

### W tym miesiącu:

Temat miesiąca	2
<b>Wyzwania demograficzne *</b>	
Gospodarka Polski	5
Pod lupą: polityka pieniężna	7
Pod lupą: polityka fiskalna	9
Rynek walutowy	10
Rynek stopy procentowej	11
Monitor rynku	12
Kalendarz makroekonomiczny	13
Dane i prognozy ekonomiczne	14

### Maciej Reluga

Główny Ekonomista  
22 586 8363

### Piotr Bielski

22 586 8333

### Agnieszka Decewicz

22 586 8341

### Marcin Luziński

22 586 8362

### Marcin Sulewski

22 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

## EBC działa, RPP ospała

▪ Europejski Bank Centralny wykorzystał czas od ostatniego posiedzenia na opracowanie sposobu wsparcia państw z peryferii strefy euro. Natomiast polska Rada Polityki Pieniężnej wciąż czeka, choć sytuacja gospodarcza wydaje się jasno sugerować działania (oczywiście nie takie i nie w takiej skali jak w EBC).

▪ Plan zakupu papierów rządowych przez EBC - nieograniczony w skali, skupiający się na krótkim końcu krzywej obligacji, warunkowy, sterylizowany - został pozytywnie odebrany przez rynki. Utrzymanie się optymizmu będzie zależało od wyroku niemieckiego Trybunału Konstytucyjnego odnośnie ESM oraz od warunków uzależniających rozpoczęcie zakupów obligacji przez bank centralny. Z pewnością istotną będzie też decyzja Fed odnośnie kolejnej fazy ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej, szczególnie w kontekście słabych danych z amerykańskiej gospodarki. Biorąc pod uwagę istotną skalę niepewności odnośnie wydarzeń politycznych w strefie euro w najbliższym czasie, nie zmieniamy jak na razie naszych prognoz kursowych (EURPLN ok. 4,20 na koniec tego roku, 4,15 średniorocznie w 2013).

▪ Rada Polityki Pieniężnej zrobiła absolutne minimum, czyli zmieniła ton komunikatu na bardziej gołębi, bo przecież utrzymywanie możliwości dalszych podwyżek wyglądałoby dość groteskowo. Naszym zdaniem, zbyt długo od rzeczywistości gospodarczej trudno będzie Radzie uciekać i spodziewamy się trzech obniżek stóp procentowych po 25 pkt bazowych w ciągu najbliższych kilku miesięcy. Najbliższy ruch powinien nastąpić już w październiku, bo kolejne dane potwierdzą spowolnienie i niewielką presję inflacyjną (więcej szczegółów na str. 7-8).

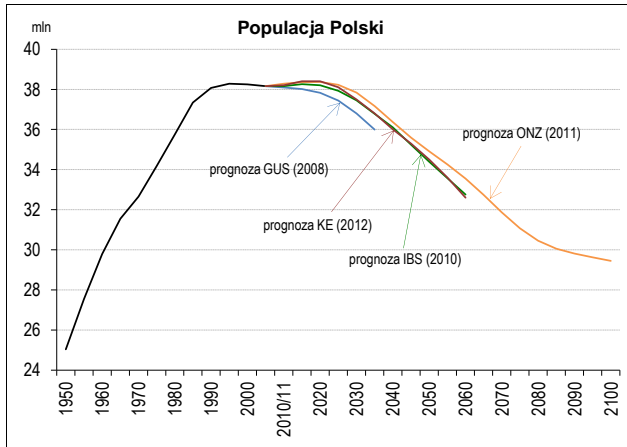
▪ Nasza prognoza tempa wzrostu gospodarczego w drugim kwartale (2,6%) była najniższa na rynku, a rzeczywistość okazała się jeszcze bardziej pesymistyczna (2,4%). Dość dobre dane lipcowe okazały się, naszym zdaniem, tylko chwilowym ożywieniem aktywności i już najbliższe informacje z gospodarki przyniosą kontynuację spowolnienia, które jeszcze się nasili w statystykach wrześniowych. W sumie, już w trzecim kwartale gospodarka będzie rosła w tempie poniżej 2%, a na przełomie roku może być ono zbliżone nawet do 1%. Nasz kwartalny zegar koniunktury (wykres obok) pokazuje, że gospodarka weszła w fazę recesyjną (dane miesięczne wskazywały to już jakiś czas temu). Niewątpliwie, gorsza sytuacja gospodarcza stanowi wyzwanie dla działań rządu, a ścieżka konsolidacji fiskalnej wymaga rewizji. Nie sądzimy jednak, aby zmiana założeń deficytu na przyszły rok miała spowodować odwrócenie inwestorów od polskiego rynku obligacji i odpływ kapitału. W najbliższym czasie możliwy jest nawet dalszy spadek rentowności obligacji krótkoterminowych na skutek słabych danych i spadku inflacji, gdyż rynek zapewne przereaguje jeśli chodzi o wycenę możliwych zmian stóp przez RPP.

▪ W tym miesiącu proponujemy również oderwanie się od krótkoterminowych zagadnień gospodarczych i rynkowych i spojrzenie na polską gospodarkę w dalszym horyzoncie. Temat miesiąca pokazuje podstawowe trendy w zakresie demografii i wyzwania stojące przed polityką gospodarczą z tym związane.

Na rynku finansowym 7 września 2012 r.:					
Stopa depozytowa NBP	3,25	WIBOR 3M	4,96	EURPLN	4,1275
Stopa referencyjna NBP	4,75	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	4,05	USDPLN	3,2578
Stopa lombardowa NBP	6,25	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	4,24	CHFPLN	3,2670

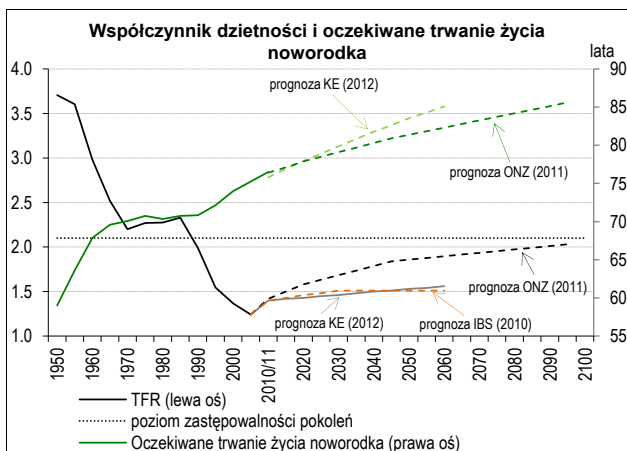
\*Temat miesiąca powstał przy współpracy Marcina Chrostowskiego, studenta SGH, w ramach letniego stażu w BZWBK. Raport został oparty na informacjach dostępnych do 07.09.2012 r.

## Temat miesiąca: Wyzwania demograficzne \*



### Spadek liczebności populacji jest nieunikniony

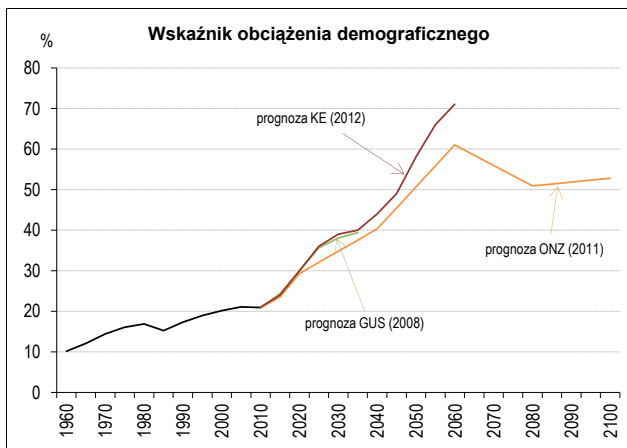
- W horyzoncie najbliższych kilkudziesięciu lat spadek liczby ludności w Polsce wydaje się nieunikniony. Jeszcze przez kilka lat liczba mieszkańców Polski może rosnać, później zacznie spadać i osiągnie poziom 32-34 mln osób w 2060 r. Pod koniec XXI w. liczebność może zacząć się stabilizować w okolicach 29 mln osób.
- Spadek liczebności populacji ma związek z tzw. drugim przejściem demograficznym, wywołanym m.in. poprawą warunków życia i zmianami kulturowymi. Oznacza ono m.in. spadek dzietności, wydłużenie trwania życia, nasilenie migracji.
- Spadek dzietności i wydłużanie trwania życia prowadzi do starzenia się społeczeństwa, które polega na zwiększeniu odsetka osób starszych w populacji.
- Ma to znaczenie dla gospodarki ze względu na zależność wysokości płaconych przez jednostkę do budżetu państwa składek i podatków oraz pobieranych z niego świadczeń od jej wieku.



### Umiarkowany wzrost dzietności i wydłużenie trwania życia

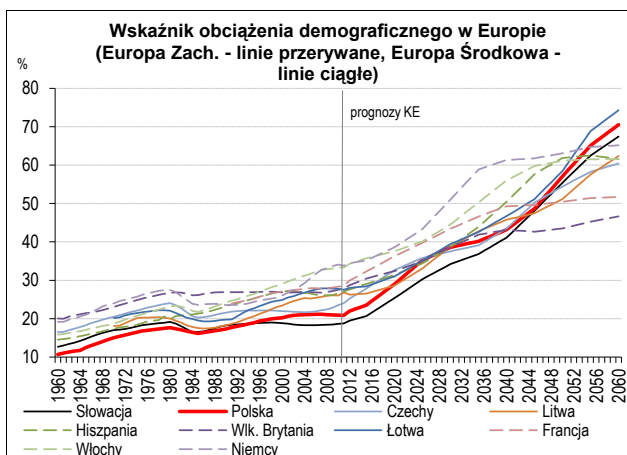
- Od lat 80. w Polsce współczynnik dzietności (TFR, total fertility rate, współczynnik określający liczbę urodzonych dzieci przypadających na kobietę w wieku rozrodczym: 15-49 lat) utrzymuje się poniżej poziomu zastępowalności pokoleń (2,1). W 2010 r. wyniósł niespełna 1,4, co jest jednym z najniższych poziomów w Europie. Spadek dzietności w Polsce w znacznym stopniu wynikał ze zmiany modelu rodziny. Prognozowany jest wzrost TFR do 1,51-1,56 w 2060 r. Jednak nawet najbardziej optymistyczna prognoza (ONZ) nie przewiduje przekroczenia poziomu 2,1 przez współczynniki dzietności do 2100 r.

- Przeciętne oczekiwane trwanie życia noworodka wzrosło z 59 lat w 1950 r. do ok. 76 lat w 2010 r. Prognozowany jest dalszy wzrost tego wskaźnika z 71,7 do 82,4 dla mężczyzn oraz z 80,1 do 87,9 dla kobiet w okresie 2010-60.



### Wzrost wskaźnika obciążenia demograficznego osobami starszymi

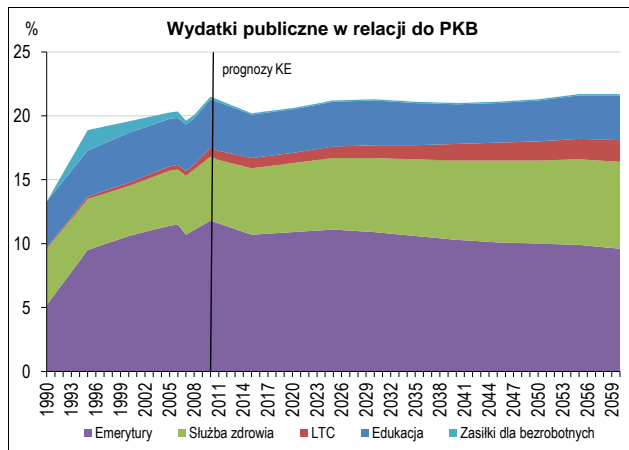
- W związku z powyższymi trendami społeczeństwo będzie podlegać procesowi starzenia. Przewiduje się, że w latach 2007-2035 odsetek osób powyżej 65 roku życia wzrośnie z 13,5% do 23,2%, co będzie miało wpływ np. na wysokość publicznych wydatków związanych ze zdrowiem, gdyż jednostkowe koszty opieki zdrowotnej są najwyższe w końcowym okresie życia.
- Wzrost udziału osób starszych spowoduje wzrost współczynnika obciążenia demograficznego osobami starszymi (stosunek liczby osób w wieku 65+ do liczby osób w wieku 20-64) z ok. 25% do 46% w 2035 r. i 71% w 2060 r. Jest to istotne przede wszystkim z punktu widzenia systemu emerytalnego, gdyż ten współczynnik jest przybliżeniem stosunku liczby osób pobierających świadczenia i liczby osób opłacających składki.



