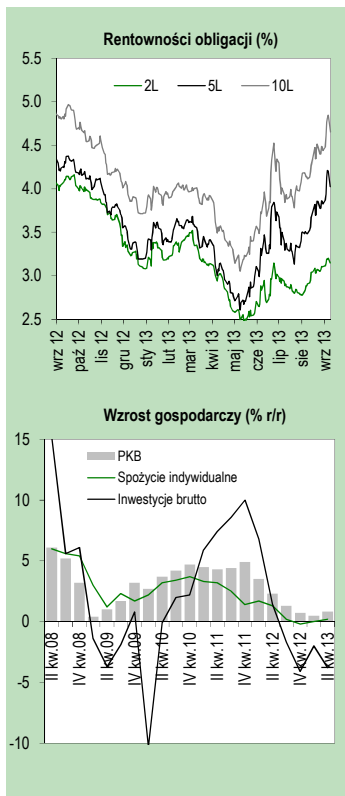


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Wrzesień 2013



(Prawie) wszystko jasne

▪ Tak jak przypuszczaliśmy w lipcowo-sierpniowym wydaniu MAKROskopu zatytułowanym „Przed nami gorące lato?“, w trakcie wakacji nie tylko temperatura powietrza była wysoka, ale również na rynkach finansowych. O ile pierwsze tygodnie wakacji przyniosły uspokojenie nastrojów, a złoty chwilowo przebił wręcz poziom 4,20, to końcówka sierpnia i początek września stały pod znakiem wyprzedzaży, zarówno na rynku obligacji, jak i akcji. Odpływ kapitału spowodował wyraźne osłabienie złotego i kurs EURPLN powrócił do prognozowanego przez nas poziomu ok. 4,30. Wynikało to z oczekiwań rynków odnośnie polityki Fedu, a dodatkowym nowym elementem był czynnik geopolityczny związany z sytuacją w Syrii. Jeśli chodzi o czynniki krajowe, głównym powodem do znacznej przeceny aktywów było przedstawienie planów rządowych dotyczących OFE. Wprawdzie nie wszystkie szczegóły są jeszcze znane, ale rynki akcji i obligacji zdążyły już odreagować znaczną część przeceny (bardziej szczegółowo o zmianach w OFE piszemy na stronie 5).

▪ **Opublikowane w ciągu ostatnich miesięcy dane dotyczące realnej sfery gospodarki wpisują się w zakładany przez nas scenariusz. Tempo wzrostu gospodarczego w II kwartale było zgodne z naszą prognozą, potwierdzając, że gospodarka powoli odbija się od dna.** Przyspieszenie PKB nastąpiło również kwartał do kwartału (w tym ujęciu, po rewizji, najniższa dynamika w II kw. 2012: 0%), więc jasne jest, że scenariusze recesji można włożyć między bajki. Głównym czynnikiem stojącym za poprawą sytuacji gospodarczej jest, zgodnie z naszymi prognozami, eksport. Warto jednak zauważyć, że widać spore nadzieje na dołączenie do tego trendu popytu krajowego. Pierwsze dane za III kwartał były powyżej (albo wyraźnie powyżej) oczekiwań nie tylko jeśli chodzi o produkcję przemysłową i wskaźnik PMI, ale również w przypadku sprzedaży detalicznej i produkcji budowlanej. Dodatkowo, inwestycje w dużych firmach zanotowały wzrost już w pierwszej połowie roku. Ostatnie publikacje danych skłoniły nas do nieznacznego podniesienia prognoz PKB na drugą połowę tego roku oraz na rok przyszły.

▪ **Komunikacja Rady Polityki Pieniężnej w ostatnim czasie jest bardzo klarowna – po zakończeniu cyklu obniżek stopy procentowe pozostaną bez zmian przynajmniej do końca roku.** Co prawda niektórzy członkowie RPP w ostatnio udzielonych wywiadach sugerowali, że ten okres stabilizacji stóp NBP może być nawet dłuższy niż to co obecnie zakłada rynek, niemniej wydaje nam się, że potwierdzenie ożywienia gospodarczego wraz z dalszym wzrostem inflacji w kierunku celu inflacyjnego (powyżej 2% na początku 2014) skłonią RPP do pewnego dostosowania stóp (realnych) z bardzo niskiego obecnego poziomu. Dlatego też zakładamy, że do pierwszej podwyżki dojdzie mniej więcej w połowie 2014 roku. Mogłoby się wydawać, że po tak przedstawionym *forward guidance* odnośnie stóp procentowych, RPP mogłaby pójść na urlop i wrócić dopiero w styczniu. Uważamy jednak, że ciekawe może być już posiedzenie listopadowe, na którym RPP pozna nową projekcję inflacji i od niej uzależni przedłużenie okresu stabilnych stóp, albo zasygnalizuje możliwość zmiany nastawienia (jeśli ścieżka inflacji wzrośnie, co wydaje nam się prawdopodobne).

▪ **Czynniki wpływające na rynki finansowe, zarówno krajowe jak i zagraniczne, w najbliższych miesiącach nie zmienią się.** Wydaje się, że jest szansa na brak eskalacji konfliktu w Syrii. O ile Fed rozpocznie wycofywanie z ilościowego luzowania polityki, to zapewne będzie to w niewielkiej skali. Rynek obligacji i akcji może kontynuować odreagowanie po mocnej reakcji na zmiany w OFE, choć utrzymujemy prognozę wzrostowego trendu rentowności w przyszłym roku. Nie zmieniamy naszych prognoz kursowych zakładających spadek kursu EURPLN poniżej 4,20.

W tym miesiącu:

Gospodarka Polski	2
Pod lupą: polityka pieniężna	4
Pod lupą: polityka fiskalna	5
Rynek stopy procentowej	7
Rynek walutowy	8
Monitor rynku	9
Kalendarz makroekonomiczny	10
Dane i prognozy ekonomiczne	11

