyby być osiągnięte dzięki zmianom.

Więcej szczegółów nt. planów rządu do końca listopada

- Wg informacji prasowych, do końca listopada rząd ma przedstawić wstępną wersję tzw. planu konsolidacji i rozwoju finansów publicznych. Celem planu ma być uniknięcie przekroczenia przez dług publiczny prognozy 55% PKB i zmniejszenie deficytu poniżej 3% PKB w ciągu trzech lat.
- Oprócz propozycji dot. zmian składki do OFE, pakiet działań ma obejmować m.in. koncepcję wydłużenia wieku emerytalnego oraz wprowadzenie reguły ograniczającej wydatki publiczne. Te dwie ostatnie propozycje wydają się działaniami w pożądanym kierunku, chociaż trudno je ocenić dopóki nie zostały przedstawione konkretne propozycje. W szczególności, skuteczność reguły dotyczącej wydatków byłaby ograniczona gdyby (jak sugerują nieoficjalne informacje) nie obejmowała tzw. wydatków sztywnych.

Jesienne prognozy Komisji Europejskiej dla Polski

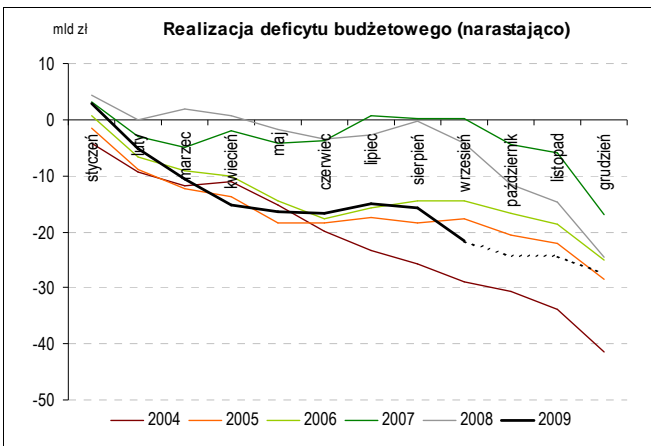
		2009	2010	2011
PKB	% r/r	1,2	1,8	3,2
Konsumpcja prywatna	% r/r	2,1	1,3	3,3
Inwestycje brutto	% r/r	-1,9	1,9	5,0
Stopa bezrobocia	%	8,4	9,9	10,0
Inflacja HICP	% r/r	3,9	1,9	2,0
Bilans obrotów bieżących	% PKB	-1,9	-2,8	-3,2
Saldo <i>general government</i>	% PKB	-6,4	-7,5	-7,6
Dług <i>general government</i>	% PKB	51,7	57,0	61,3

Rewizja w górę prognoz KE

- W jesiennej edycji prognoz makroekonomicznych Komisja Europejska wskazała na problemy rynku pracy w Polsce i zły stan polskich finansów publicznych.
- Przy założeniu braku działań ze strony rządu, Komisja przewiduje wzrost deficytu *general government* do 6,4% PKB w 2009 i 7,5% PKB w 2010 r. oraz wzrost relacji długu publicznego do PKB do 51,7% w 2009, 57% w 2010 i 61,3% w 2011 r.
- Niemniej, Komisja podkreśliła, że nasz kraj znosi kryzys gospodarczy lepiej niż jakikolwiek inny w regionie. Dlatego zrewidowała w górę prognozy wzrostu PKB. Obecne przewidywania KE nie odbiegają istotnie od konsensusu rynkowego i naszych prognoz.

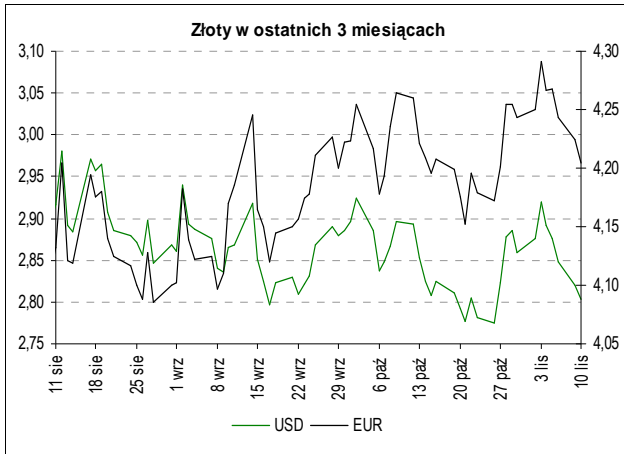
Realizacja budżetu zgodnie z (nowelizowanym) planem

- Po trzech kwartałach roku deficyt budżetu państwa wyniósł 21,5 mld zł, czyli ok. 79% planu na cały rok po nowelizacji, minimalnie mniej niż wynikało z wcześniejszych zapowiedzi Ministerstwa Finansów.
- W samym wrześniu deficyt wyniósł prawie 6 mld zł, na co złożyły się stosunkowo niskie wpływy z UE, spadek wpływów z pozostałych jednostek budżetowych oraz pozostałych dochodów. Stosunkowo wysokie były wpływy z podatków pośrednich, co potwierdza ożywienie aktywności w gospodarce.
- Wg MF krajowe dochody budżetu w tym roku będą wyższe niż zaplanowano w nowelizacji, jednak wpływy z UE mogą być niższe, w związku z czym deficyt nie będzie raczej niższy od planu i wyniesie ok. 27 mld zł.