### Polskie społeczeństwo będzie starzeć się szybciej niż na Zachodzie

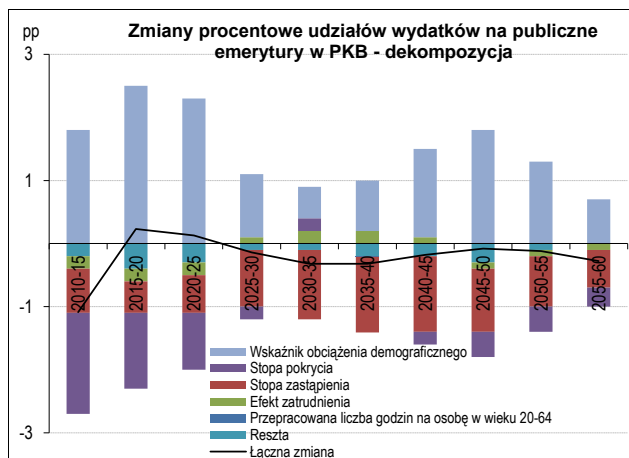
- Tempo starzenia się społeczeństwa (mierzone wskaźnikiem obciążenia demograficznego) w krajach Europy Zachodniej zacznie wygasać w latach 30. XXI w. Natomiast w krajach UE w Europie Środkowo-Wschodniej tempo to będzie ciągle wysokie. Jednocześnie stosunek liczby osób w wieku poprodukcyjnym do liczby osób w wieku produkcyjnym m.in. w Polsce przekroczy poziom dla największych gospodarek Europy Zachodniej w połowie XXI w.
- O ile nie nastąpią istotne zmiany wynikające np. ze zmian polityki rządu, starzenie się społeczeństwa w Polsce będzie szybsze niż w Europie Zachodniej m.in. ze względu na różnice w saldzie migrantów i mniejszą skalę wydatków na działania, które mają przeciwdziałać starzeniu się społeczeństwa, w Polsce niż w Europie Zachodniej.

# Temat miesiąca: Wyzwania demograficzne



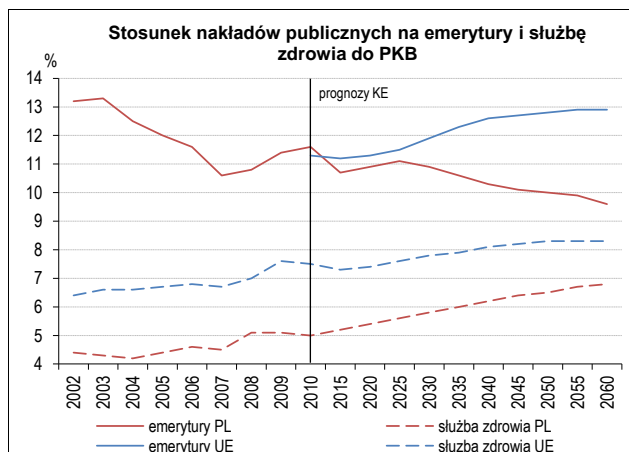
## Wydatki na emerytury publiczne będą spadać

- Wskaźnik obciążenia demograficznego wpływa na wysokość nakładów państwa na publiczne emerytury.
- Komisja Europejska prognozuje, że nakłady państwa na emerytury w relacji do PKB w Polsce będą spadać i osiągną poziom 9,6% w 2060 r. w porównaniu z poziomem 11,8% w 2010 r. Wpływ na spadek wydatków ma m.in. fakt, że w Polsce obowiązuje system emerytalny o ustalonej składce, a nie o ustalonej wysokości świadczenia oraz częściowe przejście na prywatny system emerytalny.
- Prognozy te nie uwzględniają podniesienia wieku emerytalnego do 67 lat w okresie do 2020 r. (mężczyźni) i 2040 r. (kobiety), a także zmian ograniczających uprawnienia emerytalne służb mundurowych (obie ustawy zostały podpisane przez prezydenta w czerwcu 2012 r.), które dodatkowo zmniejszają wydatki na emerytury (szczegóły nt. wpływu reformy na następnej stronie).



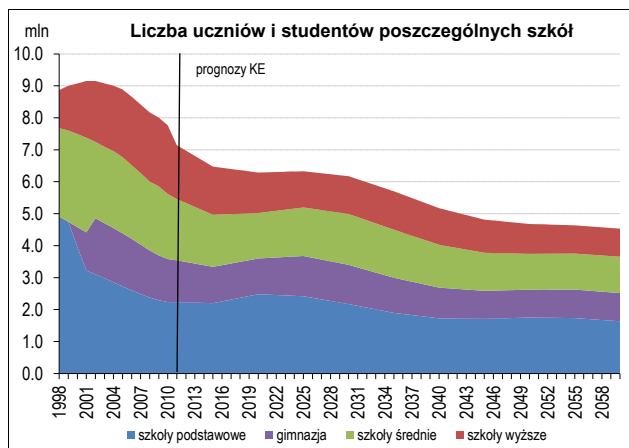
## Przyczyny spadku wydatków na emerytury

- Wydatki na emerytury publiczne w stosunku do PKB w Polsce mają spadać w większości okresów. Dodatni wpływ na wzrost nakładów ma przewidywany wzrost wskaźnika obciążenia demograficznego, natomiast negatywny zmiana tzw. stopy pokrycia (stosunek liczby wypłacanych emerytur do liczby osób w wieku 65+) oraz stopy zastąpienia (stosunek przeciętnej emerytury do przeciętnej wynagrodzenia).
- Polska jest w stosunkowo dobrej sytuacji biorąc pod uwagę system emerytalny, gdyż jest gospodarką wschodzącą, co jest połączone korzystniejszym etapem rozwoju gospodarczego i relatywnie niskim stosunkiem publicznych wydatków emerytalnych do PKB. Warto jednak podkreślić, że w przypadku Polski istnieje ryzyko, że wydatki będą faktycznie wyższe niż prognozowane ze względu na ryzyko związane z brakiem politycznej akceptacji istotnych spadków stopy zastąpienia.



## Wzrost wydatków publicznych na służbę zdrowia

- Postępujący proces starzenia się społeczeństwa implikuje wzrost nakładów związanych z opieką medyczną w stosunku do PKB. Według KE wydatki na służbę zdrowia powiększą się o 1,9 pkt. proc. PKB do 2060 r. Ma to związek ze zwiększającym się udziałem osób starszych w populacji, co prowadzi do rosnącej zachorowalności na schorzenia związane z zaawansowanym wiekiem.
- Warto zwrócić uwagę na fakt, że zagadnienie wydatków na opiekę zdrowotną jest często niedoceniane. W związku z tym politycy częściej zajmują się reformowaniem systemów emerytalnych, a nie zajmują się w takim stopniu zmienianiem systemów służby zdrowia.

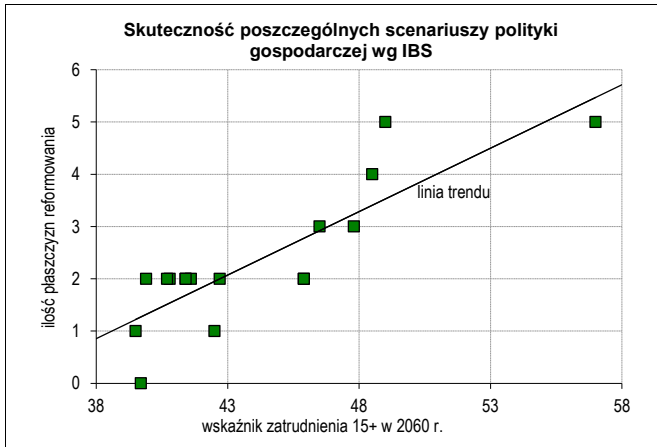


## Publiczne wydatki na LTC będą rosnąć, na edukację spadać

- Rosnący odsetek osób starszych w populacji będzie także oddziaływać na sektor LTC (*long-term care*, opieka nad osobami chronicznie chorymi i niepełnosprawnymi), który w Polsce na razie jest finansowany głównie ze środków prywatnych i dominuje w nim opieka nieformalna. Jednak wydaje się bardzo prawdopodobne, że popyt na świadczenia zapewniane przez państwo będzie rósł. Oczekiwany jest wzrost wydatków publicznych w sektorze LTC z 0,7% PKB w 2010 r. do 1,7% PKB w 2060 r.
- Ponadto, zmiany demograficzne znajdują odzwierciedlenie w nakładach publicznych na edukację. Prognozowany jest spadek tych nakładów w stosunku do PKB w okresie 2010-2060 z 3,9% do 3,5%. Będzie on wynikał ze zmniejszającej się liczby uczniów i studentów wszystkich rodzajów szkół w horyzoncie prognozy.

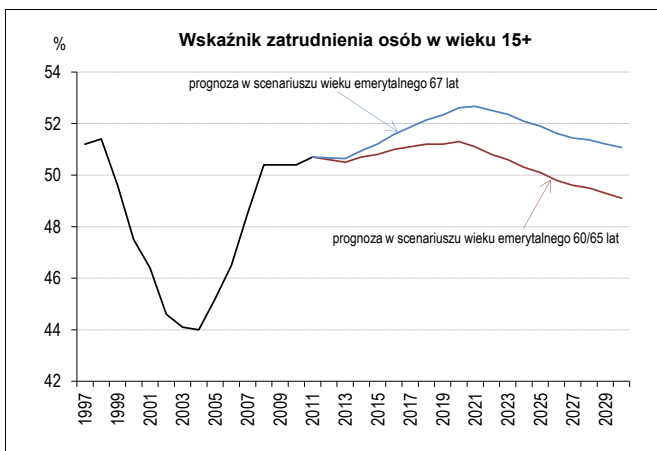
Źródło: GUS, Eurostat, KE

## Temat miesiąca: Wyzwania demograficzne



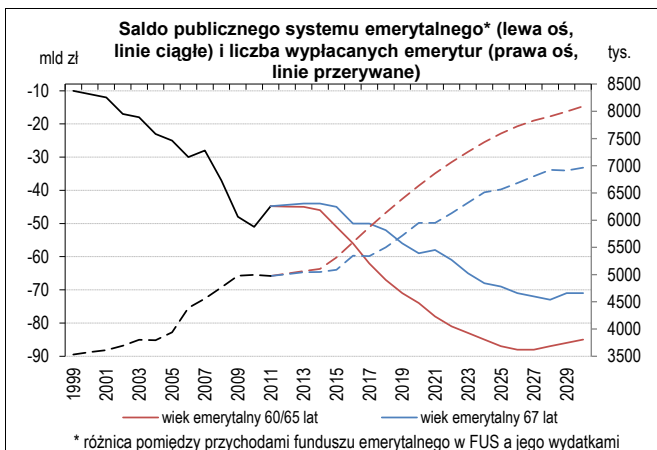
### Reformy powinny być wielopłaszczyznowe

- Polityka gospodarcza rządu powinna odpowiadać na zmiany demograficzne kompleksowo. Tylko wielopłaszczyznowe, skoordynowane ze sobą i przeprowadzone jak najwcześniej reformy umożliwiają utrzymanie potencjalnego wzrostu PKB na poziomie podobnym do bieżącego. Wykres obok prezentuje związek pomiędzy liczbą płaszczyzn reformowania zgodnie z poszczególnymi scenariuszami polityki gospodarczej (wybranymi przez IBS) a wskaźnikiem zatrudnienia 15+ w 2060 r.
- Reformy powinny dotyczyć następujących obszarów: podniesienia wieku emerytalnego, aktywizacji osób praktycznie we wszystkich grupach wiekowych, działań na rzecz wzrostu dzietności kobiet, osiągnięcia dodatniego salda migracji netto do Polski.



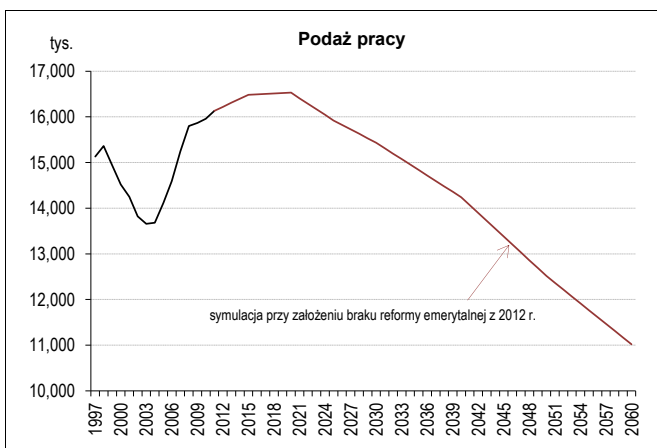
### Wyższy wiek emerytalny to wyższa aktywność i zatrudnienie

- Zgodnie z analizą IBS podniesienie wieku emerytalnego, które zostało uchwalone w tym roku, spowoduje wzrost wskaźnika aktywności zawodowej w porównaniu ze scenariuszem wieku 60/65 lat. Zdecydowana większość dodatkowych aktywnych znajdzie zatrudnienie (w horyzoncie kilkunastu lat będzie o około 0,5 mln więcej pracujących). Liczba bezrobotnych wzrośnie tylko w niewielkim stopniu (o 0,1 mln osób). Wzrost zatrudnienia w wyniku wzrostu aktywności zawodowej jest powszechny w przypadku krajów podnoszących wiek emerytalny ze względu na wydłużanie okresu aktywności zawodowej oraz obniżania się ryzyka opuszczenia rynku pracy przez osoby w wieku 50+.
- Stopa bezrobocia wzrośnie wg szacunków IBS jedynie nieznacznie (maksymalnie o 0,06 pp.). W wyniku reformy emerytalnej aktywność zawodowa wzrośnie o 2,2 pp. do 2030 r., a wskaźnik zatrudnienia o 2,0 pp.