Maciej Reluga
Główny Ekonomista
22 5341888

Piotr Bielski
22 5341887

Agnieszka Decewicz
22 5341886

Marcin Luzziński
22 5341885

Marcin Sulewski
22 5341884

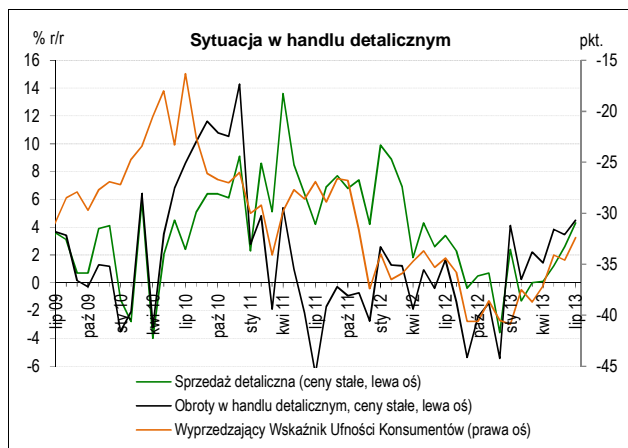
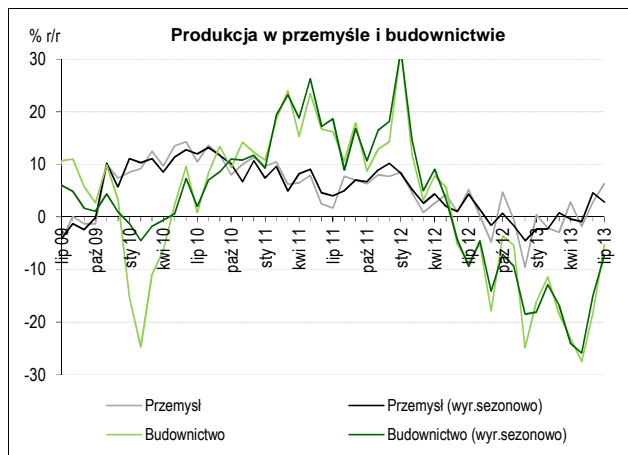
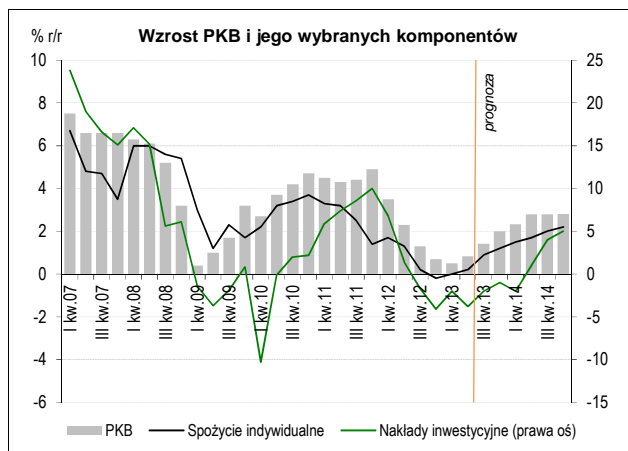
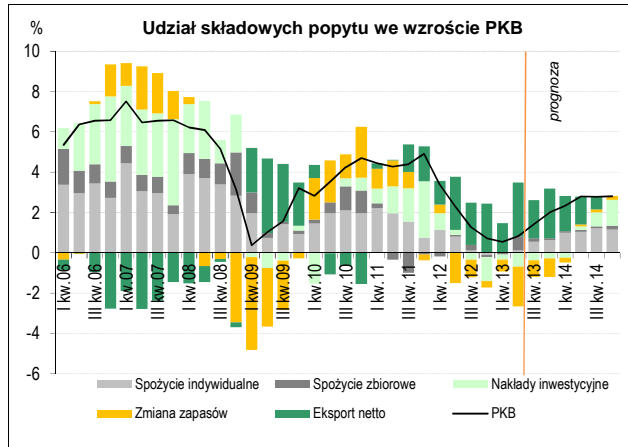
Email: ekonomia@bzwbk.pl

Na rynku finansowym 9 września 2013 r.:

Stopa depozytowa NBP	1,00	WIBOR 3M	2,70	EURPLN	4,2700
Stopa referencyjna NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	3,15	USDPLN	3,2357
Stopa lombardowa NBP	4,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	4,02	CHFPLN	3,4543

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 9.09.2013 r.

Gospodarka Polski



Niecو lepsze perspektywy na 2 poł. 2013 i 2014

▪ Dane opublikowane w ciągu ostatnich dwóch miesięcy potwierdziły nasze prognozy dotyczące odbicia w gospodarce. Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, ożywienie jest napędzane eksportem, przy wciąż słabym popycie krajowym. Krajowy cykl koniunkturalny odbił się od dna na początku roku i naszym zdaniem w kolejnych kwartałach wzrost będzie stopniowo przyspieszał. Korzystne dane z gospodarki skłoniły nas do podniesienia naszych prognoz wzrostu PKB do 1,4% r/r w III kw. i 2,0% r/r w IV kw. W całym 2013 r. spodziewamy się 1,2% i 2,7% w 2014 r. Warto jednak podkreślić, że mimo nieco wyższej prognozy, nadal uważamy, że ożywienie gospodarki będzie dość powolne i stopniowe.

▪ Tempo wzrostu gospodarczego w II kw. tego roku wyniosło 0,8% r/r, wobec 0,5% r/r w pierwszym kwartale. W ujęciu kwartału do kwartału (dane odsezonowane) wzrost wyniósł 0,4% kw/kw wobec 0,2% kw/kw w I kw. Recesję można włożyć między bajki.

▪ Struktura wzrostu gospodarczego wciąż pokazała dużą słabość popytu krajowego, który spadł o 1,9% r/r, czyli głębiej niż w czterech poprzednich kwartałach. Wynikało to z pogłębienia spadku inwestycji (-3,8%) i zmiany zapasów (negatywny wpływ na PKB rzędu 2 pkt proc.). Drugi kluczowy element popytu krajowego, czyli konsumpcja prywatna pokazała zaledwie niewielkie odbicie (wzrost o 0,2% r/r, nieco poniżej naszej prognozy i konsensusu). Był to czwarty kolejny kwartał, kiedy tempo wzrostu konsumpcji pokazuje kompletny marazm (odchylenie od zera na granicy błędów statystycznych). Podobnie jak w poprzednich kwartałach, czynnikiem, dzięki któremu gospodarka się rozwijała (a nawet delikatnie przyspieszyła) był eksport netto (wpływ na PKB +2,5 pkt proc.). Realne tempo wzrostu eksportu dóbr i usług wyniosło 5,1% (najszybciej od półtora roku) przy jednoczesnym spadku importu.

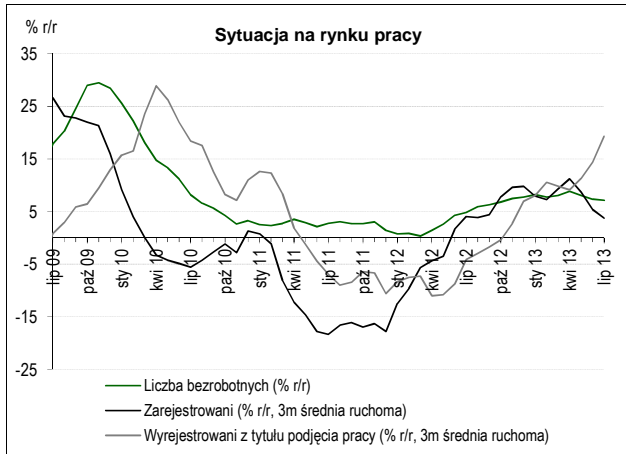
Lepiej w przemyśle, budownictwie i sprzedaży detalicznej

▪ Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w czerwcu o 3,0% r/r i w lipcu o 6,3% r/r. Danym sprzyjał efekt dni roboczych (w sierpniu będzie mniej korzystny), jednak nawet po oczyszczeniu z tego efektu wskazują one na kontynuację ożywienia w polskim przemyśle. Największe wzrosty zanotowano produkcji w działach przemysłu kierujących dużą część produkcji na rynki zagraniczne (m.in. sprzęt transportowy, urządzenia elektryczne, meble). Ożywienie w przemyśle jest także sugerowane przez indeks PMI, który wzrósł w lipcu do 51,1 pkt (powrót powyżej 50 po 15 miesiącach) i w sierpniu do 52,6 pkt (najwyżej od 25 miesięcy), a silny wzrost zanotowały subindeksy produkcji, nowych zamówień i zatrudnienia.