Źródło: Ministerstwo Finansów, Reuters, Komisja Europejska, obliczenia własne

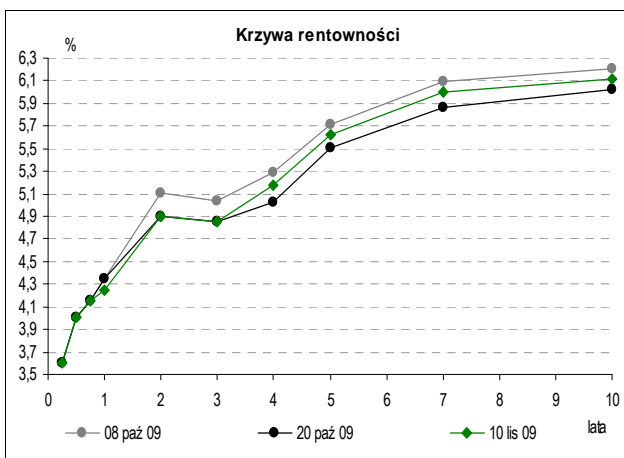
Monitor rynku



Złoty odrabia straty po korekcie

▪ Po odreagowaniu złotego wraz z poprawą globalnych nastrojów po dobrych wynikach zagranicznych spółek za III kw. i spadku obaw o dewaluację łata doszło do korekty. Kurs EURPLN pokonał chwilowo poziom 4,30 za sprawą pogorszenia apetytu na ryzyko i realizacji zysków przez inwestorów na ryzykownych aktywach. Oczekiwania na obniżki stóp procentowych w Czechach przyczynił się do deprecjacji krajowej waluty. Brak obniżki stóp przez CNB, i odreagowanie apetytu na ryzyko umocniło złotego.

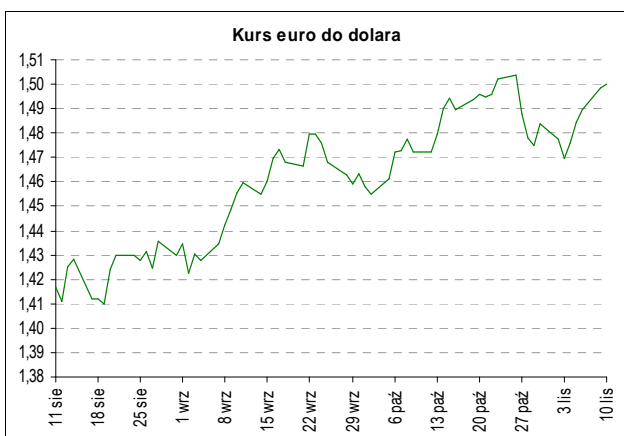
▪ Wraz z możliwą kontynuacją osłabienia dolara może dojść do dalszej aprecjacji złotego (istotne poziomy wsparcia 4,10, 4,06). Obraz techniczny wskazuje, że po pokonaniu silnego wsparcia 4,18 jest jeszcze przestrzeń do umocnienia. Jednak poziom 4,06 może być trudny do pokonania. Słabe dane o produkcji i sprzedaży mogą osłabić pozytywny wpływ danych o bilansie płatniczym. W ciągu kilku tygodni może dojść do ponownej korekty.



Umocnienie długu, spadek spreadu asset swap

▪ Zgodnie z naszymi oczekiwaniami w minionym miesiącu doszło do umocnienia na rynku długu. Przyczynił się do tego większy do prognoz rynkowych spadek inflacji we wrześniu, ograniczenie podaży papierów skarbowych i aukcje odkupu bonów zwiększające płynności na rynku. Czynnikiem wspierającym krótki koniec krzywej była także optymistyczna projekcja inflacji NBP na 2010 r. W połowie października doszło też do sporego spadku krótkoterminowych stóp IRS. Wzrost stóp IRS zapoczątkowany pod koniec ub. miesiąca wyhamował. W ciągu miesiąca doszło do dużego spadku spreadu asset swap.

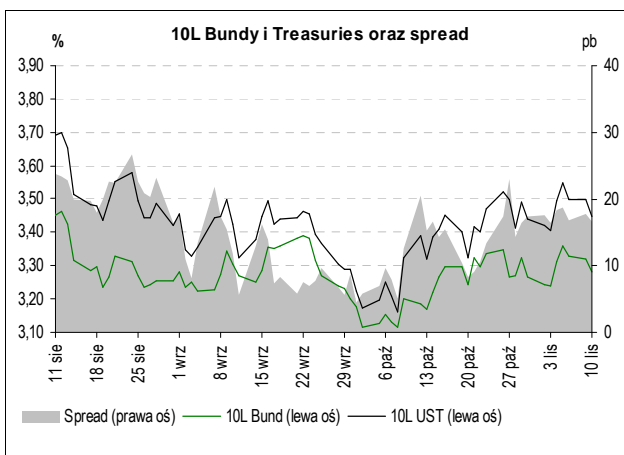
▪ Wyższa od prognoz rynkowych inflacja powinna lekko negatywnie wpłynąć na krótki koniec krzywej stóp rynkowych. Jednak w najbliższych czasie widzimy przestrzeń do dalszego spadku stóp IRS, co powinno wspierać także obligacje. Wsparciem dla niższych stóp rynkowych będą dane o sprzedaży i produkcji.