### Poprawa salda systemu emerytalnego

- Wg szacunków IBS w wyniku uchwalonego podniesienia wieku emerytalnego w ciągu 10 lat można oczekiwać o 1 mln mniej wypłacanych emerytur oraz poprawy salda systemu emerytalnego (mniej wypłacanych świadczeń plus wyższe przychody ze składek) o prawie 20 mld zł (ceny stałe) w latach 2021-22, a później korzyść będzie mniejsza – różnica będzie wynosić kilkanaście mld zł. Spadek osiągniętych korzyści wynika z faktu, że wraz z wyższym wiekiem emerytalnym wypłacane świadczenia będą coraz wyższe.
- Oczekiwane są wyższe przychody z podatków, co wynika z wyższego zatrudnienia, wyższej konsumpcji i PKB (3,1 mld zł więcej przychodów w 2020 r. i 14,4 mld zł więcej w 2030 r.).
- Uchwalone zmiany wieku emerytalnego poprawią więc sytuację, ale nie zatrzymają tendencji wywołanych zmianami demograficznymi (liczba emerytów i deficyt systemu emerytalnego będą rosnąć).

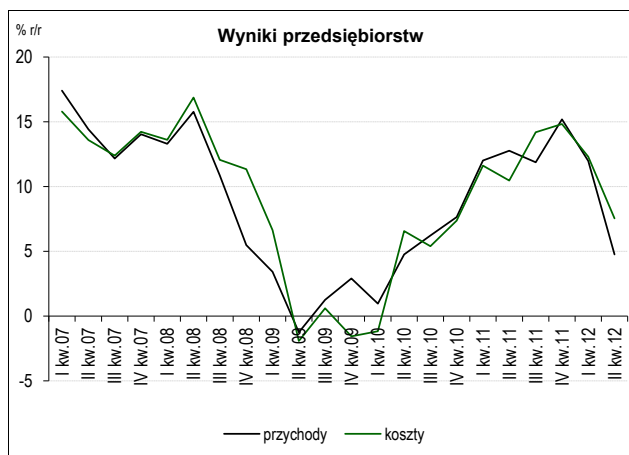
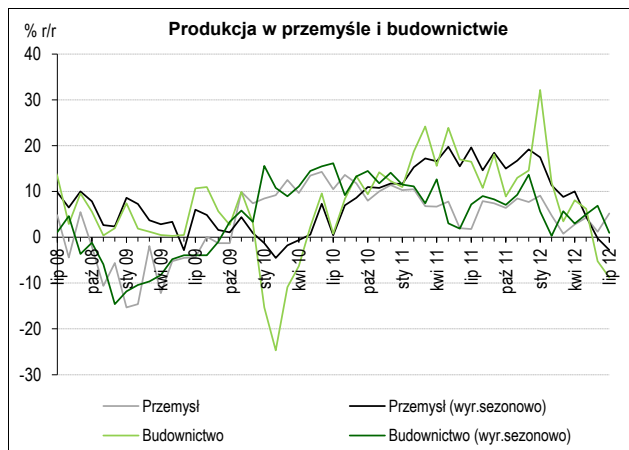
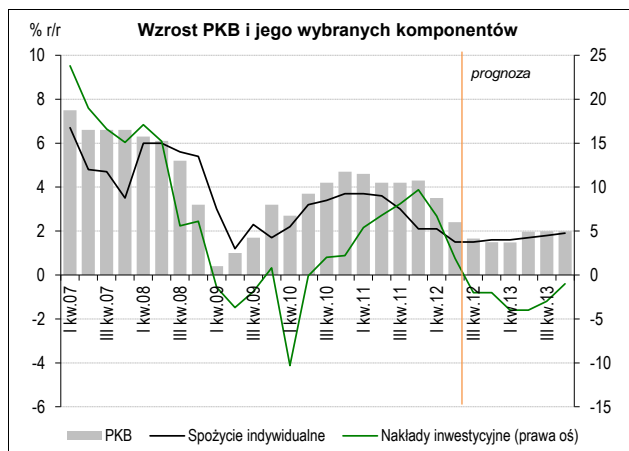
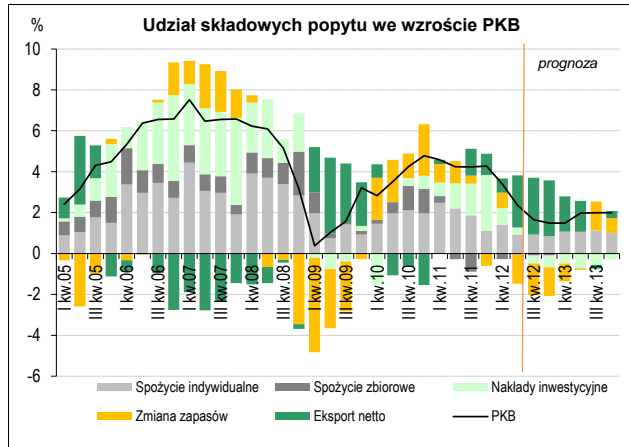


### Brak zmian spowoduje spowolnienie wzrostu gospodarczego

- Wyniki badania IBS wskazują na to, że w scenariuszu nieprzeprowadzenia reform emerytalnych z 2012 r. nominalna wartość PKB będzie niższa niż w hipotetycznym scenariuszu stałych populacji i zatrudnienia w całym horyzoncie prognozy o ponad 7% w 2060 r. (konsumpcja będzie o ponad 9% niższa). Oznacza to obniżenie stopy wzrostu gospodarczego (w latach 40. i 50. XXI w. o ok. 0,25 pkt. proc.). Wskazuje to na konieczność przeprowadzenia odpowiednich reform, które będą przeciwdziałać obniżeniu wzrostu gospodarczego.
- Powyższe negatywne tendencje będą wywołane spadkiem podaży pracy, który według obliczeń IBS do 2060 r. wyniesie 5 mln osób, co wpłynie na spadek aktywności ekonomicznej i zatrudnienia osób w wieku 15+.

Źródło: Eurostat, IBS, MF, OECD, Rada Gospodarcza, ZUS

## Gospodarka Polski

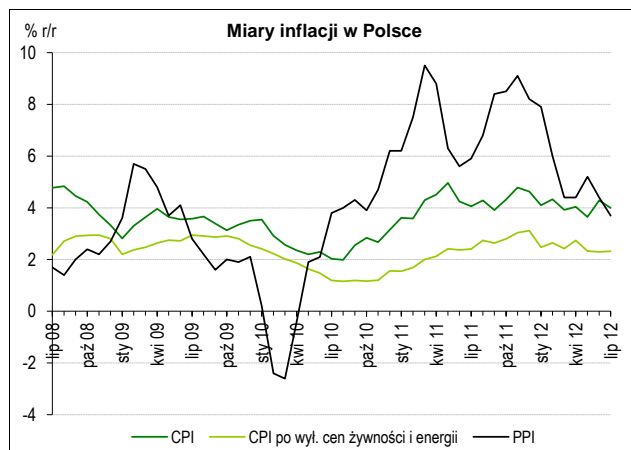
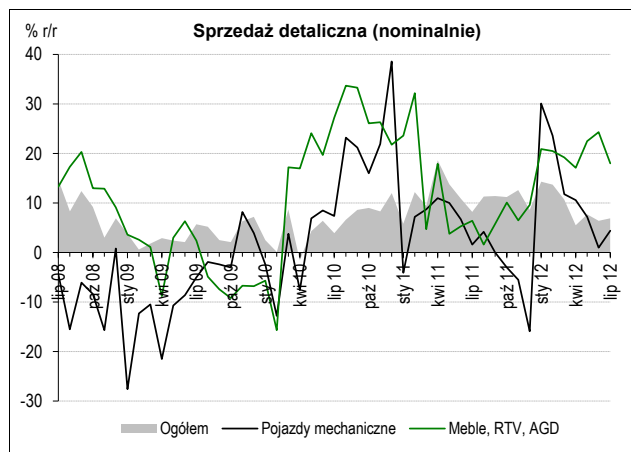
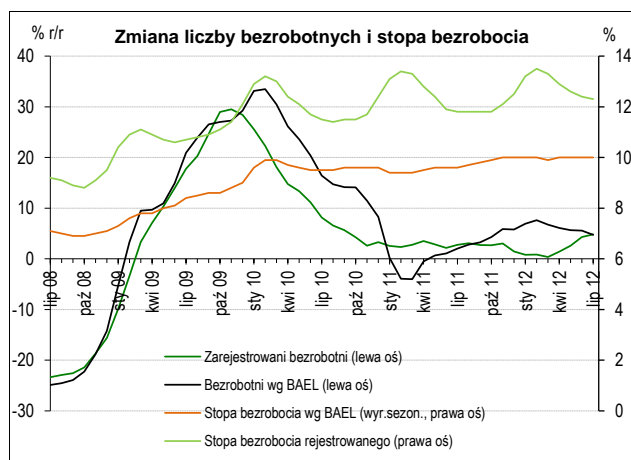
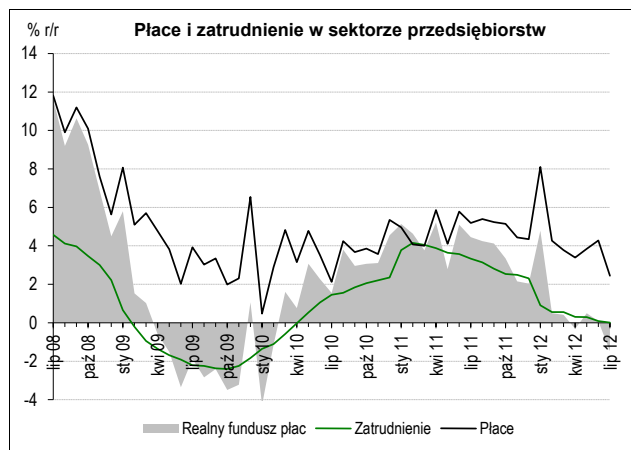
**Oczekujemy dalszego spowolnienia – zmiana prognoz**

- Wzrost PKB spowolnił w II kw. 2012 r. do 2,4% r/r i był najniższy od III kw. 2009. Dane okazały się słabsze nawet od naszej prognozy 2,6%, najbardziej pesymistycznej na rynku.
- Szczególnie silne okazało się wyhamowanie popytu krajowego, który w II kw. zanotował spadek o 0,2% r/r (po wzroście o 2,7% w I kw.). Wzrost konsumpcji indywidualnej osłabił się do 1,5% r/r (z 2,1% w I kw.). Wyraźnie wyhamował wzrost inwestycji brutto w środki trwałe – do 1,9% r/r z 6,7% w I kw. Warto zwrócić uwagę, że nastąpiło to w okresie przygotowań do EURO2012, kiedy (jak można sądzić) dynamika publicznych inwestycji infrastrukturalnych była wysoka. Sugeruje to, że poważnemu ograniczeniu już w II kw. w mogła ulec aktywność inwestycyjna sektora prywatnego.
- Ekspert netto miał dodatni wpływ na dynamikę PKB (2,6 pp wobec 0,7 pp w I kw.), gdyż mimo słabnącej dynamiki eksportu saldo wymiany z zagranicą uległo poprawie dzięki spadkowi importu – w II kw. zanotowano nawet nadwyżkę eksportu towarów i usług nad importem. Spowolnienie gospodarcze ma także przełożenie na zapasy (wkład we wzrost w II kw.: -1,5pp) – mniejszy import i mniejsza produkcja w obliczu słabych zamówień.
- Dane o PKB oraz inne nowe informacje z gospodarki wskazują, że sytuacja w II poł. roku może być gorsza niż zakładaliśmy. Wg nas w nadchodzących kwartałach inwestycje pokażą ujemną dynamikę (-2% r/r), na co złoży się ograniczenie projektów publicznych i wstrzymanie inwestycji sektora prywatnego. Wzrost konsumpcji prywatnej utrzyma się w okolicach 1,5% r/r, na czym zaważy słaba sytuacja na rynku pracy. To oznaczać będzie dalsze spowolnienie popytu krajowego. Skala hamowania wzrostu PKB będzie nieco łagodzona przez dodatni wkład eksportu netto.
- Spodziewamy się, że wzrost PKB spowolni do 1,7% r/r w III kw. i do 1,5% r/r w IV kw. W całym 2012 r. gospodarka urośnie o 2,2% a w 2013 o 1,9%.

**Pogorszenie sytuacji polskich przedsiębiorstw**

- Produkcja przemysłowa wzrosła w lipcu o 5,2% r/r (1,2% r/r w czerwcu). Wynik ten był pod wpływem jednego dnia roboczego więcej w porównaniu z lipcem 2011. Warto jednak zwrócić uwagę, że wzrost produkcji w ujęciu dostosowanym sezonowo również był solidny i wyniósł niemal 5% (w porównaniu z 3,5% w II kw.).
- Nie spodziewamy się, aby lipcowy wynik produkcji miał się powtórzyć w najbliższych miesiącach i podtrzymujemy nasze oczekiwania na dalsze wyhamowanie przemysłu. Ta prognoza jest wspierana przez dane o indeksie PMI dla polskiego sektora przemysłowego, który zanotował w sierpniu spadek do 48,3 pkt. z 49,7 pkt w lipcu. Indeksy dla produkcji i nowych zamówień są w wyraźnym trendzie spadkowym i zapewne utrzymają się poniżej neutralnej granicy 50 pkt. przez najbliższe miesiące.
- W kontraście do niezłych danych o przemyśle w lipcu, bardzo rozczarowała produkcja budowlano-montażowa, gdzie odnotowano spadek o 8,8% r/r (po spadku o 5,2% w czerwcu). Spadek nastąpił również po uwzględnieniu wahań sezonowych (o 2,8% r/r) i we wszystkich działach sektora budowlanego. Naszym zdaniem fatalna sytuacja w budownictwie będzie utrzymywała się przez kilka najbliższych kwartałów, na czym zaważą kłopoty finansowe firm budowlanych i mniejsza liczba zamówień.
- Nasze oczekiwania co do sektora produkcyjnego są wspierane przez słabe dane o wynikach przedsiębiorstw niefinansowych w II kw. Roczny spadek zysku netto wyniósł prawie 34% (najwięcej od I kw. 2009) wobec wzrostu o 7,3% w I kw. Mocno wyhamował wzrost przychodów (do 4,8% r/r z 12% r/r w I kw.).
- W otoczeniu spadających zamówień i gorszej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa będą zapewne dalej zmniejszać swoją działalność inwestycyjną, ograniczać wzrost płac i zatrudnienia.