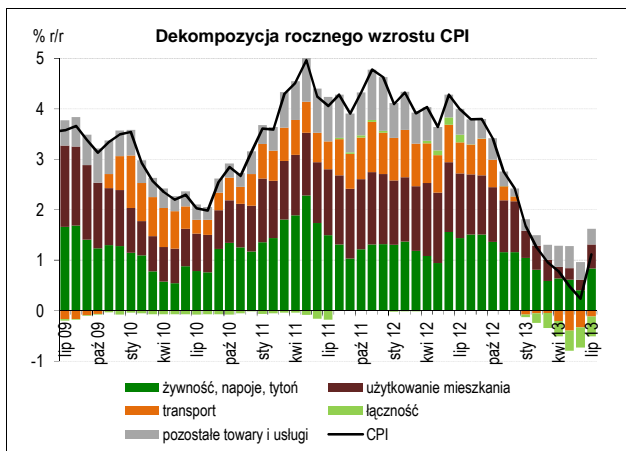
▪ Poprawę zanotowała także produkcja budowlano-montażowa, z wynikami -18,3% w czerwcu i -5,2% w lipcu (jeszcze niedawno spadki były 30-procentowe). Wprawdzie produkcja wciąż jest poniżej poziomu z 2011 i 2012 roku, ale fakt, że również w tym obszarze widać oznaki odbicia od dna, wydaje się dość optymistyczną informacją z punktu widzenia inwestycji. Dane GUS dotyczące dużych firm pokazały nominalny wzrost inwestycji już w pierwszej połowie roku. Najwyraźniej te pozytywne tendencje nie rozpoczęły się jeszcze w mniejszych firmach, ale kontynuacja poprawy w budownictwie może pokazać, że także w obszarze inwestycji w środki trwałe zaczyna się ożywienie. Spodziewamy się, że inwestycje przestaną spadać dopiero w 2014 r.

▪ Wzrost sprzedaży detalicznej w cenach bieżących wyniósł 1,8% r/r w czerwcu i 4,3% r/r w lipcu (najszybciej od sierpnia 2012). Podobną tendencję pokazują dane o obrotach w handlu detalicznym (3,5% i 4,5%). Te dane pokazują, że ożywienie zaczyna się także w konsumpcji prywatnej. Spodziewamy się, że w III i IV kw. br. spożycie indywidualne wzrośnie realnie o ok. 1% r/r.

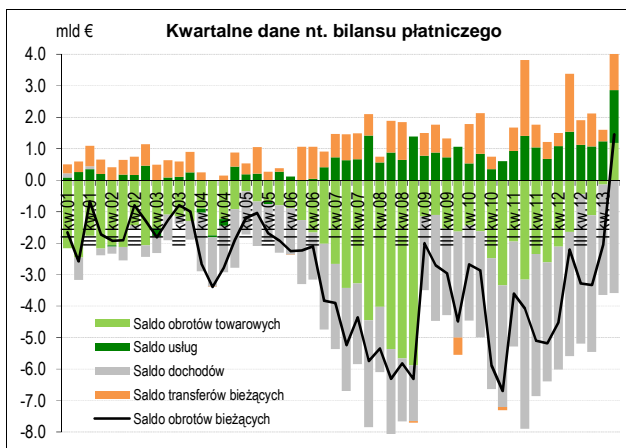
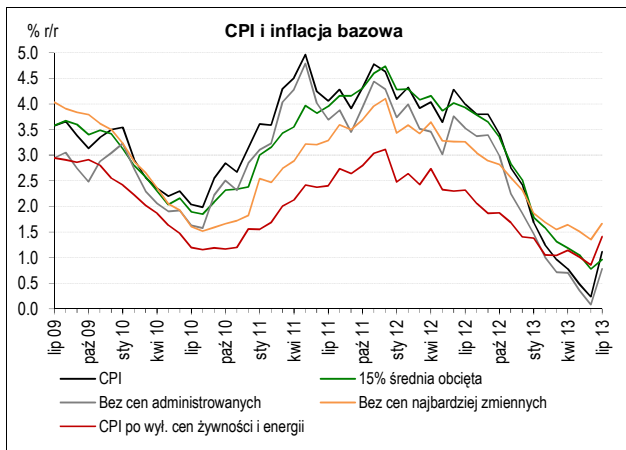
Gospodarka Polski

**Nieznaczna poprawa na rynku pracy**

- Na rynku pracy obecne są nieśmiałe oznaki ożywienia, po stagnacji trwającej od połowy 2011 r. Naszym zdaniem ten rynek najgorsze ma już za sobą, tempo poprawy jest jednak niewielkie i do końca roku nie spodziewamy się znacznego przyspieszenia.
- Tempo spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw obniżyło się do -0,8% r/r w czerwcu i -0,7% w lipcu, a przez te dwa miesiące przybyło 11 tysięcy miejsc pracy (rok temu w analogicznym okresie ubył 1 tysiąc). Wzrost płac jest wciąż umiarkowany. Choć przyspieszył z 1,4% r/r w czerwcu do 3,5% w lipcu, to jednak wahania wynikały w znacznej mierze z przesunięć w wypłatach premii w dużych firmach. W czerwcu i lipcu stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła 13,1%, a szczegółowe dane pokazały, że spada tempo wzrostu liczby nowo zarejestrowanych bezrobotnych, a przyspiesza tempo wzrostu liczby bezrobotnych wyrejestrowanych z tytułu podjęcia pracy. Jest to znak ożywienia popytu na pracę w firmach.