Powrót do sprzedaży dolara

▪ W reakcji na wyniki spółek za III kw, które w większości okazały się lepsze od oczekiwań doszło do wzrostu apetytu na ryzyko. Kurs EURUSD pokonał poziom 1,50, a dolar utrzymywał się na mocno wyprzedzanych poziomach. Wkrótce potem nastąpiła realizacja zysków na ryzykownych aktywach, a EURUSD spadł do blisko 1,46. Sugestia Komunikat Fed o utrzymaniu stóp na niskim poziomie przez długi czas i raport MFV sugerujący, że dolar jest wciąż dosyć mocny doprowadziły do odbicia EURUSD powyżej 1,50.

▪ W najbliższych tygodniach osłabienie dolara może być kontynuowane w stronę 1,53 do euro pozostając pod presją poprawy apetytu na ryzyko i perspektywy niskich stóp w USA. Jednak przed końcem roku może dojść do ponownej korekty. Spadek deficytu obrotów bieżących i stopniowe ożywienie w USA powinny przyczynić się do stopniowego odreagowania dolara w przyszłym roku.



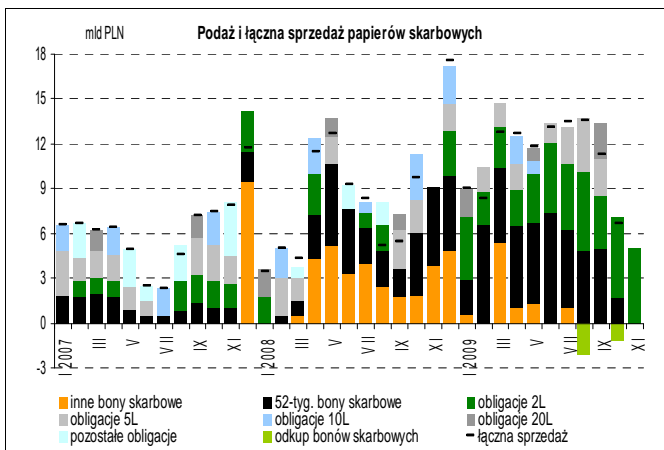
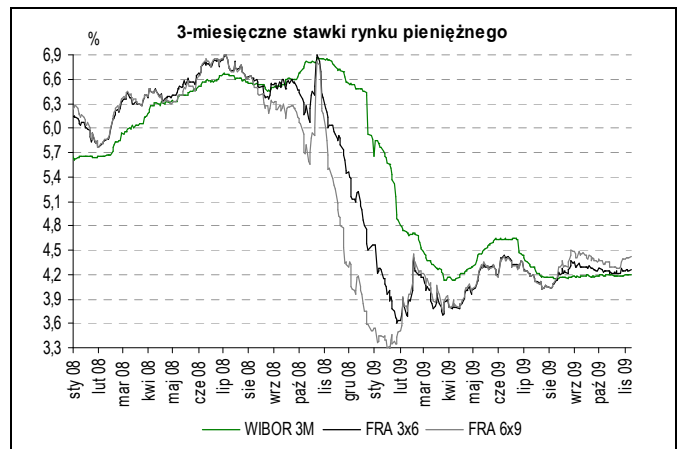
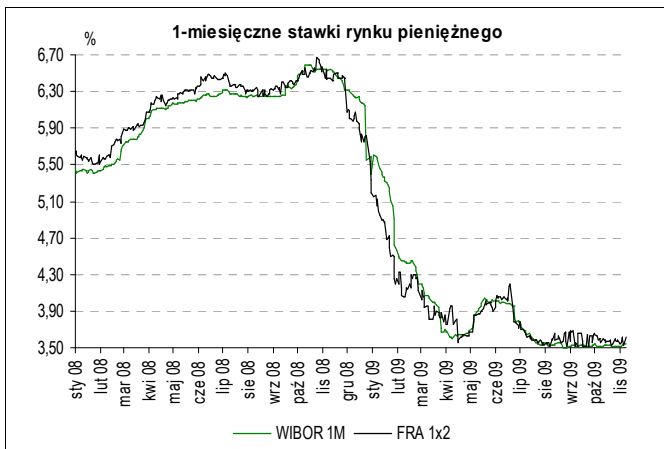
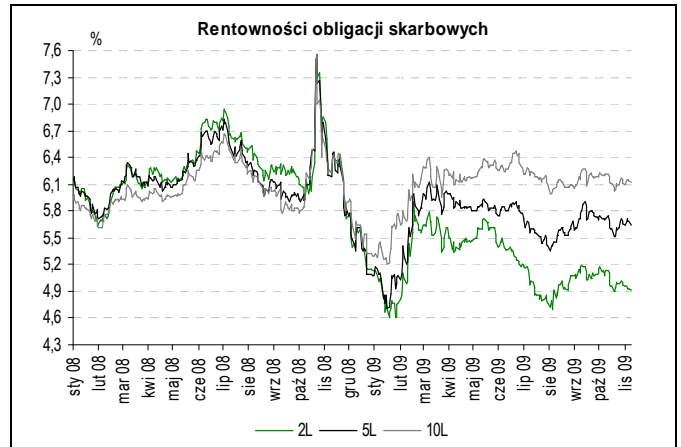
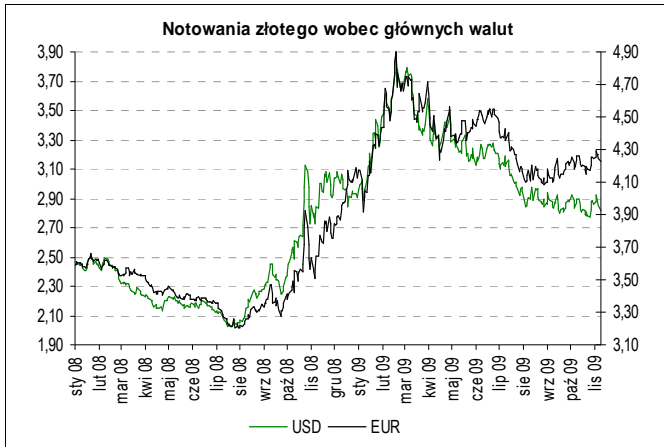
Spadki cen długoterminowych obligacji