## Gospodarka Polski

**Kiepska sytuacja na rynku pracy**

▪ Dane dotyczące wynagrodzeń i zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w lipcu okazały się najłabsze od ponad dwóch lat. Wzrost zatrudnienia spowolnił do 0,0% r/r z 0,1% r/r w czerwcu. Od początku roku w sektorze przedsiębiorstw ubyło już 22 tysiące etatów, a od szczytu w lipcu zeszłego roku – 47 tysięcy (gdyby pominąć styczeń, w którym GUS dostosowuje próbę statystyczną). Osłabienie wzrostu zatrudnienia było w znacznej mierze skutkiem spadku zatrudnienia w budownictwie, które zanotowało najgorszy lipcowy wynik od 10 lat.

▪ Wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw spowolnił do 2,4% r/r z 4,3% r/r w czerwcu. Zaburzenia tempa wzrostu wynagrodzeń (mocny wzrost w czerwcu i słaby w lipcu) wynikały głównie z przesunięć wypłat premii w górnictwie. W nadchodzących miesiącach dynamika płac wróci zapewne w okolice 3% r/r.

▪ Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w lipcu do 12,3% z 12,4% w czerwcu. Spadek bezrobocia jest zgodny z wzorcem sezonowym, ale w tym roku liczba bezrobotnych spadła w ciągu miesiąca jedynie o 11,2 tys. osób, co jest najłabszym wynikiem od 2002 r. (z pominięciem kryzysowego 2009 r.) – zwykle liczba bezrobotnych w lipcu jest o 20-40 tys. niższa niż w czerwcu.

▪ Dane na temat stopy bezrobocia wg BAEL za II kw. pokazały spadek do 9,9% z 10,5% w I kw. W ujęciu r/r liczba bezrobotnych była wyższa o 4,1%. Współczynniki aktywności zawodowej i zatrudnienia były jednak wyższe niż w 2011. Świadczy to o tym, że częściowo wzrost bezrobocia w II kw. w ujęciu rocznym był spowodowany aktywizacją osób nieaktywnych.

▪ Spodziewamy się, że popyt na pracę pozostanie słaby w nadchodzących kwartałach, ponieważ firmy nie będą decydować się na zatrudnianie nowych pracowników w obliczu słabnącej aktywności gospodarczej. Presja na wzrost płac również będzie niewielka.

**Wzrost konsumpcji pozostanie umiarkowany**

▪ Sprzedaż detaliczna w lipcu przyspieszyła do 6,9% (z 6,4% w czerwcu). W ujęciu realnym wzrosła o 3,4% r/r (2,6% r/r w czerwcu). Warto zauważyć, że III kw. rozpoczyna się nieco silniejszym wzrostem niż ten odnotowany w II kw., co mogłoby być dobrym prognostykiem dla konsumpcji prywatnej.

▪ Jednakże fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw realnie spadł w lipcu o 1,5% r/r, a raport NBP dotyczący sytuacji finansowej gospodarstw domowych pokazał spadek realnych dochodów do dyspozycji brutto o 1,9% r/r w I kw. oraz spadek stopy oszczędności poniżej zera. To oznacza, że gospodarstwa domowe „konsumowały” swoje oszczędności w reakcji na spadek dochodów, co pomogło utrzymać się wzrostowi konsumpcji powyżej 2% w I kw. Gospodarstwa zaczęły już jednak ograniczać wzrost konsumpcji i w kolejnych kwartałach pozostaną ostrożne w planowaniu wydatków.

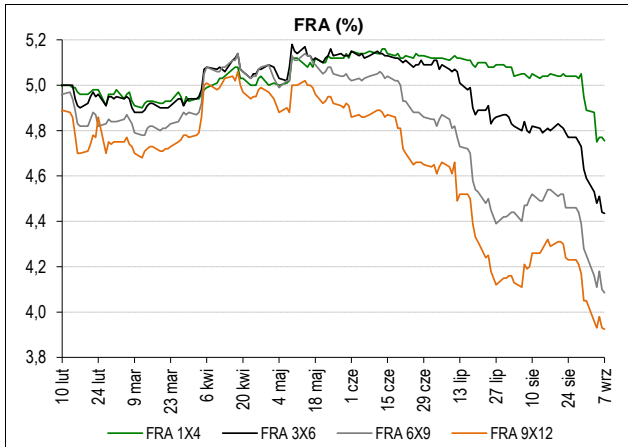
**Presja inflacyjna będzie się nadal obniżać**

▪ Stopa inflacji obniżyła się w lipcu do 4,0% r/r z 4,3% r/r w czerwcu. O spadku dynamiki CPI przesądziły ceny żywności, które spadły bardzo wyraźnie – aż o 2% m/m, co jest najmocniejszą lipcową przeceną od dekady. W porównaniu z czerwcem wyraźnie obniżyły się również ceny odzieży i obuwi oraz paliw (w obu kategoriach -2,4% m/m).

▪ Spodziewamy się, że w sierpniu inflacja CPI zanotuje dalszy spadek, do ok. 3,7% r/r, głównie pod wpływem spadających cen żywności. Do końca roku CPI obniży się w okolice 3% a w 2013 r. osiągnie cen inflacyjny RPP (2,5%).

▪ Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii pozostała w lipcu stabilna na poziomie 2,3% r/r, a inflacja PPI obniżyła się do 3,7% r/r. W nadchodzących miesiącach obie miary będą poruszały się w trendzie spadkowym.

## Pod lupą: polityka pieniężna

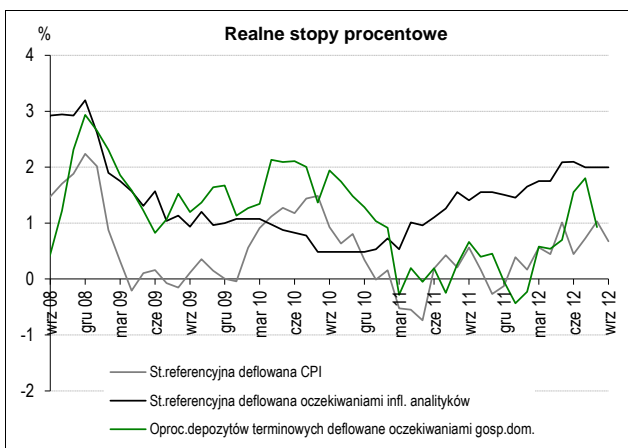
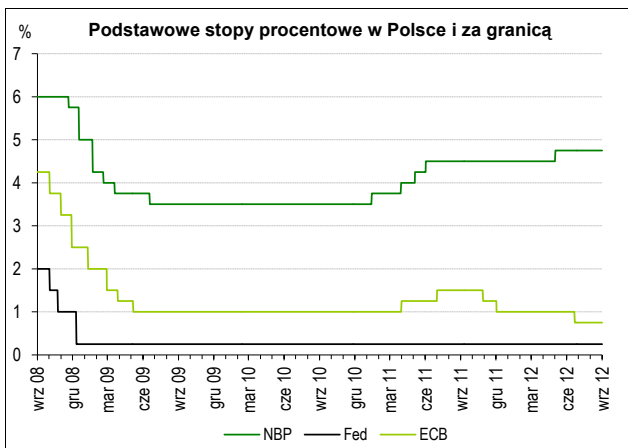


### Fragmety wrześniowego komunikatu RPP

Dane o PKB w Polsce wskazują, że wzrost gospodarczy w II kw. spowolnił silniej niż oczekiwano. Obniżeniu uległa zarówno dynamika konsumpcji, jak i tempo wzrostu inwestycji, w tym inwestycji przedsiębiorstw. Istotny ujemny wkład do wzrostu PKB miała zmiana stanu zapasów. Zmniejszyło się również tempo wzrostu eksportu, jednak ze względu na jednoczesny spadek importu wkład eksportu netto był głównym czynnikiem wzrostu PKB. Osłabieniu wzrostu gospodarczego towarzyszyło pogorszenie się wyników finansowych przedsiębiorstw.

W ocenie Rady, w najbliższych miesiącach inflacja będzie się stopniowo obniżać, czemu sprzyjać będzie wygasanie statystycznych efektów bazy w warunkach obniżającej się dynamiki popytu w gospodarce. Czynnikiem ryzyka dla obniżenia inflacji jest obserwowany w ostatnim okresie wzrost cen surowców na rynkach światowych. W średnim okresie spowolnienie wzrostu gospodarczego będzie sprzyjało powrotowi inflacji do celu.

Jeśli napływające informacje będą potwierdzały dalsze osłabienie koniunktury gospodarczej, a ryzyko nasilenia się presji inflacyjnej będzie ograniczone, Rada rozważy dostosowanie polityki pieniężnej.



Źródło: NBP, Reuters, BZ WBK

### Otwarte drzwi do obniżek

Rada Polityki Pieniężnej utrzymała we wrześniu stopy procentowe bez zmian, referencyjną na poziomie 4,75%. Decyzja była zgodna z oczekiwaniami ekonomistów (nikt nie prognozował cięcia w ankietach Parkietu i Reutersa), choć warto zauważyć, że rynek finansowy wycenił możliwość obniżki stóp już we wrześniu.

W komunikacie Rada złagodziła ton. Cóż, podtrzymywanie lipcowego stwierdzenia o możliwości dalszych podwyżek wyglądałoby raczej groteskowo. Jak powiedział Prezes NBP Marek Belka, ostatnie zdanie w komunikacie „otwiera możliwość obniżki stóp”. Ton komunikatu nie sugerował jednak jednoznacznie i nie zapowiadał obniżki stóp już w październiku (przynajmniej nie w taki sposób jak zapowiadał majową podwyżkę w kwietniu).

Zapewne decyzja na kolejnym posiedzeniu będzie zależała od nadchodzących danych. Ponieważ naszym zdaniem dane będą dość słabe i potwierdzą spowolnienie, to dajemy większą szansę na obniżkę na kolejnym posiedzeniu. Nie można jednak wykluczyć redukcji stóp dopiero w listopadzie, gdy RPP pozna nową projekcję PKB i CPI. Wówczas, opublikowane przed listopadowym posiedzeniem dane wrześniowe będą już tak kiepskie, że Rada raczej nie będzie miała wyjścia (a może wówczas obniży stopy nawet o 50pb).

Naszym zdaniem, obniżka stóp procentowych już teraz byłaby jak najbardziej zrozumiała, uzasadniona obecną i oczekiwaną sytuacją gospodarczą w zakresie PKB i inflacji. Najwyraźniej dla większości członków RPP bieżąca inflacja jest istotną przeszkodą żeby zdecydować się na obniżkę stóp. Po raz kolejny RPP wykazuje się polityką backward-looking pomimo tego, że większość prognoz (również projekcja NBP) wskazuje na spadek inflacji w średnim terminie.

Najwyraźniej RPP preferuje stopniowe zmiany parametrów niezależnie od tego, że perspektywy gospodarcze zmieniły się znacząco od ostatniego posiedzenia, które odbyło się w lipcu (co potwierdził Prezes NBP podczas konferencji).

Nie da się jednak zbyt długo uciekać od rzeczywistości ekonomicznej, więc utrzymujemy prognozę, że w IV kwartale stopa referencyjna spadnie o 50 pb i kolejne 25 pb w I kw. 2013.

Podsumowując, RPP zrobiła wymagane absolutne minimum – dostosowała ton komunikatu do zmieniającego się otoczenia gospodarczego. Najwyraźniej, spadający popyt krajowy to wciąż za mało, aby łagodzić politykę pieniężną i Rada potrzebuje więcej informacji. Naszym zdaniem, dane napływające w ciągu najbliższego miesiąca mogą skłonić Radę do obniżki w październiku, ale we wrześniu (przynajmniej do publikacji danych ze sfery realnej) możemy zobaczyć kontynuację korekty agresywnych obniżek wycenianych przez rynek, gdyż komunikat był jednak mniej „gołębi” niż spora część uczestników rynku (szczególnie tych wyceniających agresywne obniżki) zakładała.

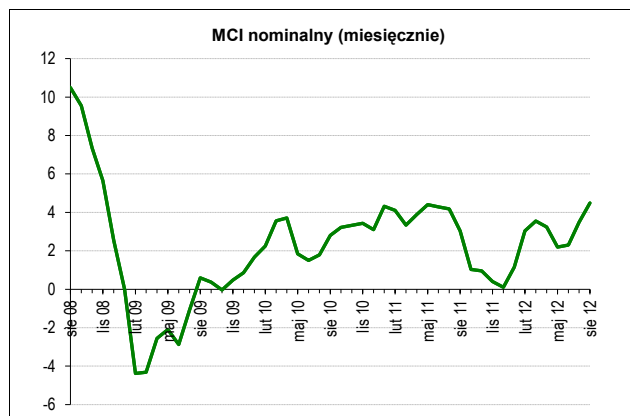
### Realne stopy procentowe są powyżej zera

Marek Belka podkreślił na konferencji prasowej, że Rada chciałaby, aby poziom realnych stóp procentowych w Polsce był dodatni. Trudno jednak uznać to za argument, ograniczający pole do działania RPP.