**CPI (przez chwilę!) na historycznym minimum**

- W czerwcu inflacja CPI spadła do 0,2% r/r, czyli najniższego poziomu od 1990 r. Ten mocny spadek wynikał z niskiej presji inflacyjnej w gospodarce oraz z efektów statystycznych – z rocznego wskaźnika CPI wypadł relatywnie wysoki odczyt z czerwca 2012 r. (kiedy mocno podrożała żywność).
- Z kolei w lipcu zanotowano mocne odbicie, do 1,1% r/r. Inflacja podniosła się pod wpływem podwyżki cen paliw, wzrostu opłat za wywóz śmieci po wprowadzeniu nowej ustawy (ten czynnik dodał do CPI ok. 0,4pp) oraz niewielkiego spadku cen warzyw (zwykle w lipcu spadają o ok. 20%, tym razem spadły o 4,1%), co po części wynikało ze zmiany sposobu notowania cen ziemniaków. To oznacza, że źródłem istotnej części lipcowego wzrostu są zmiany regulacji oraz efekty statystyczne i nie świadczy to o rosnącej presji inflacyjnej.
- Spodziewamy się, że w nadchodzących miesiącach inflacja będzie powoli rosła. Naszym zdaniem pod koniec roku CPI przekroczy 1,5%, a na początku przyszłego roku osiągnie 2% i będzie oscylowała nieco powyżej tego poziomu w 2014 r. W połowie 2014 r. możliwe jest też tymczasowe osiągnięcie celu inflacyjnego na poziomie 2,5% (oczywiście przed spadkiem w lipcu 2014 na skutek efektu bazy). W zeszłym tygodniu rząd ogłosił, że akcyza na alkohol spirytusowy wzrośnie o 15% od początku przyszłego roku. Szacujemy, że spowoduje to wzrost średnich cen alkoholu o ok. 2-3%, co podbije inflację o 0,05-0,10pp.
- Inflacja bazowa po wyłączeniu cen energii i paliw wyniosła 0,9% r/r w czerwcu i 1,4% w lipcu (pozostałe miary również zanotowały wzrost w lipcu). Wzrost cen śmieci podbił także tę miarę, ale na razie nie pokazuje ona wzrostu presji inflacyjnej. Prognozujemy dalszy wzrost do ok. 2% w przyszłym roku.
- Inflacja PPI wyniosła -1,3% r/r w czerwcu i -0,8% r/r w lipcu. Spodziewamy się, że ta miara pozostanie poniżej zera co najmniej do końca tego roku.

**Nadwyżka obrotów bieżących w II kw.**

- W maju i czerwcu zanotowano nadwyżkę na saldzie obrotów bieżących w wysokości 165 i 574 mln €. Dobry wynik wynikał głównie ze znaczącej poprawy w saldzie towarowym. O ile eksport zachowuje się zgodnie z naszymi oczekiwaniami (w tych dwóch miesiącach wzrósł średnio o 4,6% r/r), to import zaskakuje w dół (średni spadek o 2,9%), co wynikało ze słabości popytu krajowego.
- W całym II kw. 2013 r. nadwyżka na rachunku bieżącym wyniosła 1,5 mld € i był to pierwszy kwartał bez deficytu, od kiedy dostępne są porównywalne dane NBP (2000 r.). Co więcej, na rachunku towarów i usług w II kw. zanotowano najwyższą nadwyżkę od kiedy dostępne są porównywalne dane (2,9 mld €). Naszym zdaniem analogiczne tendencje utrzymają się w kolejnych kwartałach, w efekcie czego ten rok może być pierwszym od 1995, kiedy saldo obrotów bieżących zamknie się dodatnim wynikiem.

Źródło: GUS, NBP, BZ WBK

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragmenty komunikatu RPP we wrześniu

W II kw. br. dynamika aktywności gospodarczej na świecie była nieco wyższa niż w I kw., choć wciąż znajdowała się na umiarkowanym poziomie. (...) Napływające dane dotyczące koniunktury gospodarczej na początku III kw. sygnalizują kontynuację stopniowego ożywienia aktywności w największych gospodarkach rozwiniętych.

W Polsce, w II kw. br. wzrost gospodarczy – po okresie silnego spowolnienia – nieznacznie przyspieszył. Dynamika PKB pozostała jednak znacząco niższa od tempa wzrostu potencjalnego. Do wzrostu PKB przyczynił się znaczący wkład eksportu netto, któremu towarzyszyło pogłębienie się spadku popytu krajowego.

Inflacja CPI w lipcu wzrosła i wyniosła 1,1% r/r, pozostając jednak wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Wzrost inflacji wynikał z czynników o charakterze regulacyjnym, (tj. wzrostu opłat za wywóz nieczystości), który przyczynił się również do podwyższenia inflacji bazowej, a także z podwyższenia dynamiki cen warzyw oraz cen paliw. Presja popytowa i kosztowa w gospodarce pozostały niskie, a oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych wciąż się obniżały. W ocenie Rady, w najbliższych kwartałach prawdopodobna jest kontynuacja stopniowej poprawy koniunktury, jednak presja inflacyjna pozostanie ograniczona.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. Biorąc pod uwagę niską presję inflacyjną i umiarkowaną skalę oczekiwanego ożywienia Rada ocenia, że stopy procentowe NBP powinny zostać utrzymane na niezmiennym poziomie przynajmniej do końca br., co będzie wspierać powrót inflacji do celu w średnim okresie.

Stopy bez zmian przynajmniej do końca roku

▪ Zgodnie z oczekiwaniami, Rada Polityki Pieniężnej utrzymała na wrześniowym posiedzeniu stopy procentowe bez zmian, pozostawiając stopę referencyjną na rekordowo niskim poziomie 2,5%. W oficjalnym komunikacie Rada napisała, że stopy procentowe powinny pozostać na niezmiennym poziomie przynajmniej do końca bieżącego roku. Tym samym, w komunikacie RPP formalnie powtórzyła zdanie, które w ostatnich miesiącach wielokrotnie pojawiało się w wypowiedziach członków Rady. Według Prezesa NBP jest trudne do wyobrażenia, aby w najbliższych miesiącach w polskiej gospodarce zaszły takie zmiany, które skłoniłyby RPP do zmian w polityce pieniężnej.

▪ Ton samego komunikatu pozostał dość gołębi. Wprawdzie odnotowano sygnały stopniowego ożywienia w gospodarkach rozwiniętych i w Polsce, ale jednocześnie podkreślono, że tempo rozwoju gospodarki pozostaje znacząco poniżej wzrostu potencjalnego, a do przyspieszenia PKB przyczynił się głównie eksport netto, przy pogłębiającym się spadku popytu krajowego. Prezes NBP Marek Belka podkreślił na konferencji prasowej, że chociaż poprawa sytuacji w gospodarce najprawdopodobniej będzie postępować, będzie ona stopniowa i nie należy przesadzać z optymizmem dotyczącym tempa ożywienia. Jednocześnie, RPP nie dostrzega istotnych zagrożeń dla perspektyw inflacji.

▪ Prezes NBP odmówił komentarza nt. perspektyw polityki pieniężnej w przyszłym roku. Gdyby założyć, że inflacja miałaby się kształtować zgodnie z lipcową projekcją NBP, oznaczałoby to możliwość stabilizacji stóp procentowych w Polsce jeszcze przez dość długi okres (centralna ścieżka CPI w projekcji stabilizowała się blisko 1,5% do końca horyzontu prognozy, tj. 2015 r.). Nasze prognozy wskazują jednak, że inflacja będzie stopniowo przyspieszać, co może oznaczać, że RPP zdecyduje się na pierwszą podwyżkę stóp mniej więcej w połowie 2014 r.

Niskie realne stopy będą wspierać wzrost nominalnych

▪ W wypowiedziach członków RPP wciąż przewija się wątek realnej stopy procentowej jako jednej z kluczowych miar branych pod uwagę przy podejmowaniu decyzji o wysokości nominalnych stóp procentowych.

▪ Realna stopa procentowa jest zwykle interpretowana przez członków Rady jako różnica między stopą nominalną a bieżącą inflacją lub różnica między stopą nominalną a oczekiwaniami analityków co do inflacji za 12 miesięcy. Co ciekawe, druga z tych miar jest obecnie bardzo niska (we wrześniu 0,3%), podczas gdy pierwsza jest wysoko (w lipcu spadła do 1,4% z 2,3% w czerwcu).