▪ W ostatnich tygodniach doszło do sporego osłabienia na bazowych rynkach długu. Przyczynił się do tego spadek popytu na bezpieczne aktywa, czemu towarzyszyły spadki na rynku akcji. Dodatkowym czynnikiem były lepsze od oczekiwań dane z USA (indeks NY Fed, PKB za III kw., ISM) i strefy euro (PMI). Korekta apetytu na ryzyko przyniosła krótkotrwałe odreagowanie. Od poprzedniego raportu rentowności 10-letnich Bundów i Treasuries spadły do 3,32% i 3,50% z 3,11% i 3,16%. Na krzywej IRS w USA i strefie euro doszło do wystromienia.

▪ Stopy w USA i strefie euro mogą pozostać na niskim poziomie przez większość 2010 r., ze względu na pozostającą na niskim poziomie inflację, wysoką stopę bezrobocia oraz niepewność co do trwałości ożywienia gospodarczego. Mimo to, oczekujemy powolnego wzrostu stóp IRS w strefie euro i USA. Wzrost apetytu na ryzyko może z kolei osłabiać rynek obligacji.

Źródło: Reuters, BZ WBK

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych (mln zł)		
Data przetargu	OFERTA*/SPRZEDAŻ (ODKUP)	
	52-tyg.	ODKUP
7.09.2009	800-1000/807	-
14.09.2009	800-1000/803	-
16.09.2009	-	-44
21.09.2009	800-1000/1000	-
28.09.2009	800-1000/848	-
5.10.2009	-	-1210
12.10.2009	400-600/409	-
19.10.2009	400-600/400	-
26.10.2009	400-600/431	-
23.11.2009	-	Przetarg odkupu
7.12.2009	-	-
14.12.2009	-	-
21.12.2009	-	-

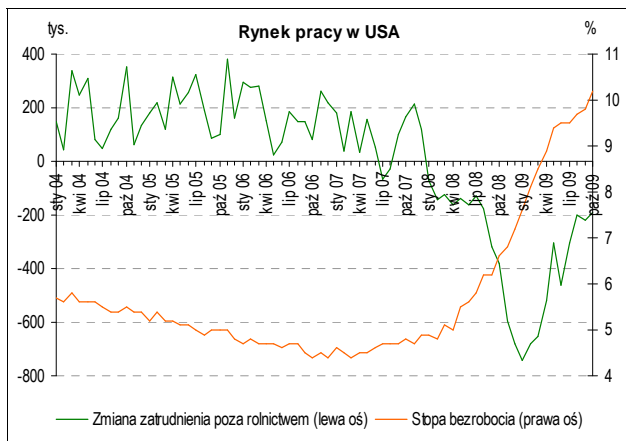
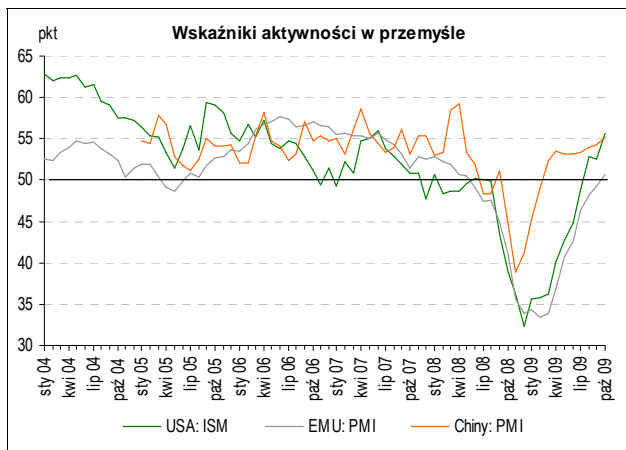
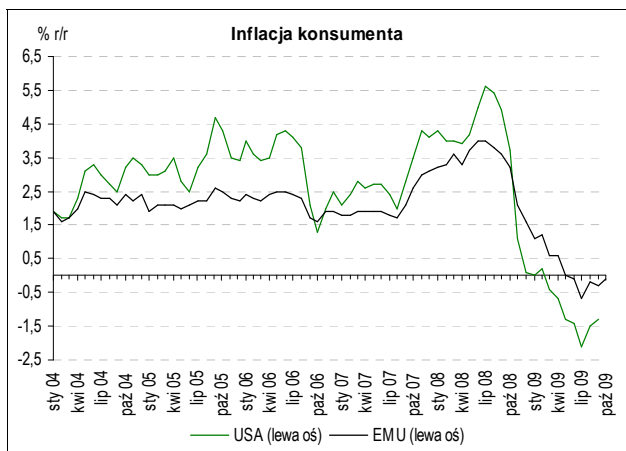
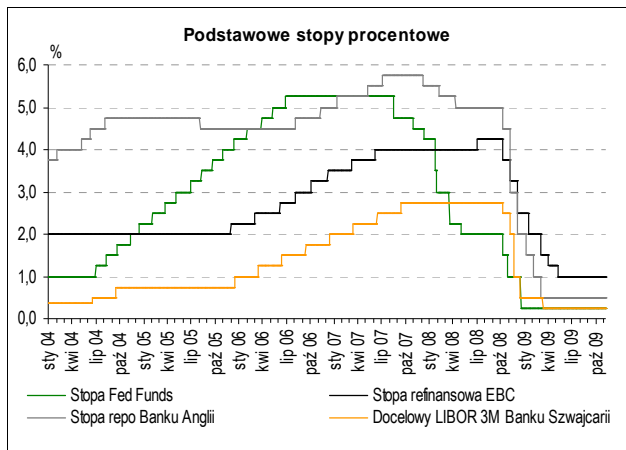
* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