Biorąc pod uwagę przewidywany wyraźny spadek inflacji w horyzoncie roku – zarówno wg prognoz analityków rynkowych (mediana prognoz CPI na wrzesień 2013: 2,7%), jak i projekcji NBP – realne stopy procentowe są wyraźnie powyżej zera i rosną.

Również z punktu widzenia gospodarstw domowych, których oczekiwania inflacyjne są mocno adaptacyjne (w sierpniu wzrosły do 4,4%), realne stopy procentowe są niemal od początku tego roku wyraźnie dodatnie. Średnie ważone oprocentowanie depozytów dla osób prywatnych było w ostatnich miesiącach bliskie 5%, a depozytów terminowych nawet wyższe.

## Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



### MCI najwyżej od początku kryzysu

- W lipcu i sierpniu nominalny indeks restrykcyjności polityki pieniężnej MCI zanotował silne wzrosty, osiągając najwyższy poziom od listopada 2008 r.
- Tak znacząca zmiana wynikała przede wszystkim z umocnienia kursu złotego, który na przestrzeni dwóch miesięcy zyskał średnio ok. 5% do euro, przy utrzymaniu stawek rynku pieniężnego na stabilnym poziomie (wyraźniejszy spadek nastąpił pod koniec sierpnia w reakcji na dane o PKB i wzmocnienie oczekiwań na obniżki stóp, ale nie miało to dużego wpływu na wartość średniomiesięczną).
- W najbliższym czasie indeks MCI obniży się na skutek spadku rynkowych stóp rynkowych wzmocnionego dodatkowo łagodzeniem polityki pieniężnej oraz deprecjacją złotego.



Rzońca (1,10)

Kaźmierczak (1,10)

Gilowska (1,09)

Hausner (1,08)

Winiecki (1,07)

Zielińska-Głębocka (1,07)

Glapiński (1,07)

Belka (1,00)

Chojna-Duch (0,53)

Bratkowski (0,36)



Indeks przyjmuje wartości od 0 do 2. Za głosowanie zgodne z podjętą decyzją przyznawany jest 1 pkt., za głosowanie za bardziej jastrzębią decyzją niż podjęta przyznawane są 2 pkt., a za głosowanie za mniej jastrzębią decyzją niż podjęta przyznawane jest 0 pkt. Wartość indeksu dla danego bankiera centralnego to średnia ważona punktów za wszystkie głosowania. Ostatnie głosowania mają największą wagę, odległe w czasie – mniejszą.

Liczby przy nazwisku danego członka to wartości indeksu liczone od początku obecnej kadencji Rady i prezesa NBP.

Kierunek osi restrykcyjności wskazuje oczekiwany przez nas kierunek zmian stóp procentowych w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

### Dobre cechy polityki pieniężnej

Na konferencji prasowej po wrześniowym posiedzeniu Prezes Marek Belka powiedział, że jedną z dobrych cech polityki pieniężnej jest jej stabilność, przewidywalność i brak gwałtownych skoków. Oznacza to, że Rada widzi jakąś zaletę w fakcie utrzymywania stóp bez zmian. A może chodzi po prostu o to, że zaledwie 4 miesiące temu stopy zostały podwyższone? Cóż, niepotrzebną podwyżką w maju RPP nawarzyła sobie piwa, które w końcu trzeba będzie wypić (i stopy obniżyć), a wstrzymywanie się z tym ruchem nie sprawi, że będzie to przyjemniejsze. Wprost przeciwnie. Nie wydaje nam się, aby stopniowo trzeba było przygotowywać obserwatorów polityki pieniężnej na decyzje, których wszyscy powszechnie się spodziewają. No chyba, że Rada sama chce się na to przygotować... My bardziej zwrócilibyśmy uwagę na „najważniejszą cechę” polityki pieniężnej wspomnianą przez Prezesa Belkę na wrześniowej konferencji – „opieranie decyzji na średnioterminowych perspektywach”. Nie możemy się oprzeć wrażeniu, że trochę tego ostatnio brakuje.

### Kto będzie gotów poprzeć obniżkę stóp procentowych?

Wśród członków Rady Polityki Pieniężnej są członkowie skłonni do obniżenia stóp procentowych. Już na lipcowym posiedzeniu, po którym Rada nie wykluczyła dalszych podwyżek, głosowane były dwa wnioski o obniżki stóp. Pokazuje to jak bardzo RPP jest podzielona w swoich opiniach. Naprawdę ciekawie byłoby gdyby na tym samym posiedzeniu zgłoszone były wnioski zarówno o podwyżkę jak i obniżkę stóp. W lipcu wniosek o obniżenie stóp o 50pb poparł tylko Andrzej Bratkowski, a wniosek o 25pb Andrzej Bratkowski i Elżbieta Chojna-Duch. Przedstawiony obok nasz indeks restrykcyjności członków RPP zawiera pewne modyfikacje metodologiczne - ostatnie głosowania mają największą wagę, a te bardziej odległe w czasie mniejszą. Indeks pokazuje, że naprawdę trudno jest ocenić, kto oprócz wspomnianej dwójki RPP (i ewentualnie jej przewodniczącego) mógłby poprzeć obniżki stóp. Co prawda, Andrzej Kaźmierczak wspominał ostatnio o znaczącym pogorszeniu perspektyw wzrostu gospodarczego, ale o obniżkach stóp nie wspominał, a jego wcześniejsze wypowiedzi raczej bardzo przywiązywały politykę pieniężną do bieżącego wskaźnika inflacji. O ile kilku członków RPP jest ostatnio bardzo aktywnych w udzielaniu komentarzy medialnych (nawet w okresie zastrzeżonym na tydzień przed posiedzeniem), to jednak wielu z nich, których głosy mogą być istotne dla zmiany równowagi, nie jest w ogóle aktywnych i trudno powiedzieć co myślą. Zakładamy jednak, że większość członków RPP nie pozostanie zbyt długo obojętna na dość jednoznaczne sygnały płynące z gospodarki.

### Brak dyskusji o zmianie celu inflacyjnego

Na konferencji Prezes NBP potwierdził również, że RPP dyskutowała nad Założeńiami Polityki Pieniężnej na rok 2013, stwierdzając, że nie pojawił się temat zmiany celu inflacyjnego. Co więcej, ujawnił, że tematu tego nie podniósł żaden z członków Rady. Jest to o tyle zaskakujące, że pod koniec sierpnia Elżbieta Chojna-Duch wspominała, że na wrześniowym posiedzeniu Rady będzie chciała przedyskutować zmianę celu inflacyjnego. Jej zdaniem obecny cel jest zbyt restrykcyjny i należy sprawić, „żeby ten cel był bardziej dopasowany do zmieniającego się otoczenia”. Najwyraźniej, łatwiej wyrażać takie poglądy w mediach niż na forum RPP. Nie uważamy, aby taki krok RPP był uzasadniony i wbrew temu, co sugeruje Chojna-Duch nie byłby to sygnał sprzyjający wiarygodności polityki pieniężnej. Zgadza się z prof. Andrzejem Sławińskim, dyrektorem Instytutu Ekonomicznego NBP, że „strategia celu inflacyjnego pozwala na elastyczne reagowanie”.



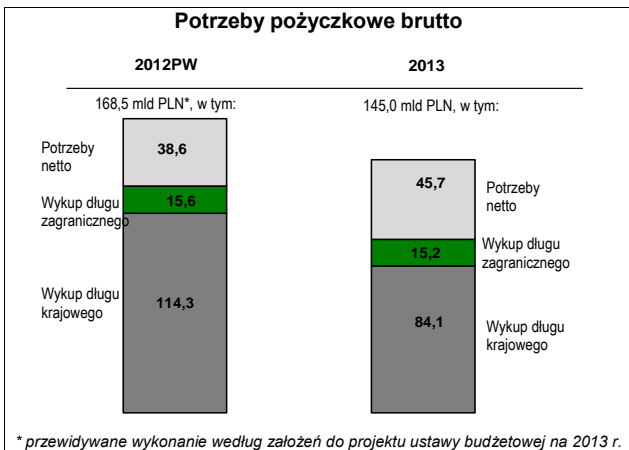
## Pod lupą: polityka fiskalna

### Założenia makroekonomiczne do projektu budżetu na 2013 r.

	2011	2012PW	2013	2014	2015
PKB (w mld zł)	1524,7	1612,7	1688,3	1769,5	1875,7
PKB (%)	4,3	2,5	2,2	2,5	3,5
Inflacja CPI (% , średnia)	4,3	4,0	2,7	2,3	2,5
Zatrudnienie w gosp. narodowej (% , średnia)	0,9	0,1	0,2	0,4	0,7
Wynagrodzenia w gosp. Narodowej (% , średnia)	5,4	4,4	4,6	4,6	5,2
Stopa bezrobocia (% , koniec okresu)	12,5	13,0	13,0	12,6	12,0
Kurs EURPLN (średnia)	4,12	4,21	4,05	3,87	3,72
Stopa referencyjna (% , średnia)	4,22	4,66	4,36	4,25	4,25

### Dochody i wydatki oraz saldo budżetu 2012-2013 r. (w mld zł)

	2012PW (1)	2013 (2)	Zmiana (2) / (1)
<b>Dochody, w tym:</b>	<b>292,44</b>	<b>299,39</b>	<b>102,4</b>
Dochody podatkowe	253,92	266,98	105,1
VAT	121,50	126,41	104,0
CIT	26,64	29,64	111,3
PIT	40,43	42,94	106,2
Dochody niepodatkowe	37,00	30,81	83,3
<b>Wydatki, w tym:</b>	<b>324,1</b>	<b>334,95</b>	<b>103,3</b>
Dotacje i subwencje	-	157,54	-
Obsługa długu SP	-	43,42	-
<b>Saldo budżetu</b>	<b>-31,7</b>	<b>-35,56</b>	<b>-</b>



	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	7.09	zmiana od 10.07.12	zmiana od 30.12.11	7.09	zmiana od 10.07.12	zmiana od 30.12.11
Polska	329	-50	-76	136	-69	-142
Czechy	97	-49	-79	104	-30	-68
Węgry	606	-62	-201	393	-108	-217
Grecja	2011	-445	-1355	37030	0	26799
Hiszpania	425	-121	98	369	-198	-7
Irlandia	418	-81	-248	390	-145	-344
Portugalia	666	-253	-506	533	-312	-636
Włochy	361	-97	-157	332	-170	-153
Niemcy	-	-	-	55	-40	-45

Źródło: Ministerstwo Finansów, GUS, Reuters, BZ WBK

### Projekt budżetu na 2013 r. w nowej odsłonie

- Rząd wstępnie przyjął projekt budżetu na 2013 r., który oparto na nowych założeniach, bardziej urealnionych i dostosowanych do bieżącej sytuacji i perspektyw gospodarczych w kraju i za granicą (tabela obok). Założenia wzrostu PKB można uznać za realistyczne, choć nasze prognozy na 2012-13 są nieco niższe.
- W obliczu spowolnienia gospodarczego, nie powinno być zaskoczeniem wydłużenie w czasie planu konsolidacji fiskalnej (do poniżej 3,5% PKB w tym roku i nieco niższego poziomu w przyszłym roku). Może się okazać, że wynik konsolidacji w Polsce będzie na tyle satysfakcjonujący dla KE, że w przyszłym roku zniesiona będzie procedura nadmiernego deficytu dla Polski.
- Pogarszające się perspektywy aktywności ekonomicznej mogą przekładać się na dalsze pogorszenie sytuacji na rynku pracy (spadek zatrudnienia, znaczące wyhamowanie dynamiki płac). Może to skutkować wyższym niż założono wzrostem bezrobocia.

### Realizacja dochodów obciążona ryzykiem

- Przyszłoroczny projekt budżetu zakłada dochody na poziomie prawie 300 mld zł (wzrost o 2,4% r/r), a wydatki na ok. 335 mld zł (wzrost o 1,9% r/r). Deficyt budżetowy na poziomie 35,6 mld zł jest o 3,6 mld zł wyższy niż wcześniej założono oraz nieco wyższy od przewidywanej realizacji na ten rok (31,7 mld zł).
- MF założyło wzrost dochodów podatkowych o 5,1% r/r, głównie w wyniku wzrostu CIT (o ok. 11%), PIT (o ok. 6%) oraz VAT (o 4,0%). Bieżące wyniki firm oraz oczekiwane spowolnienie gospodarcze powodują, że przewidywane przychody z CIT obciążone są dużym ryzykiem niższej realizacji. Dynamika VAT poniżej nominalnego wzrostu PKB jest próbą dostosowania do bieżących realiów, jednak i tutaj widzimy ryzyko dla niższej realizacji jeśli struktura wzrostu okaże się mniej sprzyjająca.
- Projekt budżetu na 2013 r. z wyższym deficytem budżetowym jest próbą zrównoważenia pomiędzy niższym wzrostem PKB a złagodzeniem ścieżki konsolidacji fiskalnej.