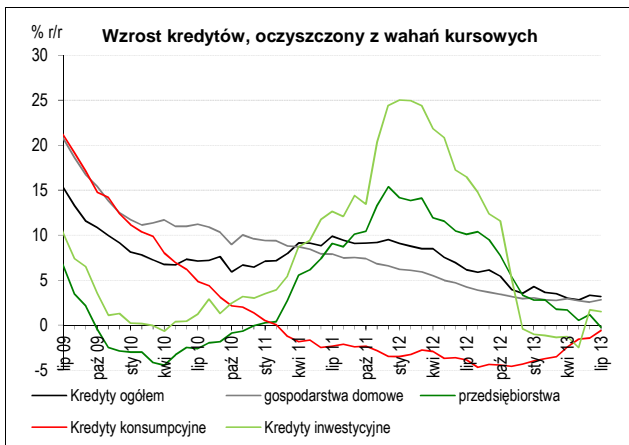
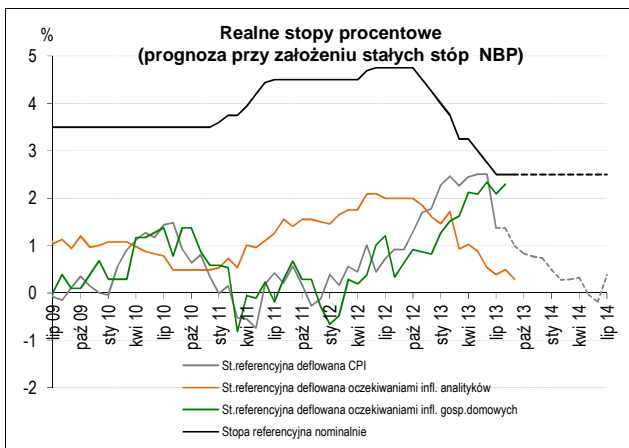
▪ Uważamy, że druga z miar będzie stabilizować, a pierwsza będzie spadać w kierunku zera w połowie 2014 r. (przy założeniu stałych stóp NBP), co według nas będzie czynnikiem przemawiającym za podwyżką stóp procentowych.

Pewne oznaki przebudzenia na rynku kredytowym

▪ W danych za czerwiec i lipiec widoczne są pewne słabe oznaki przebudzenia na rynku kredytowym, co jest zgodne z wcześniejszymi wynikami ankiety wśród oficerów kredytowych

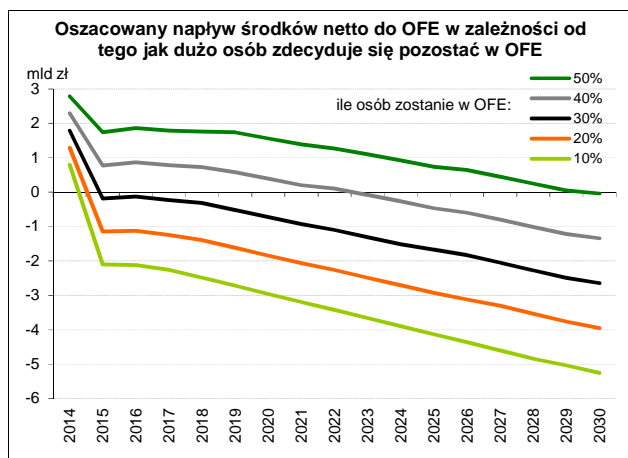
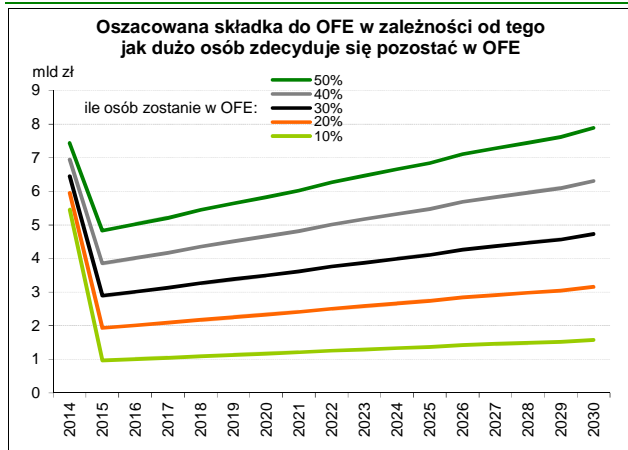
▪ W sektorze gospodarstw domowych zanotowano obniżenie tempa spadku kredytów konsumpcyjnych – w lipcu wyniosło ono -0,4% r/r (po korekcie kursowej), co jest najwolniejszym spadkiem od lutego 2011 r. Z kolei w sektorze firm przyspieszył wzrost kredytów na inwestycje – do 1,7% r/r w czerwcu i 1,5% r/r w lipcu (we wcześniejszych miesiącach wyniki były ujemne). W pozostałych kategoriach na razie nie widać oznak poprawy, a tempo wzrostu kredytów ogółem wciąż szoruje po dnie.

▪ Poprawa w kredytach konsumpcyjnych i inwestycyjnych daje nadzieję na ożywienie popytu krajowego, ale warto pamiętać, że na razie jest ona rachityczna.



Źródło: GUS, NBP, BZ WBK

Pod lupą: polityka fiskalna (zmiany w OFE)



Fragment komunikatu wiceministra finansów Wojciecha Kowalczyka z 4.09.2013 nt. wpływu zmian w OFE na rynek finansowy

Do ZUS zostaną z OFE przekazane:

- skarbowe papiery wartościowe,
- obligacje gwarantowane przez Skarb Państwa,
- inne aktywa nieaktywne

w łącznej kwocie stanowiącej 51,5% aktywów każdego OFE (poziom 51,5% wynika z udziału papierów skarbowych i obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa w aktywach OFE na koniec 2012 r.).

Jednocześnie w ramach tych 51,5% łącznych aktywów każdego OFE wartość przekazywanych przez każde OFE do ZUS papierów skarbowych i obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa nie będzie mogła być niższa od wynikającej z udziału papierów skarbowych i obligacji gwarantowanych przez Skarb Państwa w aktywach każdego OFE wg stanu na dzień 3.09.2013 r., tj. na dzień poprzedzający ogłoszenie planowanych zmian w systemie emerytalnym.