Przetargi obligacji skarbowych w 2008/2009 r. (mln zł)											
miesiąc	I przetarg				II przetarg				Przetarg zamiany		
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	sprzedaż
styczeń	7.01*	OK0711	4200	4296	14.01	WS0429	1500	1500	21.01	PS0414/DS1019	2800/1300
lut	4.02	OK0711/PS0414	2200/1600	722/1186	-	-	-	-	18.02	-	-
marzec	4.03	OK0711/PS0414	2760/1500	2550/640	-	-	-	-	11.03	OK0711/PS0414	2759/1809
kwiecień	1.04	OK0711/PS0414	2400/1800	2544/1814	8.04	DS1019	1000-1800	2120	15.04	PS0414/DS1019/WS0922	1437/3129/1158
maj	13.05	OK0711	3150	3286	20.05	DS1019/WS0429	1000-1800	1835	6.05	DS1013/DS1015	765/2505
czerwiec	3.06*	OK0112/PS0414	4000-6000	4359/1122	10.06	DS1019/WS0429	0-2000	odwołany	17.06	OK0112/PS0414	1739/2108
lipiec	1.07	OK0112	3000-4500	4006	15.07*	PS0414	1000-2000	-	8.07	PS0414/ DS1019	0/1982
sierpień	5.08*	OK0112	3900-5400	5402	12.08	PS0414	2000-3500	3500	-	-	-
wrzesień	2.09	OK0112	2500-3500	3500	9.09	PS0414	1000-2500	1109	23.09**	WS0922	1000-2400/2400
październik	7.10*	OK0112	3000-5400	5400	-	-	-	-	29.10	PS0413/PS0414/DS1019	1573/1753/1290
listopad	10.11	OK0712	3500-5000	5000	-	-	-	-	26.11	-	-
grudzień	2.12	OK0712/PS0415	-	-	-	-	-	-	16.12	-	-

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

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Przegląd międzynarodowy



Źródło: Reuters, BZ WBK

Niskie stopy w USA przez długi czas

▪ Fed pozostawił stopy procentowe bez zmian podtrzymując ocenę, że stopy pozostaną na niskim poziomie przez dłuższy czas. Komunikat Fed zasugerował, że czynniki takie jak niskie wykorzystanie mocy wytwórczych, niska inflacja oraz stabilne oczekiwania inflacyjne będą determinować strategię wyjścia z poluzowania polityki pieniężnej. Jednym ważnych elementów wpływających na moment podwyżki stóp będzie też poprawa sytuacji na rynku pracy w USA. Komunikat amerykańskiego banku centralnego ograniczył oczekiwania rynków, że stopy w USA zostaną podniesione w I poł. 2010 r.

▪ W listopadzie EBC pozostawił stopy procentowe bez zmian. Prezes EBC, J.C. Trichet, powiedział, że stopy procentowe w strefie euro są obecnie na odpowiednim poziomie i bank nie ma obecnie planu nagłego wzrostu stóp. Jednocześnie szef EBC zaznaczył, iż EBC zamierza wycofywać pewne środki zaradcze wprowadzone na czas walki z kryzysem, ale będą one wycofywane "w odpowiednim czasie i stopniowo".

▪ Bank Anglii pozostawił stopy procentowe bez zmian i podwyższył program wykupu aktywów, ale jedynie o 25 mld funtów, mniej niż oczekiwał rynek.

▪ Bank centralny Norwegii jako pierwszy bank centralny w Europie podwyższył stopy procentowe (o 25 pb, do poziomu 1,5%).

▪ Dynamika wskaźnika inflacji HICP w październiku w strefie euro wzrosła z $-0,3\%$ r/r do $-0,1\%$. Presji cenowej nie widać także w cenach producentów (PPI: $-0,4\%$ m/m i $-7,7\%$ r/r), mimo wzrostu aktywności w przemyśle.

▪ Inflacja CPI w USA wyniosła we wrześniu $0,2\%$ m/m wobec $0,4\%$ m/m w sierpniu, zgodnie z oczekiwaniami. Dynamika roczna wzrosła do $-1,3\%$ r/r z $-1,5\%$. Bazowy CPI wzrósł o $1,5\%$ r/r. Bazowy indeks cen PCE, najlepiej w ocenie Fed odzwierciedlający presję cenową w gospodarce, wyniósł w III kw. $1,4\%$ wobec 2% w II kw.