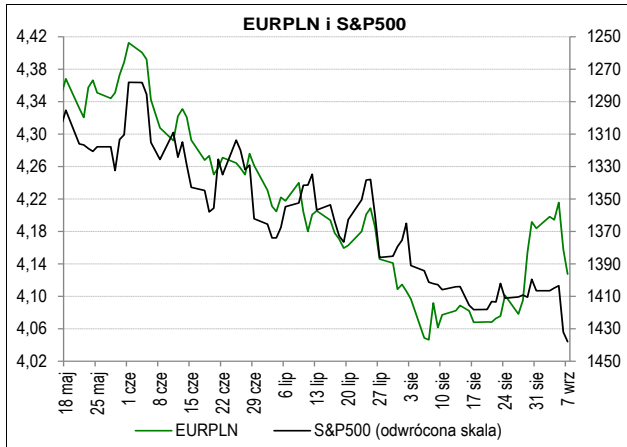
### Niższe wykupy obniżają potrzeby pożyczkowe na 2013 r.

- W 2013 r. potrzeby pożyczkowe brutto zaplanowano na ok. 145 mld zł wobec 168 mld zł planowanych w tym roku (spadek o 14%), głównie w wyniku niższych wykupów krajowego długu (spadek o ok. 26%). Nieco wyższe niż w tym roku są potrzeby pożyczkowe netto (45,7 mld zł wobec ok. 38 mld zł), co po części wiąże się z planowanymi pożyczkami dla FUS (4,8 mld zł).
- Potrzeby pożyczkowe netto (podobnie jak i w 2012) mają być finansowane głównie na rynku krajowym (25,5 mld zł). Ministerstwo zapewne elastycznie podejście do oferty na aukcjach (również na aukcjach zamiany), uzależniając ją od sytuacji rynkowej. Dodatkowo, zapewne część przyszłorocznych potrzeb zostanie sfinansowana już w tym roku. Obecnie ryzyko restrykcyjnego potraktowania Polski przez inwestorów zagranicznych (znaczący odływ kapitału) oceniamy jako stosunkowo niewielkie.

### EBC wspiera dług krajów peryferyjnych

- Ostatnie tygodnie przyniosły znaczący spadek rentowności długu krajów peryferyjnych. Nastroje były jednak dość zmienne, w zależności od napływających informacji i wypowiedzi liderów strefy euro. Niemniej, na koniec sierpnia rentowności długu peryferyjnego znajdowały się poniżej lipcowych poziomów, a spready wobec niemieckich papierów zawężyły się.
- Na wrześniowym posiedzeniu EBC przedstawił techniczne szczegóły nt. programu skupu długu, którego uruchomienie wiąże się z wieloma warunkami, które muszą wypełnić państwa. Ważną informacją dla rynku było, że EBC rezygnuje ze statusu „seniority”, co zwiększa komfort inwestorów prywatnych przy zakupach obligacji krajów peryferyjnych.
- Nadchodzące tygodnie mogą przynieść dalsze stopniowe zacieśnianie spreadu w relacji do niemieckich papierów.

## Rynek walutowy



## Duże wahania EURPLN w trakcie wakacji

Wakacyjne miesiące obfitowały w spore wahania EURPLN. Pod koniec lipca EURPLN wzrósł do 4,22 w wyniku obaw rynku o to, że Grecja wyjdzie ze strefy euro, a Hiszpania poprosi o pomoc. W kolejnych tygodniach krajowa waluta zyskiwała i już na początku sierpnia kurs EURPLN osiągnął 4,026 (najniższy poziom w tym roku). W kolejnych tygodniach wahał się w przedziale ok. 4,05-4,10.

Pod koniec sierpnia EURPLN udanie przetestował opór na 4,10 w wyniku nasilających się obaw o globalny wzrost gospodarczy. Gołębi komentarz prezesa NBP o zmianie nastawienia RPP oraz rozczarowujące dane o polskim PKB za II kw. wywarły dodatkową negatywną presję na krajową walutę. W rezultacie, kurs EURPLN testował 4,20 i zakończył sierpień nieco poniżej tego poziomu. Z kolei na początku września złoty równie dynamicznie odrabiał straty. Było to zainicjowane przez decyzję RPP o pozostawieniu stóp NBP bez zmian, pozytywny odbiór przez rynek planu EBC i wzrost nadziei na QE3 po słabych danych z rynku pracy USA.

Siła zależności pomiędzy kursami EURPLN i EURUSD wahała się na przestrzeni ostatnich dwóch miesięcy, podczas gdy korelacja krajowej waluty z S&P500 pozostawała stabilna na wysokim poziomie (chwilowy jej spadek nastąpił po gołębich słowach prezesa NBP) i wydaje się że to dzięki nadziejom na QE3 złoty dług zyskiwał do euro i dolara. Amerykańskie indeksy giełdowe znalazły się najwyżej od kwietnia, co pozwoliło EURPLN pozostać blisko lokalnego minimum przez większą część sierpnia. Dodatkowym – choć słabszym niż przed wakacjami – wsparciem dla krajowej waluty był solidny napływ kapitału na krajowy rynek długu. Złoty zyskiwał wraz z spadającą rentownością obligacji 10-letniej.

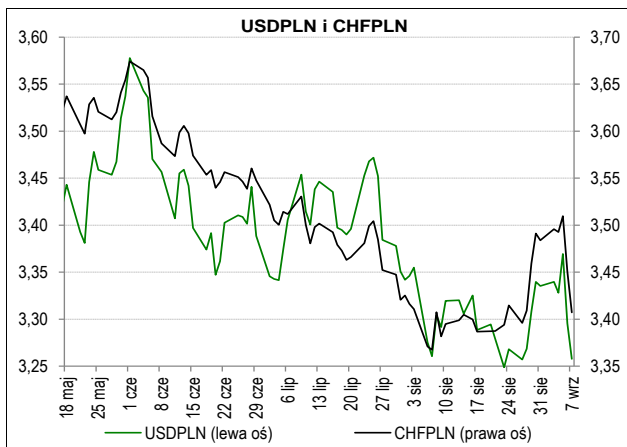
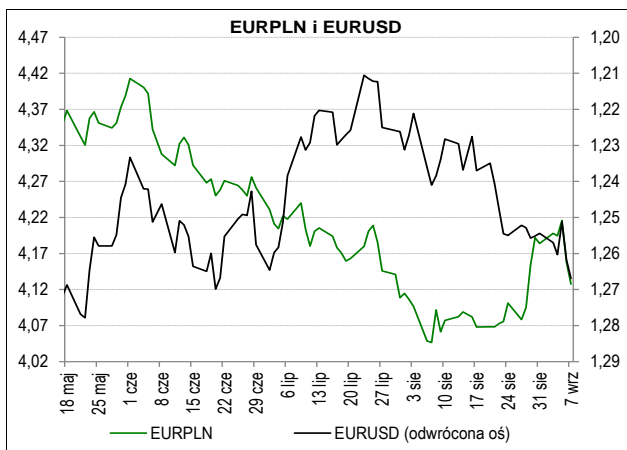
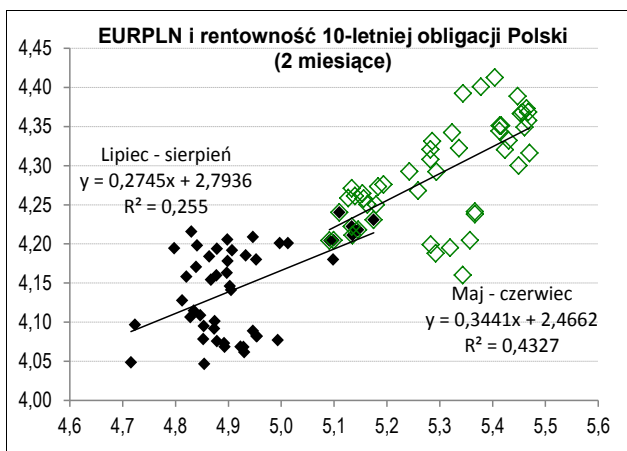
## We wrześniu wiele istotnych wydarzeń dla złotego

Pomimo końca wakacji, wrzesień zapowiada się bardzo gorący na rynku walutowym, kalendarz jest bowiem pewien wydarzeń istotnych z punktu widzenia istnienia strefy euro. Ostatnie dni sierpnia wydają się być dobrą zapowiedzią tego, że wysoka zmienność utrzyma się na rynku. 12 września niemiecki Trybunał Konstytucyjny ogłosi swoją decyzję w sprawie ESM. Powołanie tego funduszu jest istotnym elementem planu EBC (działanie banku centralnego jest wręcz uzależnione od wykorzystania ESM). Dzień później posiedzenie odbędzie amerykański FOMC i po ostatnich rozczarowujących danych z rynku pracy USA rynkowe oczekiwania na ogłoszenie QE3 są bardzo wysokie.

Kwestia kryzysu w strefie euro nadal będzie odgrywać istotną rolę także z powodu Grecji. Pod koniec miesiąca oczekiwana jest publikacja raportu Trojki odnośnie postępu we wprowadzaniu reform w Grecji, a już w połowie września odbędzie się posiedzenie grupy Ecofin.

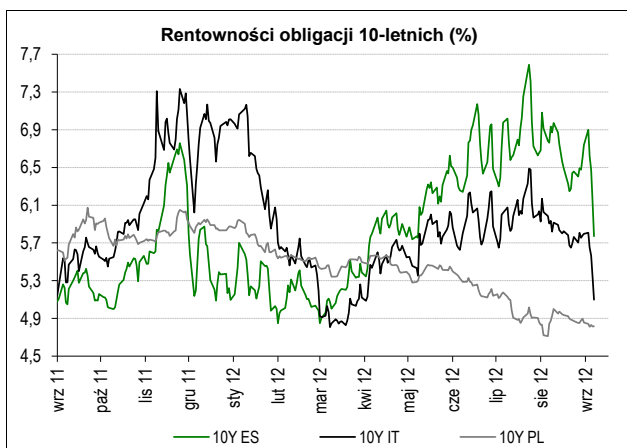
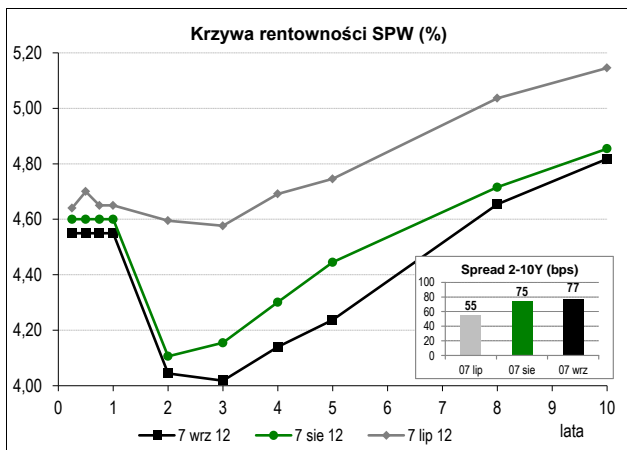
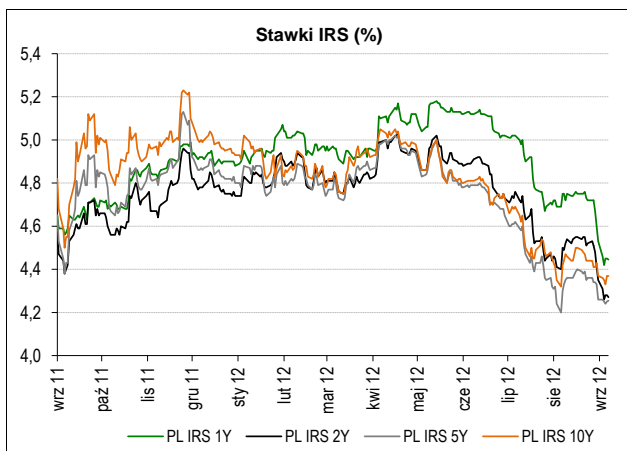
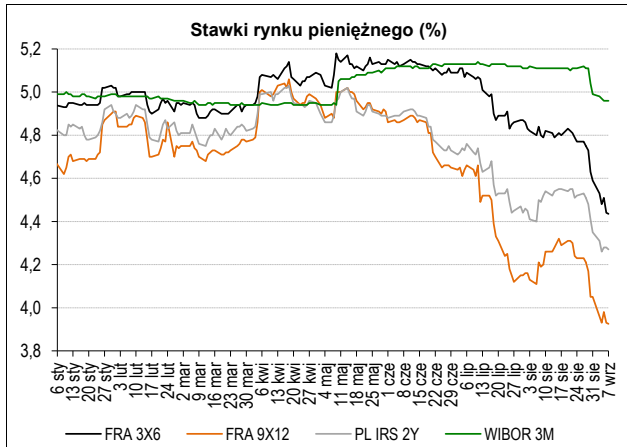
Biorąc pod uwagę ostatnie słowa prezesa NBP, o tym, że droga do obniżki jest otwarta oraz niespodziewaną obniżkę stóp na Węgrzech, warto zauważyć, że w sierpniu relacja EURPLN oraz EURHUF znacznie wzrosła. Obniżka stóp przez MNB miała negatywny wpływ na forinta i jednocześnie na złotego. Na początku września forint nie skorzystał z dobrego nastroju jaki pojawił się po decyzji EBC bowiem węgierski rząd odrzucił warunki pomocy zaproponowanej przez MFW i KE. Brak reakcji złotego na te wydarzenia sugeruje jednak, że tym razem krajowa waluta może pozostać relatywnie odporna na ewentualne zawirowania u naszych bratanków.