Struktura portfela inwestycyjnego OFE na koniec lipca 2013

Fundusz	Aktywa (mld zł)	Alokacja aktywów (%)			
		Obligacje*	Akcje	Depozyty	Pozostałe
ING	70.3	46.0%	39.3%	9.2%	5.5%
Aviva	62.9	47.2%	39.1%	9.2%	4.5%
PZU	38.0	48.4%	40.2%	6.7%	4.8%
Amplico	22.5	53.5%	39.6%	2.5%	4.5%
AXA	17.6	52.1%	36.7%	5.6%	5.6%
Generali	14.1	53.9%	38.9%	2.5%	4.7%
Nordea	12.7	51.5%	39.5%	2.0%	7.0%
PKO BP	12.3	52.8%	39.6%	6.0%	1.6%
AEGON	11.9	48.2%	39.0%	4.9%	7.8%
Allianz	8.6	52.8%	37.6%	1.5%	8.1%
Pocztynion	5.4	51.7%	39.4%	5.5%	3.4%
Pekao	4.2	51.9%	42.5%	2.0%	3.6%
Warta	3.8	54.9%	39.4%	1.8%	3.9%
Razem	284.2	49.1%	39.2%	6.6%	5.0%

* SPW, obligacje drogowe i gwarantowane przez SP

OFE oddadzą obligacyjną część portfela

Rządowa propozycja zmian w systemie emerytalnym zakłada, że OFE będą musiały przekazać do ZUS 51,5% aktywów (udział ten wynika z udziału SPW i obligacji gwarantowanych przez SP w aktywach OFE na koniec 2012 r.). Pozostałe aktywa zostaną w zarządzaniu OFE. Fundusze nie będą mogły inwestować w krajowe SPW, ale limity inwestycyjne dot. pozostałych aktywów mają zostać zmienione (jak na razie, szczegółów brak).

Jednocześnie, każdy uczestnik systemu emerytalnego będzie mógł zdecydować, czy jego przyszłe składki mają trafić do OFE, czy na specjalne subkonto w ZUS (na podjęcie decyzji będzie 3 miesiące od wejścia w życie ustawy, domyślny wybór to ZUS). Składka do OFE wyniesie 2,92% (powyżej obecnego 2,8%, ale poniżej wcześniej ustalonego docelowego poziomu 3,5%).

Dodatkowym elementem propozycji jest tzw. „suwak bezpieczeństwa”. Na 10 lat przed przejściem na emeryturę środki zgromadzone w OFE będą stopniowo przenoszone do ZUS w celu zniwelowania ryzyka związanego z koniunkturą na giełdzie. Jednak aktywa osób, które już teraz mają do emerytury mniej niż 10 lat będą przekazane proporcjonalnie w szybszych ratach: wg MF w 2014 r. będzie to kwota 4,4 mld zł, a w kolejnych 2,0-2,5 mld zł.

Rząd zakłada przyjęcie ustaw do końca roku i 3-miesięczne vacatio legis, co oznacza, że prawdopodobnie zmiany mogłyby wejść w życie mniej więcej w połowie 2014 r.

... co ulży finansom publicznym

Przekazanie obligacji z OFE do ZUS obniży dług publiczny o ok. 8 pkt. proc. w ujęciu ESA95 i (wg J. Rostowskiego) ok. 1,5 pkt. proc. mniej w ujęciu krajowym. Rząd chce jednak proporcjonalnie obniżyć progę bezpieczeństwa 50% i 55% PKB w ustawie o finansach publicznych. Operacja będzie też miała pozytywny wpływ na wynik sektora publicznego, obniżając wydatki na obsługę długu (obligacje przekazane z OFE zostaną umorzone) i dotację do FUS w kwocie zależnej od tego ile osób przeniesie się do ZUS – według MF w sumie ok. 0,5% PKB w 2014 r.

Jednorazowo na wynik sektora wg ESA95 (choć już nie wg nowych zasad ESA2010) wpłynie przekazanie aktywów do ZUS.

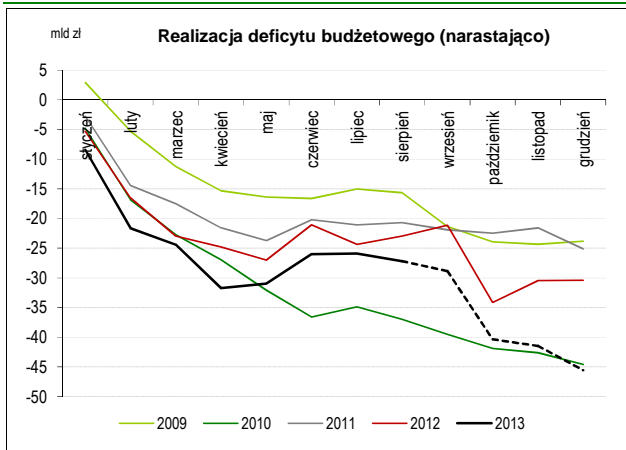
Jaki wpływ na rynek?

Według MF, w 2014 i 2015 r. OFE wciąż będą beneficjentami napływów składki netto. O ile w 2014 r. ta pozycja wydaje się faktycznie niezagrażona (ze względu na wejście ustawy dopiero w trakcie roku), to napływ składki do OFE w 2015 r. i kolejnych latach jest zależny od tego, jaki procent podatników zdecyduje się na pozostanie w OFE (wykresy obok przedstawiają symulację DM BZWBK). Zapewne na podstawie badań opinii publicznej MF założyło 50%, jednak wydaje nam się, że bardziej realna jest liczba 20-30%. Jeśli nasze oczekiwania sprawdziłyby się, to w kolejnych latach odpływ z OFE (z tytułu swaka) byłby większy od napływu składek, co mogłoby mieć negatywne przełożenie na rynek kapitałowy. Warto pamiętać, że zjawisko netto sprzedaży akcji przez OFE miałyby miejsce później nawet bez obecnie proponowanej reformy – OFE sprzedawałyby w przyszłości akcje, aby wypłacić emerytury.

W momencie transferu każdy fundusz emerytalny przekaze 51,5% bieżącej wartości swojego portfela aktywów. Jednocześnie, w ramach przekazywanych aktywów OFE będą musiały zachować odpowiednią proporcję SPW. Odsetek obligacji w portfelu OFE w momencie przekazywania środków nie powinien być mniejszy niż 3 września br. W tej sytuacji przecena na rynku obligacji lub mocny wzrost wyceny pozostałych aktywów może spowodować, że niektóre OFE będą musiały dokupić SPW przed przekazaniem do ZUS (aby zachować ich minimalny wymagany udział w aktywach).

Ostatnie dostępne dane nt. struktury portfela OFE wskazują, że udział SPW i obligacji gwarantowanych przez SP w aktywach OFE wynosił średnio 49,1% na koniec lipca (i wahał się między 46% a 54,9% w zależności od funduszu).

Pod lupą: polityka fiskalna



Próg zawieszony, nowelizacja budżetu 2013 w Sejmie

- Parlament uchwalił w sierpniu zmianę ustawy o finansach publicznych, zawieszając w 2013 r. działanie tymczasowej reguły wydatkowej oraz sankcje wynikające z przekroczenia przez dług publiczny progu 50% PKB.
- Dzięki tej zmianie rząd mógł zaproponować nowelizację budżetu. Ubytek po stronie dochodowej ma wynieść 23,7 mld zł, w związku z czym zaplanowano wzrost deficytu o 16 mld zł (do 51,6 mld zł) i cięcia wydatków w kwocie 7,7 mld zł. Finansowanie zwiększonego deficytu będzie pochodzić z rynku zagranicznego (9,0 mld zł) i w mniejszym stopniu z krajowego (6,4 mld zł).
- Naszym zdaniem niedobór dochodów podatkowych będzie nieco mniejszy niż założono w nowelizacji, w związku z czym na koniec roku budżet prawdopodobnie zamknie się mniejszym deficytem, rzędu 40-45 mld zł.