Dalsza poprawa aktywności i wzrost stopy bezrobocia w USA

▪ Indeks aktywności PMI dla przemysłu chińskiego wzrósł w październiku po raz kolejny do $55,2$ pkt z $54,3$ pkt co pokazuje, że ożywienie gospodarcze w Chinach jest dosyć mocne.

▪ Pozytywne tendencje w sektorze przetwórczym są widoczne także w strefie euro i Stanach Zjednoczonych. PMI w strefie euro wzrósł w październiku powyżej 50 pkt po raz pierwszy od maja 2008 r., głównie za sprawą nowych zamówień. Z kolei ISM w przemyśle amerykańskim wzrósł w październiku do $55,7$ pkt z $52,6$ pkt we wrześniu, znacznie przekraczając oczekiwania rynkowe. Perspektywa zakończenia pakietów stymulacyjnych rodzi jednak obawy o trwałość ożywienia.

▪ W sektorze usług PMI dla strefy euro wzrósł aż do $52,6$ pkt z $50,9$ pkt. Z kolei w USA nastąpił ISM nieoczekiwanie spadł do $50,6$ pkt.

▪ Dane z rynku nieruchomości w USA dają mieszane sygnały. Sprzedaż nowych domów nieoczekiwanie spadła we wrześniu do 402 tys. Z kolei liczba umów na sprzedaż domów, podpisanych we wrześniu nieoczekiwanie wzrosła we wrześniu aż o $6,1\%$. Amerykański Kongres przedłużył też okres obowiązywania ulg podatkowych na zakup domów.

▪ Wzrost PKB w USA w III kwartale br. wyniósł $3,5\%$, przekraczając prognozy analityków na poziomie $3,3\%$. Siłą napędową dla gospodarki były m.in. wspierane rządowymi programami stymulacyjnymi wydatki konsumentów ($+3,4\%$, najmocniej od 2 lat).

▪ Dane z rynku pracy w USA były mieszane. Poprawa w tygodniowych danych o liczbie nowych bezrobotnych była kontynuowana. Jednak zatrudnienie poza sektorem rolniczym w USA w październiku spadło o 190 tys. bardziej niż oczekiwał rynek (175 tys.). Stopa bezrobocia w USA wzrosła aż do $10,2\%$ z $9,8\%$ we wrześniu, znacznie powyżej oczekiwań ($9,9\%$).

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
9 listopada DE: Eksport (IX)	10 PL: Bilans płatniczy (IX) PL: Przetarg obligacji DE: Indeks ZEW (XI)	11 PL: Dzień Niepodległości	12 EZ: Produkcja przemysłowa (IX)	13 PL: CPI (X) PL: Podaż pieniądza (X) DE: Wstępny PKB (III kw.) EZ: Wstępny PKB (III kw.) US: Bilans handlowy (IX) US: Wstępny Michigan (XI)
16 EZ: Finalny HICP (X) US: Sprzedaż detaliczna (X)	17 US: PPI (X) US: Wykorzystanie mocy produkcyjnych (X) US: Produkcja przemysłu (X) US: Raport o przepływach kapitałowych (IX)	18 PL: Płace i zatrudnienie (X) US: CPI (X) US: Liczba nowych budów domów (X) US: Liczba pozwoleń na budowę (X)	19 PL: Produkcja przemysłowa (X) PL: PPI (X) PL: Minutes RPP (X) US: Wskaźniki wyprzedzające (X) US: Indeks Philadelphia Fed (XI)	20 PL: Wskaźniki koniunktury (XI) PL: Inflacja bazowa (X) JP: Decyzja Banku Japonii
23 PL: Przetarg odkupu bonów skarbowych JP: Dzień wolny EZ: Wstępny PMI – przemysł (XI) EZ: Wstępny PMI - usługi (XI) US: Sprzedaż domów (X)	24 PL: Spotkanie RPP DE: Indeks Ifo (XI) US: Wstępny PKB (II kw.) US: Case/Shiller (IX) US: Zaufanie konsumentów (XI) US: Ceny domów (IX)	25 PL: Spotkanie RPP – decyzja PL: Sprzedaż detaliczna (X) PL: Stopa bezrobocia (X) DE: Indeks Gfk (XII) GB: PKB (III kw.) US: Bazowy PCE (X) US: Zamówienia na dobra trwałe (X) US: Minutes Fed	26 PL: Przetarg zamiany US: Finalny Michigan (XI) US: Dzień wolny EZ: Podaż pieniądza M3 (X)	27 EZ: Indeks nastrojów gospodarczych (XI)
30 PL: PKB (III kw.) EZ: Wstępny HICP (XI) US: Chicago PMI (XI)	1 grudnia PL: PMI (XI) EZ: PMI - sektor przetwórczy (X) US: ISM - sektor przetwórczy (X) US: Niezakończone transakcje sprzedaży domów (IX)	2 PL: Przetarg obligacji EZ: PPI (X) US: Raport ADP (XI)	3 EZ: PMI - sektor usług (XI) EZ: Zrewidowany PKB (III kw.) EZ: Sprzedaż detaliczna (X) US: Wydajność pracy & jednostkowe koszty pracy (III kw.) US: ISM - sektor usług (XI)	4 US: Zatrudnienie poza rolnictwem (XI) US: Stopa bezrobocia (XI) US: Zamówienia w przemyśle (X)
7 PL: Przetarg bonów skarbowych	8 GB: Produkcja przemysłowa (X)	9 US: Zapasy hurtowe (X)	10 DE: Eksport (IX) CH: Decyzja SNB GB: Decyzja Banku Anglii EZ: Decyzja EBC US: Bilans handlowy (X)	11 PL: Bilans płatniczy (X) US: Ceny importowe (XI) US: Sprzedaż detaliczna (XI) US: Wstępny Michigan (XII)

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Reuters.