Podsumowując, ten miesiąc może obfitować w dużą zmienność z powodu wielu istotnych czynników globalnych. Na przełomie września i października istotne mogą być natomiast oczekiwania na decyzję RPP. Spodziewamy się, że średni EURPLN wyniesie 4,14, ale wobec wysokiej niepewności odnośnie tego jak wymienione wydarzenia wpłyną na rynek, prognoza ta obciążona jest dużym ryzykiem.



Źródło: Reuters, BZ WBK

## Rynek stopy procentowej



### Dane o PKB wsparły krótki koniec

- Najważniejszym wydarzeniem okresu wakacyjnego okazała się sierpniowa publikacja danych o PKB za II kw. Niższy od prognoz odczyt wzmocnił oczekiwania, że RPP może wcześniej rozpocząć luzowanie polityki monetarnej.
- Publikacja tych danych spowodowała spadek stawek WIBOR 3M+ o 5-7 pb w skali dnia (które w miesiącach wakacyjnych zachowywały się stabilnie) i był to największy spadek jaki odnotowano od 2009 r. Na rynku FRA również wzmocnił się trend spadkowy (od początku lipca do publikacji tych danych stawki spadły o 10-50 pb). Pozytywne nastroje utrzymały się również na początku września. Brak decyzji o zmianie stóp ustabilizował stawki WIBOR, gdy stawki FRA, po krótkotrwałej korekcie w górę, ponownie spadły, w tym FRA 9x12 do ok. 3,90% na koniec pierwszego tygodnia września.
- Dane makro za sierpień powinny być wspierające dla krótkiego końca krzywej. Niemniej, potencjał do spadku wydaje się być ograniczony – obecnie rynek wycenia redukcje stóp o nieco ponad 100 pb w perspektywie roku.
- Spadki nie ominęły również obligacji i stawek IRS. Rynki te pozostawały silne, mimo spadku aktywności inwestorów i zmiennych nastrojów na rynkach bazowych. Od początku lipca do końca sierpnia krzywe IRS przesunęły się w dół o 29-48 pb, gdy krzywa obligacji o 32-53 pb, przy czym największe spadki dotyczyły krótkiego końca. Spadki te były również kontynuowane w pierwszym tygodniu września. Warto zauważyć, że w przypadku obligacji 2- i 5-letnich rentowności osiągnęły najniższe poziomy w historii odpowiednio na 3,98% oraz 4,18%.

### Strategia na wystromienie krzywej wciąż obowiązuje

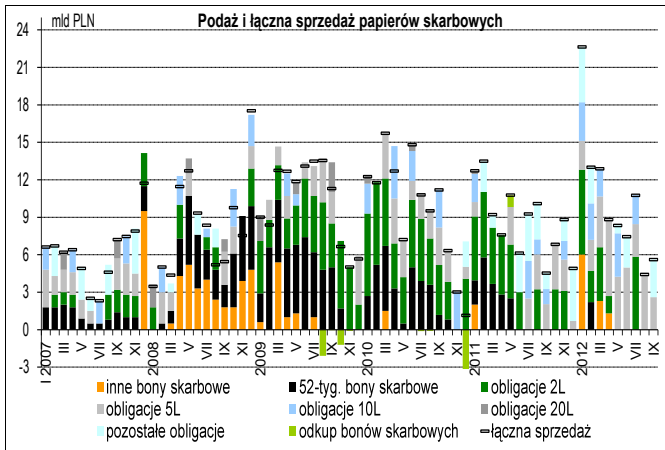
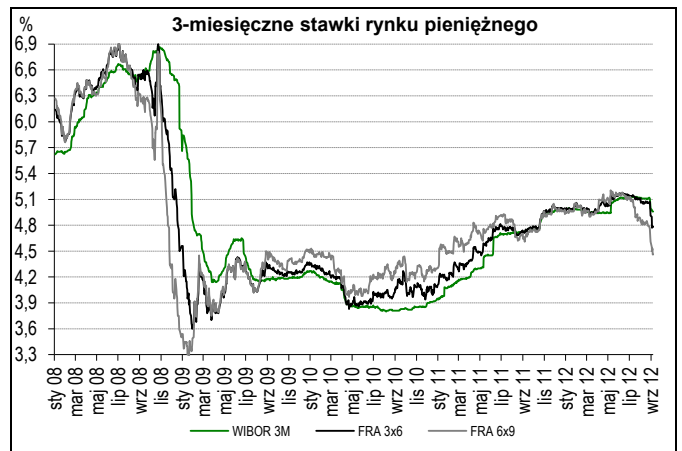
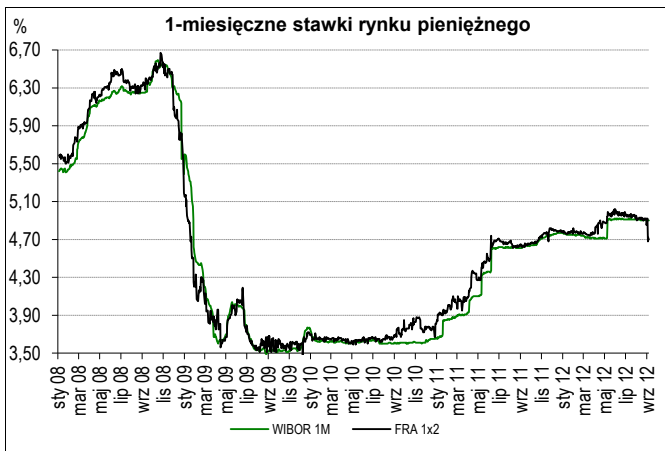
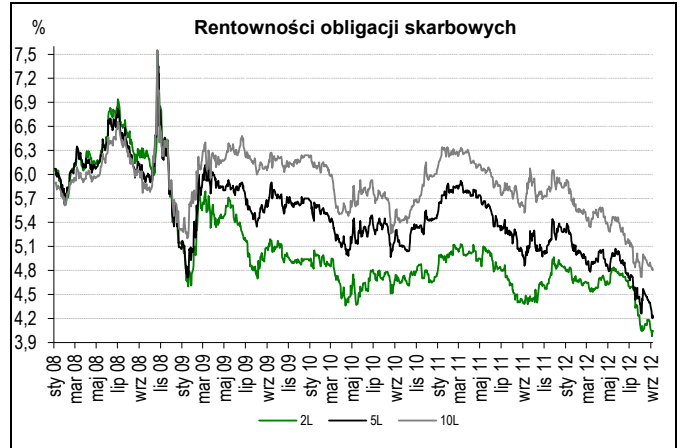
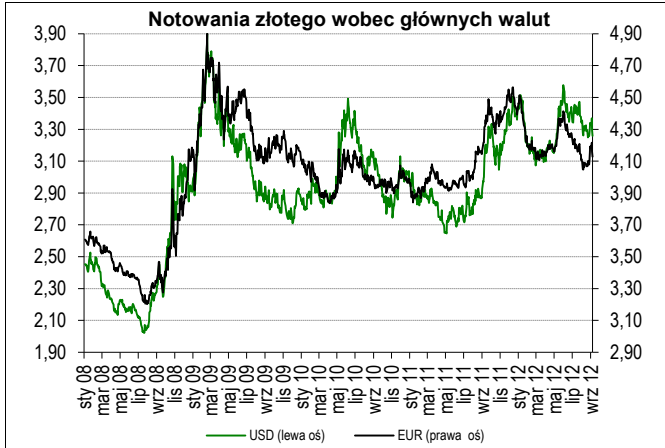
- Zmiany na rynku długu i IRS doprowadziły do wystromienia krzywych. Realizacja naszego scenariusza dla stóp (oczekujemy, że w tym roku redukcji stóp o łącznie 50 pb) będzie wspierała krótki koniec, co oznacza dalsze rozszerzenie spreadu 2-10Y, choć może to być bardziej widoczne na rynku IRS. W naszej ocenie, obowiązujący przedział wahań dla 2-latkki to 4,0-4,10%, z możliwością testów zarówno dolnego, jak i górnego ograniczenia tego przedziału.
- Brak w ofercie ministerstwa na wrzesień obligacji 2-letnich wspiera obligacje 5-letnie, które obecnie stanowią najkrótszy, dostępny papier rządowy na rynku. To w nadchodzących tygodniach może skutkować zawężeniem spreadu 2-5Y.
- Długi koniec krzywej będzie pozostawał pod wpływem sytuacji na rynkach globalnych. Niepewność utrzymuje się a czynniki ryzyka będą generowały większą zmienność w tym sektorze. Spodziewamy się, że w nadchodzących tygodniach rentowność 10-latkki będzie wahała się w przedziale 4,75-4,95%.

### Aktywność MF na rynku pierwotnym nieco wzrosła

- We wrześniu MF nieco zwiększa swoją aktywność na rynku pierwotnym, po jej ograniczeniu w sierpniu. Plany podażowe na wrzesień nie różnią się znacząco od tych przedstawionych na cały II kwartał. Niemniej oferta jest relatywnie niska, co wynika z faktu, że realizacja potrzeb pożyczkowych na koniec sierpnia wynosiła prawie 90%.
- Ogłaszając podaż na wrzesień MF zapowiedział odkup w październiku obligacji Brady'ego (RSTA oraz PAR) o łącznej wartości 297 mln \$. Uzasadniając taką decyzję, Piotr Marczak, dyrektor departamentu długu w MF powiedział, że „rentowność tych obligacji jest obecnie wyższa od kosztu naszego finansowania na rynku amerykańskim, a ceny obligacji Brady'ego na rynku wtórnym są wyższe od ich wartości nominalnej [...]”.
- Przedstawiony plan na wrzesień uralnia możliwość sfinansowania tegorocznych potrzeb pożyczkowych najpóźniej do października. Resort finansów, podobnie jak i w 2011 r., rozpoczął prefinansowanie potrzeb pożyczkowych na 2013 we wrześniu poprzez aukcje zmiany.

Źródło: Reuters, MF, BZ WBK

# Monitor rynku



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

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

\* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

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

miesiąc	I przetarg				II przetarg				Przetarg zamiany		
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzed	data	obligacje	sprzedaż
wrzesień'11	22.09	WZ0115/WZ0121	1000-3000	1273,5	-	-	-	-	8.09	WZ/DZ/OK	PS0416/DS1021
październik	19.10	PS1016	1000-3500	3638	-	-	-	-	2.10	OK/PS/DZ	OK0114
listopad	16.11	PS1016	1000-2500	2500	-	-	-	-	10.11	DZ/OK/PS	OK/WZ/DS/WS
grudzień'11	-	-	-	-	-	-	-	-	14.12	OK/PS	WZ/IZ/PS
styczeń'12	12.01	IZ/PS/WS	1000-4000	4067	19.01	OK0114	3000-6000	6753	4.01	OK/PS/OK	WZ/WZ/DS
luty	9.02	OK0114/PS1016	3500-5500	5049	16.02	WZ0117	1000-3000	3518	1.02	DS1021: 1000-3000	2937
marzec	14.03	OK0114	1500-3500	-	21.03	DS1021/WS0429	1000-2500	-	8.03	PS1016: 1500-3000	4080
kwiecień	19.04	OK0714/PS1016	5000-9000	7511,8	-	-	-	-	5.04	PS/OK	WZ
maj	10.05	DS1021/WS0429	2000-4000	4092,3	16.05	PS0417	2000-4000	4248,4	-	-	-
czerwiec	20.06	PS0417	2000-4000	4973,7	-	-	-	-	14.06	OK0712/OK1012	WZ/IZ
lipiec	19.07	OK0714	2000-5000	5842,1	-	-	-	-	5.07	OK0712/OK1012	PS0417/DS1021
sierpień	1.08	PS0417	2000-4000	4410,5	-	-	-	-	-	-	-
wrzesień	19.09	WZ/DS/IZ	2000-4000	-	-	-	-	-	5.09	OK1012/OK0113	WZ0117/PS0417