Założenia makroekonomiczne do projektu budżetu na 2014 r.

	2013PW	2014	2015	2016	2017
PKB (w mld zł)	1.642,9	1.721,5	1.829,8	1.955,6	2.089,6
PKB (%)	1,5	2,5	3,8	4,3	4,3
Spożycie prywatne (%)	1,1	2,1	3,2	3,5	3,5
Inwestycje (%)	-0,7	4,4	7,8	9,2	10,6
Inflacja CPI (% , średnia)	1,6	2,4	2,5	2,5	2,5
Stopa bezrobocia (% , koniec okresu)	13,8	13,8	13,3	12,8	12,0
Kurs EUR/PLN (średnia)	4,15	4,00	3,85	3,70	3,65
Stopa referencyjna (% , średnia)	2,95	2,54	3,11	3,78	4,00

Budżet 2014 – pod wpływem OFE, założenia sensowne

- Na początku września rząd przyjął projekt budżetu na 2014 r. zgodnie z którym dochody wyniosą 276,5 mld zł, wydatki nie więcej niż 324,2 mld zł, a deficyt nie przekroczy 47,7 mld zł.
- Założony wzrost wpływów podatkowych (3,7%) wydaje się dość konserwatywny, biorąc pod uwagę założenia makro (wzrost PKB 2,5% i inflacja 2,4%). Nasza prognoza PKB jest nieco wyższa (choć przy mniejszym wzroście popytu krajowego), ale inflacja nieznacznie niższa od rządowej, co sugeruje brak poważnego ryzyka dla prognozy dochodów. Wpływom ma również pomóc m.in. znaczna podwyżka akcyzy na alkohole spirytusowe (o 15%). Projekt zakłada wpływy z tytułu dywidend na poziomie 4,6 mld zł i brak wpłaty z zysku NBP.
- Poziom wydatków ma być o ok. 1% niższy niż w 2013 po nowelizacji. Jednak zostało to osiągnięte głównie dzięki uwzględnieniu skutków zmian w systemie emerytalnym. Wg MF zmiany w OFE dadzą oszczędności rzędu 9 mld zł: zmniejszenie kosztów obsługi długu o ok. 4,8 mld zł oraz dotacji do FUS o ok. 4,5 mld zł (przy założeniu, że zmiany wejdą w życie w połowie roku i ok. 50% ubezpieczonych pozostanie w OFE).
- Gdyby pominąć oszczędności z tytułu zmian w OFE, wydatki budżetu w 2014 r. byłyby wyższe o niemal 2% (6,2 mld zł) niż w 2013, a deficyt wyniósłby 57 mld zł (czyli więcej niż założony w Wieloletnim Planie Finansowym Państwa maksymalny pułap 55 mld zł!). Ścieżka konsolidacji fiskalnej ulega więc de facto dalszemu stopniowemu spowolnieniu. Jak na razie, trzy duże agencje ratingowe (i MFV) nie wydają się mieć z tym problemem.
- Potrzeby pożyczkowe brutto w 2014 r. mają wynieść 131,8 mld zł (wobec 166,4 mld zł zakładanych na 2013 r. po nowelizacji), a potrzeby netto 54,8 mld zł (wobec 66,6 mld zł). Potrzeby brutto w relacji do PKB zmniejszą się więc o 2,5 pkt. proc., a potrzeby netto o ok. 1 pkt. proc. (w ujęciu netto wynika to ze zmian w OFE).

Dochody i wydatki oraz saldo budżetu 2013-2014 r. (w mld zł)

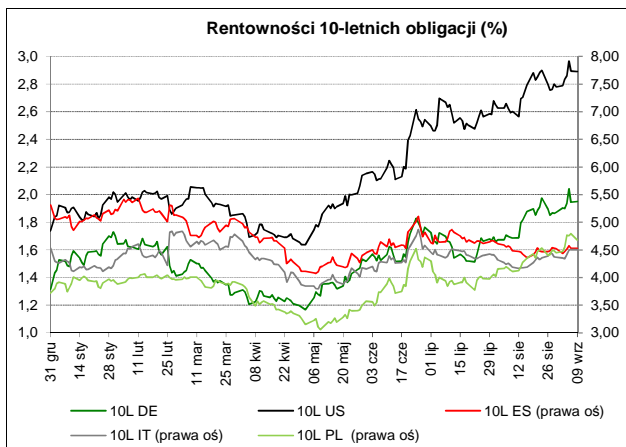
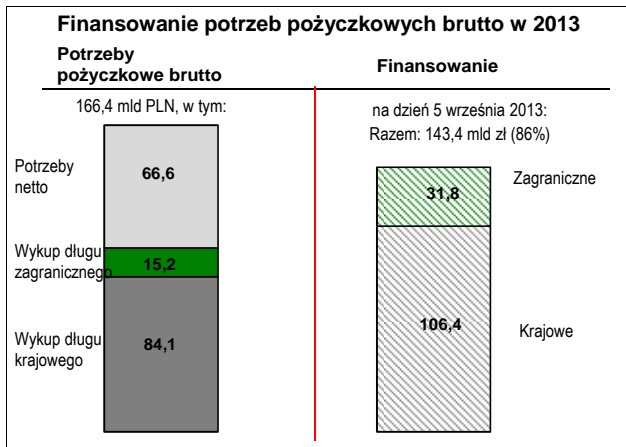
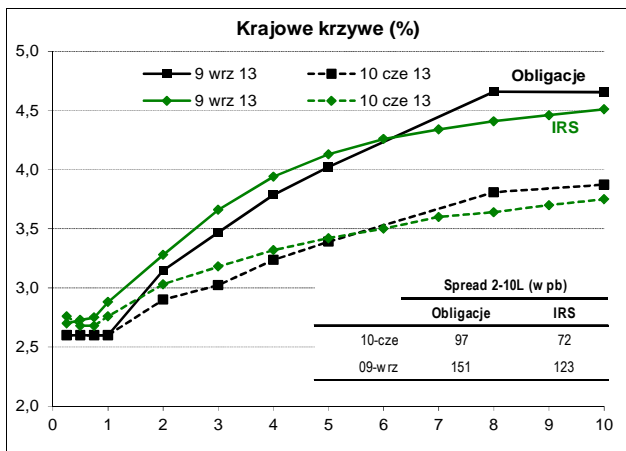
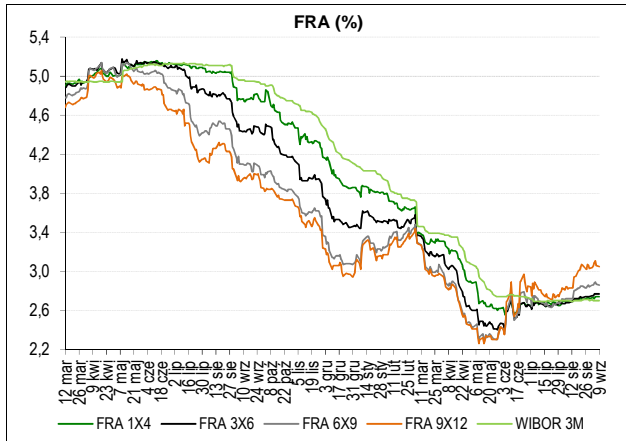
	2013 nowel. (1)	2014 (2)	Zmiana (2) / (1)
Dochody, w tym:	275,7	276,5	0,3%
Dochody podatkowe	239,2	248,0	3,7%
VAT	113,0	115,7	2,4%
CIT	22,0	23,3	5,9%
PIT	40,9	43,7	6,8%
Dochody niepodatkowe	35,0	26,9	-23,1%
Wydatki	327,3	324,2	-0,9%
Wydatki (bez uwzgl. OFE)	327,3	333,5	1,9%
Saldo budżetu	-51,6	-47,7	-
Saldo (bez uwzgl. OFE)	-51,6	-57,0	-