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2009 roku

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

* dane kwartalne; ^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty, ^c za listopad 2008.

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		paź 08	lis 08	gru 08	sty 09	lut 09	mar 09	kwi 09	maj 09	cze 09	lip 09	sie 09	wrz 09	paź 09	lis 09
Produkcja przemysłowa	% r/r	-2,0	-10,6	-5,6	-15,3	-14,6	-1,9	-12,2	-5,2	-4,5	-4,4	0,1	-1,3	-4,9	4,3
Sprzedaż detaliczna ^c	% r/r	9,2	3,0	6,9	3,2	0,2	0,9	2,6	2,8	2,6	5,7	5,2	2,5	2,2	4,1
Stopa bezrobocia	%	8,8	9,1	9,5	10,4	10,9	11,1	10,9	10,7	10,6	10,7	10,8	10,9	11,0	11,6
Place brutto ^{b c}	% r/r	10,1	7,6	5,6	8,1	5,1	5,7	4,8	3,8	2,0	3,9	3,0	3,3	2,8	2,9
Zatrudnienie ^b	% r/r	3,5	3,0	2,2	0,7	-0,2	-0,9	-1,4	-1,7	-1,9	-2,2	-2,2	-2,4	-2,5	-2,6
Eksport (w euro) ^d	% r/r	3,0	-8,1	-12,6	-24,3	-26,3	-16,6	-30,3	-22,1	-21,4	-23,5	-20,8	-17,1	-13,4	-4,1
Import (w euro) ^d	% r/r	8,0	-5,2	-9,2	-26,2	-32,7	-25,9	-36,3	-31,9	-32,0	-29,5	-27,8	-26,4	-23,8	-15,4
Bilans handlowy ^d	mln EUR	-1611	-1553	-1819	-483	-67	-214	-207	-44	-109	-488	-348	-4	-98	-282
Rachunek bieżący ^d	mln EUR	-1640	-1432	-1740	-754	790	-131	-428	-420	-11	-570	124	-57	52	-182
Rachunek bieżący ^d	% PKB	-5,1	-5,2	-5,0	-5,0	-4,5	-4,0	-3,8	-3,5	-3,0	-2,9	-2,6	-2,0	-1,5	-1,1
Saldo budżetu (narastająco)	mln PLN	-11,6	-14,8	-24,6	2,9	-5,3	-10,6	-15,3	-16,4	-16,7	-15,0	-15,6	-21,5	-24,2	-24,2
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	47,1	60,3	100,0	-10,7	19,4	39,0	56,4	60,3	61,3	55,3	57,5	79,0	89,1	89,1
Inflacja (CPI)	% r/r	4,2	3,7	3,3	2,8	3,3	3,6	4,0	3,6	3,5	3,6	3,7	3,4	3,3	3,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,4	2,2	2,7	3,6	5,7	5,5	4,8	3,7	4,1	2,8	2,2	1,6	1,6	1,3
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	17,3	18,1	18,6	17,6	17,8	17,5	14,4	14,2	14,4	11,9	9,0	9,7	12,1	7,0
Depozyty	% r/r	18,7	19,4	20,6	19,5	19,2	19,4	16,1	15,7	15,9	13,0	10,7	10,9	14,7	8,2
Kredyty	% r/r	32,8	31,7	36,0	35,8	37,2	34,5	30,3	29,3	26,8	23,3	19,8	18,6	15,4	9,2
USD/PLN	PLN	2,69	2,93	2,98	3,18	3,63	3,55	3,36	3,23	3,22	3,05	2,90	2,86	2,85	2,80
EUR/PLN	PLN	3,57	3,73	4,01	4,22	4,65	4,62	4,43	4,41	4,51	4,30	4,13	4,16	4,21	4,15
Stopa referencyjna ^a	%	6,00	5,75	5,00	4,25	4,00	3,75	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50
Stopa lombardowa ^a	%	7,50	7,25	6,50	5,75	5,50	5,25	5,25	5,25	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
WIBOR 3M	%	6,80	6,74	6,40	5,51	4,69	4,30	4,20	4,52	4,60	4,26	4,16	4,18	4,18	4,15
Rentowność bonów 52-tyg.	%	6,45	6,52	6,10	4,85	4,62	4,78	4,80	4,91	4,73	4,43	4,23	4,33	4,25	4,25
Rentowność obligacji 2L	%	6,46	6,26	5,43	4,81	5,37	5,60	5,44	5,60	5,34	4,93	4,92	5,10	5,05	5,10
Rentowność obligacji 5L	%	6,48	6,21	5,42	4,96	5,57	5,97	5,88	5,85	5,83	5,55	5,53	5,74	5,65	5,70
Rentowność obligacji 10L	%	6,39	6,25	5,57	5,43	5,94	6,21	6,17	6,30	6,34	6,19	6,08	6,18	6,15	6,15