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

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>10 września</b> EZ: Indeks Sentix (IX)	<b>11</b> <b>PL: Bilans płatniczy (VII)</b> US: Bilans handlowy (VII)	<b>12</b> EZ: Produkcja przemysłowa (VII) US: Ceny importu (VIII) US: Zapasy hurtowników (VIII)	<b>13</b> <b>PL: CPI (VIII)</b> US: Decyzja Fed	<b>14</b> <b>PL: Podaż pieniądza (VIII)</b> EZ: HICP (VIII) US: Bazowy CPI (VIII) US: Sprzedaż detaliczna (VIII) US: Produkcja przemysłowa (VIII) US: Wst. indeks Michigan (IX)
<b>17</b>	<b>18</b> <b>PL: Płace i zatrudnienie (VIII)</b> DE: Indeks ZEW (IX)	<b>19</b> <b>PL: Produkcja przemysłowa (VIII)</b> <b>PL: PPI (VIII)</b> US: Rozpoczęte budowy domów (VIII) US: Pozwolenia na budowę domów (VIII) US: Sprzedaż domów (VIII)	<b>20</b> <b>PL: Inflacja bazowa (VIII)</b> <b>PL: Minutes RPP</b> CN: Wstępny PMI-przemysł (IX) DE: Wstępny PMI-przemysł (IX) EZ: Wstępny PMI-przemysł (IX) EZ: Indeks nastrojów konsumentów (IX) US: Wskaźniki wyprzedzające (VIII)	<b>21</b>
<b>24</b> DE: Indeks Ifo (IX)	<b>25</b> <b>PL: Sprzedaż detaliczna i stopa bezrobocia (VIII)</b> DE: Indeks GfK (X) US: Indeks cen domów S&P/Case-Shiller (VII) US: Indeks nastrojów konsumentów (IX)	<b>26</b> US: Sprzedaż nowych domów (VIII)	<b>27</b> GB: PKB (II kw.) US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (VIII) US: Ostateczny PKB (II kw.) US: Niezakończona sprzedaż domów (VIII)	<b>28</b> <b>PL: Oczekiwania inflacyjne (IX)</b> <b>PL: Bilans płatniczy (II kw.)</b> EZ: Wstępny HICP (IX) US: Dochody osobiste (VIII) US: Wydatki konsumentów (VIII) US: Bazowy PCE (VIII) US: Indeks Chicago PMI (XI) US: Indeks Michigan (IX)
<b>1 października</b> <b>PL: PMI-przemysł (IX)</b> DE: PMI-przemysł (IX) EZ: PMI-przemysł (IX) CN: PMI-przemysł (IX) US: ISM-przemysł (IX)	<b>2</b>	<b>3</b> <b>PL: Decyzja RPP</b> DE: PMI-usługi (IX) EZ: PMI-usługi (IX) EZ: Sprzedaż detaliczna (VIII) US: Raport ADP (IX)	<b>4</b> GB: Decyzja BoE EZ: Decyzja EBC US: Zamówienia przemysłowe (VIII)	<b>5</b> DE: Zamówienia przemysłowe (VIII) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (IX) US: Stopa bezrobocia (IX)
<b>8</b> EZ: Indeks Sentix (X) DE: Produkcja przemysłowa (VIII)	<b>9</b>	<b>10</b> US: Zapasy hurtowników (IX)	<b>11</b> US: Ceny importu (IX) US: Bilans handlowy (VIII)	<b>12</b> <b>PL: Podaż pieniądza (VIII)</b> EZ: Produkcja przemysłowa (VIII) US: Wst. indeks Michigan (X)
<b>15</b> <b>PL: CPI (IX)</b> <b>PL: Bilans płatniczy (VIII)</b> US: Sprzedaż detaliczna (IX)	<b>16</b> EZ: HICP (IX) DE: Indeks ZEW (X) US: Bazowy CPI (VIII) US: Produkcja przemysłowa (IX)	<b>17</b> US: Rozpoczęte budowy domów (IX) US: Pozwolenia na budowę domów (IX)	<b>18</b> <b>PL: Minutes RPP</b> US: Wskaźniki wyprzedzające (IX) US: Indeks Philly Fed (X)	<b>19</b>

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

## Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2012 roku

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

\*dane kwartalne; <sup>a</sup> dane wstępne za styczeń, <sup>b</sup> dane za styczeń i luty. Źródło: GUS, NBP

## Dane i prognozy ekonomiczne

## Wskaźniki miesięczne

		sie 11	wrz 11	paź 11	lis 11	gru 11	sty 12	lut 12	mar 12	kwi 12	maj 12	cze 12	lip 12	sie 12	wrz 12
PMI	pkt.	51,8	50,2	51,7	49,5	48,8	52,2	50,0	50,1	49,2	48,9	48,0	49,7	48,3	47,1
Produkcja przemysłowa	% r/r	7,9	7,4	6,4	8,5	7,7	9,1	4,8	0,8	2,8	4,3	1,2	5,2	1,9	-5,9
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	10,8	18,1	8,9	13,0	14,6	32,2	12,0	3,5	8,1	6,2	-5,2	-8,8	-5,6	-17,8
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	11,3	11,4	11,2	12,6	8,6	14,3	13,7	10,7	5,5	7,7	6,4	6,9	5,9	4,7
Stopa bezrobocia	%	11,8	11,8	11,8	12,1	12,5	13,2	13,5	13,3	12,9	12,6	12,4	12,3	12,3	12,5
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw <sup>a</sup>	% r/r	5,4	5,2	5,1	4,4	4,4	8,1	4,3	3,8	3,4	3,8	4,3	2,4	2,9	3,2
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	3,1	2,8	2,5	2,5	2,3	0,9	0,6	0,6	0,3	0,3	0,1	0,0	0,0	0,1
Eksport (w euro)	% r/r	15,9	7,5	8,6	8,4	4,7	7,7	6,4	3,8	1,2	-0,1	0,5	4,5	-1,5	-2,2
Import (w euro)	% r/r	12,0	4,5	7,8	5,0	2,4	9,5	7,1	3,0	-3,7	-0,1	-5,7	-1,1	-9,0	-7,8
Bilans handlowy	mln EUR	-903	-211	-722	-964	-1 122	-734	-823	-607	-398	-933	-412	-563	42	497
Rachunek bieżący	mln EUR	-1 382	-1 241	-1 861	-1 473	-1 685	-1 979	-1 668	-670	-713	-749	-1 240	-1 247	-393	-514
Rachunek bieżący	% PKB	-4,7	-4,6	-4,7	-4,4	-4,3	-4,5	-4,8	-4,7	-4,5	-4,7	-4,5	-4,3	-4,0	-3,8
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-20,7	-21,9	-22,5	-21,6	-25,1	-5,3	-16,5	-23,0	-24,8	-27,0	-21,1	-24,3	-25,2	-25,4
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	51,4	54,4	55,9	53,7	62,5	15,1	47,2	65,6	70,9	77,1	60,2	69,6	72,1	72,4
Inflacja (CPI)	% r/r	4,3	3,9	4,3	4,8	4,6	4,1	4,3	3,9	4,0	3,6	4,3	4,0	3,7	4,0
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,7	2,6	2,8	3,0	3,1	2,5	2,6	2,4	2,7	2,3	2,3	2,3	2,2	2,3
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	6,8	8,4	8,5	9,1	8,2	7,9	6,0	4,4	4,4	5,2	4,4	3,7	3,0	1,5
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	8,8	10,2	10,5	11,8	12,5	13,7	12,5	9,3	10,3	11,3	11,1	11,1	9,9	8,6
Zobowiązania	% r/r	8,8	9,5	9,4	11,2	11,7	12,8	12,5	8,5	10,0	10,8	10,4	10,8	10,3	8,9
Należności	% r/r	13,2	14,7	14,8	14,6	14,4	14,5	13,0	12,8	13,4	13,1	10,7	7,5	7,1	5,7
EUR/PLN	PLN	4,12	4,33	4,35	4,43	4,48	4,37	4,18	4,14	4,18	4,30	4,30	4,19	4,09	4,14
USD/PLN	PLN	2,87	3,15	3,18	3,27	3,40	3,39	3,16	3,13	3,17	3,36	3,43	3,41	3,30	3,29
CHF/PLN	PLN	3,68	3,61	3,54	3,60	3,65	3,61	3,47	3,43	3,47	3,58	3,58	3,49	3,41	3,45
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75
WIBOR 3M	%	4,72	4,75	4,80	4,94	4,98	4,99	4,97	4,95	4,94	5,05	5,12	5,13	5,10	5,02
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,53	4,48	4,48	4,48	4,55	4,51	4,50	4,48	4,58	4,75	4,75	4,64	4,58	4,45
Rentowność obligacji 2L	%	4,47	4,43	4,54	4,73	4,86	4,75	4,66	4,58	4,67	4,77	4,71	4,46	4,12	4,05
Rentowność obligacji 5L	%	5,14	5,08	5,09	5,19	5,30	5,20	5,00	4,88	4,97	4,97	4,85	4,58	4,43	4,25
Rentowność obligacji 10L	%	5,71	5,80	5,76	5,85	5,88	5,74	5,53	5,45	5,50	5,41	5,24	4,99	4,88	4,83

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK;

<sup>a</sup> nominalnie; <sup>b</sup> wartość na koniec okresu;

## Wskaźniki kwartalne i roczne

		2010	2011	2012	2013	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
PKB	mld PLN	1 416,4	1 524,7	1 597,9	1 667,0	370,5	388,4	394,4	444,7	386,4	404,3	411,3	464,9
PKB	% r/r	3,9	4,3	2,2	1,9	3,5	2,4	1,7	1,5	1,5	2,0	2,0	2,0
Popyt krajowy	% r/r	4,6	3,6	-0,1	1,1	2,7	-0,2	-1,1	-1,2	-0,2	0,5	2,2	1,6
Spożycie indywidualne	% r/r	3,2	3,1	1,7	1,7	2,1	1,5	1,5	1,6	1,6	1,7	1,8	1,9
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-0,4	8,1	0,0	-2,6	6,7	1,9	-2,0	-2,0	-4,0	-4,0	-3,0	-1,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	9,0	7,7	2,5	2,7	4,9	2,8	0,1	2,7	1,1	3,8	3,5	2,5
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	4,6	16,3	-3,8	-7,3	13,8	2,2	-11,1	-8,8	-10,4	-7,2	-5,0	-7,7
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	6,1	11,2	7,2	4,5	12,6	6,5	5,9	4,9	4,6	3,7	5,2	4,4
Stopa bezrobocia <sup>b</sup>	%	12,4	12,5	13,6	13,9	13,3	12,4	12,5	13,6	14,0	13,2	13,3	13,9
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw <sup>a</sup>	% r/r	3,3	5,0	3,7	1,7	5,3	3,0	2,9	3,0	1,7	2,1	1,7	1,4
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	0,8	3,2	0,3	0,0	0,6	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1
Eksport (w euro)	% r/r	22,8	11,4	2,0	4,2	5,7	0,5	-0,1	2,0	2,0	4,0	5,0	6,0
Import (w euro)	% r/r	24,9	11,5	-1,6	1,9	6,2	-3,2	-6,1	-3,0	-2,0	0,5	5,5	4,0
Bilans handlowy	mln EUR	-8 893	-10 112	-4 904	-1 697	-2 165	-1 743	-24	-972	-692	-511	-200	-293
Rachunek bieżący	mln EUR	-16 493	-15 974	-12 216	-7 219	-4 344	-2 702	-2 153	-3 017	-2 243	-947	-1 816	-2 212
Rachunek bieżący	% PKB	-4,7	-4,3	-3,2	-1,8	-4,7	-4,5	-3,8	-3,2	-2,6	-2,1	-2,0	-1,8
Wynik general government	% PKB	-7,8	-5,1	-3,4	-3,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2,6	4,3	3,8	2,5	4,1	4,0	3,9	3,3	2,7	2,1	2,5	2,5
Inflacja (CPI) <sup>b</sup>	% r/r	3,1	4,6	3,0	2,5	3,9	4,3	4,0	3,0	2,5	2,1	2,5	2,5
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	1,6	2,4	2,3	2,1	2,5	2,5	2,2	2,1	2,2	2,0	2,2	2,2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,1	7,6	3,5	1,7	6,1	4,7	2,7	0,7	0,9	1,1	2,1	2,6
Podaż pieniądza (M3) <sup>b</sup>	% r/r	8,8	12,5	6,4	4,9	9,3	11,1	8,6	6,4	7,3	7,6	6,6	4,9
Zobowiązania <sup>b</sup>	% r/r	9,1	11,7	6,5	5,2	8,5	10,4	8,9	6,5	6,7	7,7	6,8	5,2
Należności <sup>b</sup>	% r/r	9,2	14,4	3,1	3,6	12,8	10,7	5,7	3,1	4,3	5,2	5,9	3,1
EUR/PLN	PLN	3,99	4,12	4,20	4,15	4,23	4,26	4,14	4,17	4,21	4,15	4,15	4,10
USD/PLN	PLN	3,02	2,96	3,31	3,37	3,23	3,32	3,33	3,36	3,45	3,39	3,35	3,29
CHF/PLN	PLN	2,90	3,34	3,49	3,37	3,50	3,55	3,45	3,47	3,51	3,39	3,32	3,28
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	3,50	4,50	4,25	4,00	4,50	4,75	4,75	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00
WIBOR 3M	%	3,94	4,54	4,94	4,26	4,97	5,04	5,08	4,66	4,33	4,23	4,25	4,22
Rentowność bonów 52-tyg.	%	3,96	4,51	4,49	4,17	4,50	4,69	4,56	4,22	4,13	4,10	4,18	4,27
Rentowność obligacji 2L	%	4,72	4,81	4,40	3,97	4,66	4,71	4,21	4,00	3,93	3,90	3,98	4,07
Rentowność obligacji 5L	%	5,31	5,44	4,63	4,15	5,02	4,93	4,42	4,13	4,07	4,08	4,18	4,27
Rentowność obligacji 10L	%	5,74	5,98	5,17	4,85	5,58	5,38	4,90	4,80	4,80	4,86	4,88	4,87

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK ; <sup>a</sup> nominalnie; <sup>b</sup> wartość na koniec okresu;

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 07.09.2012 r. zostało przygotowane przez:

## DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

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

Email: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl) Serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.skarb.bzwbk.pl>

**Maciej Reluga** – Główny Ekonomista

tel. 22 586 83 63, Email: [maciej.reluga@bzwbk.pl](mailto:maciej.reluga@bzwbk.pl)

<b>Piotr Bielski</b>	22 586 83 33
<b>Agnieszka Decewicz</b>	22 586 83 41
<b>Marcin Luziński</b>	22 586 83 62
<b>Marcin Sulewski</b>	22 586 83 42

## DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

### Poznań

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

### Warszawa

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

### Wrocław

ul. Rynek 9/11  
50-950 Wrocław  
tel. 71 369 94 00  
fax 71 370 26 22

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.