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

^a wartość na koniec okresu; ^b w sektorze przedsiębiorstw; ^c nominalnie; ^d dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji;

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2007	2008	2009	2010	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
PKB	mld PLN	1 175,3	1 272,8	1 351,0	1 403,4	314,1	326,3	334,8	375,9	327,9	336,6	344,3	394,6
PKB	% r/r	6,7	4,9	1,4	2,0	0,8	1,1	1,7	1,9	2,0	1,8	1,7	2,5
Popyt krajowy	% r/r	8,6	5,5	-1,3	2,8	-1,5	-2,1	-1,5	-0,2	3,1	3,3	2,4	2,6
Spożycie indywidualne	% r/r	5,0	5,4	2,0	1,5	3,3	1,7	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	17,6	8,1	-4,5	3,0	1,0	-3,0	-4,0	-8,0	-3,0	2,0	5,0	5,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	9,7	3,5	-4,2	2,1	-10,0	-6,7	-1,3	1,2	0,4	3,0	3,0	2,2
Sprzedaż detaliczna realnie	% r/r	14,0	9,6	1,6	1,2	0,4	1,4	3,7	0,9	-0,2	2,0	1,4	1,7
Stopa bezrobocia ^a	%	11,2	9,5	12,2	13,3	11,1	10,6	10,9	12,2	13,3	12,5	12,5	13,3
Place realne brutto ^c	% r/r	6,7	5,9	0,7	0,7	3,2	0,2	0,5	-0,4	-1,7	0,8	1,6	2,3
Zatrudnienie ^c	% r/r	4,6	4,8	-1,3	-2,1	0,1	-1,0	-1,8	-2,5	-2,9	-2,2	-1,9	-1,5
Eksport (w euro) ^b	% r/r	13,4	14,2	-18,3	3,3	-22,2	-24,8	-20,5	-3,8	-2,0	1,0	2,5	11,0
Import (w euro) ^b	% r/r	19,5	17,2	-26,6	6,6	-28,2	-33,4	-28,0	-15,7	3,0	7,0	6,0	10,0
Bilans handlowy ^b	mln EUR	-12 369	-17 724	-2 933	-6 373	-744	-360	-840	-989	-1 944	-1 821	-1 779	-829
Rachunek bieżący ^b	mln EUR	-14 696	-18 302	-1 917	-3 673	-30	-845	-503	-539	-1 344	-1 121	-879	-329
Rachunek bieżący ^b	% PKB	-4,7	-5,1	-0,6	-1,0	-4,0	-2,9	-2,0	-0,6	-1,0	-1,0	-1,1	-1,0
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-1,9	-3,6	-5,9	-6,7	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2,5	4,2	3,5	2,3	3,3	3,7	3,5	3,4	3,0	2,0	1,9	2,4
Inflacja (CPI) ^a	% r/r	4,0	3,3	3,7	2,4	3,6	3,5	3,4	3,7	2,4	1,9	2,2	2,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,0	2,2	3,2	-1,7	4,9	4,2	2,2	1,4	-2,1	-2,3	-1,3	-0,9
Podaż pieniądza (M3) ^a	% r/r	13,4	18,6	5,3	4,0	17,5	14,4	9,7	5,3	4,0	3,7	4,7	4,0
Zobowiązania ^a	% r/r	14,5	20,6	5,2	3,3	19,4	15,9	10,9	5,2	2,6	2,3	2,8	3,3
Należności ^a	% r/r	29,9	36,0	3,9	4,0	34,5	26,8	18,6	3,9	-1,0	0,0	0,2	4,0
USD/PLN	PLN	2,77	2,41	3,12	2,71	3,45	3,27	2,94	2,81	2,69	2,71	2,72	2,72
EUR/PLN	PLN	3,78	3,52	4,33	3,90	4,50	4,45	4,20	4,15	3,98	3,93	3,87	3,82
Stopa referencyjna ^a	%	5,00	5,00	3,50	4,00	3,75	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	4,00	4,00
Stopa lombardowa ^a	%	6,50	6,50	5,00	5,50	5,25	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,50	5,50
WIBOR 3M	%	4,73	6,36	4,41	4,19	4,83	4,44	4,20	4,16	4,08	4,05	4,19	4,43
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,69	6,26	4,54	4,29	4,75	4,81	4,33	4,25	4,25	4,10	4,30	4,50
Rentowność obligacji 2L	%	5,23	6,22	5,20	5,21	5,26	5,46	4,98	5,10	5,23	5,05	5,20	5,35
Rentowność obligacji 5L	%	5,52	6,15	5,67	5,72	5,50	5,85	5,61	5,70	5,78	5,65	5,70	5,75
Rentowność obligacji 10L	%	5,56	6,06	6,11	6,03	5,86	6,27	6,15	6,15	6,13	6,00	6,00	6,00

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

^a wartość na koniec okresu; ^b dane nt. bilansu płatniczego wg transakcji; ^c w sektorze przedsiębiorstw

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 10.11.2009 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

Cezary Chrapek 022 586 83 42

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Gdańsk

Długie Ogrody 10

80-765 Gdańsk

tel. 058 326 26 40

fax 058 326 26 42

Kraków

Rynek Główny 30/8

31-010 Kraków

tel. 012 424 95 01

fax 012 424 21 41

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.