	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	9.09	zmiana od 10.06.12	zmiana od 31.12.12	9.09	zmiana od 10.06.12	zmiana od 31.12.12
Polska	273	40	32	93	12	14
Czechy	68	14	14	65	2	2
Węgry	479	31	-13	323	16	54
Grecja	869	60	-184	0	0	0
Hiszpania	258	-42	-142	238	-7	-50
Irlandia	207	-42	-112	149	-7	-67
Portugalia	510	53	-59	504	155	67
Włochy	255	-15	-66	250	-6	-24
Niemcy	-	-	-	29	1	-10

Fed na ścieżce do ograniczania QE w tym roku

- Perspektywa ograniczenia QE przez Fed po lepszych danych makro spowodowała, że 10-latk niemiecka i amerykańska wzrosły powyżej odpowiednio 2% i 3%. Dług peryferii pozostał bardziej wrażliwy na krajowe dane makro. Ich poprawa dała impuls do umocnienia pomimo rosnących rentowności na rynkach bazowych. Wzrosty rentowności wyhamowały po słabszych od oczekiwań danych z rynku pracy USA za sierpień.
- Wrześniowe posiedzenie FOMC pozostanie w centrum uwagi. O ile zmiany w polityce łagodzenia ilościowego Fed są nieuniknione, to czas i ich skala są wciąż niepewne. W naszej ocenie możliwe jest ogłoszenie rozpoczęcia ograniczania QE we wrześniu, lecz w małej skali. Sądzymy, że byłoby to impuls do dalszego odreagowania. Zmienność na rynku może powrócić pod koniec miesiąca, w oczekiwaniu na wynik wyborów w Niemczech.

Rynek stopy procentowej



Stawki FRA dyskontują podwyżki stóp w połowie 2014

W miesiącach wakacyjnych nastąpiła wyraźna zmiana na krzywej WIBOR. Krzywa przyjęła normalny kształt w wyniku ogłoszenia przez RPP zakończenia cyklu łagodzenia polityki monetarnej, lepszych od oczekiwań danych z gospodarki realnej oraz niespodzianki inflacyjnej w danych za lipiec. Co więcej, krzywa z płaskiej (przed lipcowym posiedzeniem RPP) stała się bardziej stroma, w wyniku rozszerzenia spreadu 1M-12M (do 16 pb).

Rynek FRA pozostał bardziej zmienny, silnie zależny od danych makroekonomicznych. Do wzrostu stawek FRA (głównie na dłuższe terminy) przyczyniły się przede wszystkim (1) ożywienie gospodarcze i odbicie inflacji w kraju, (2) wzrost awersji do ryzyka wynikający z geopolitycznych czynników (sytuacja w Syrii i możliwość militarnej interwencji przez USA) oraz (3) niepewności co do przyszłych działań Fed.

Bieżąca wycena FRA (zakotwiczenie FRA9x12 nieco powyżej 3%) wskazuje na pierwszą podwyżkę stóp w perspektywie 9 miesięcy, co jest zbliżone do naszych oczekiwań. Sądzymy, że pierwsza podwyżka stóp procentowych może mieć miejsce w połowie 2014. Spodziewamy się, że najbliższe tygodnie mogą przynieść stopniowy wzrost stawek WIBOR.

Znacząca wyprzedaż obligacji i IRS

Okres wakacyjny na rynku obligacji i IRS charakteryzował się dużą zmiennością, wynikającą głównie z sytuacji na rynkach bazowych. Lepsze od oczekiwań dane z USA wspierały oczekiwania, że Fed rozpocznie ograniczanie QE we wrześniu, co doprowadziło do wzrostu rentowności niemieckich i amerykańskich obligacji, a w konsekwencji i krajowych obligacji. Wyprzedaż na krajowym rynku długu na koniec sierpnia była dodatkowo efektem wzrostu awersji do ryzyka w związku z sytuacją w Syrii.

Na początku września krajowy rynek długu znalazł się z kolei pod silną presją czynników lokalnych. Ogłoszone przez rząd zmiany w OFE zostały negatywnie ocenione przez inwestorów, co spowodowało gwałtowną wyprzedaż obligacji, głównie na środku i długim końcu krzywych. Rentowność 10-latk wzrosła w okolice 5%. Skala wpływu ogłoszonych zmian na rynek IRS była mniejsza. Wyprzedaż ta zbiegła się ze wzrostem rentowności na rynkach bazowych, co dało dodatkowy impuls wzrostowy. Jednak nieco słabszy odczyt danych z amerykańskiego rynku pracy w sierpniu dał wytchnienie rynek i nastąpiło odreagowanie.

Pomimo niestabilnej sytuacji rynkowej w okresie sierpień-wrzesień resort finansów uplasował na rynku obligacje OK0116 i PS0718 o łącznej wartości 11,4 mld zł. We wrześniu rentowności na aukcji były jednak znacząco wyższe niż na rynku wtórnym. W konsekwencji po wrześniowej aukcji tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto po nowelizacji są sfinansowane w 86%. Do końca września inwestorzy będą mogli nabyć obligacje w ramach aukcji zamiany.

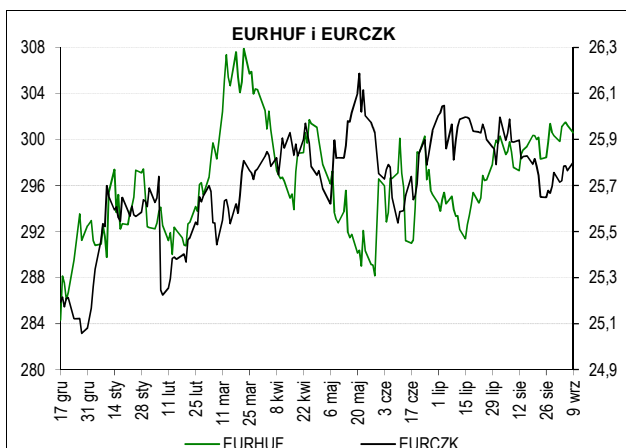
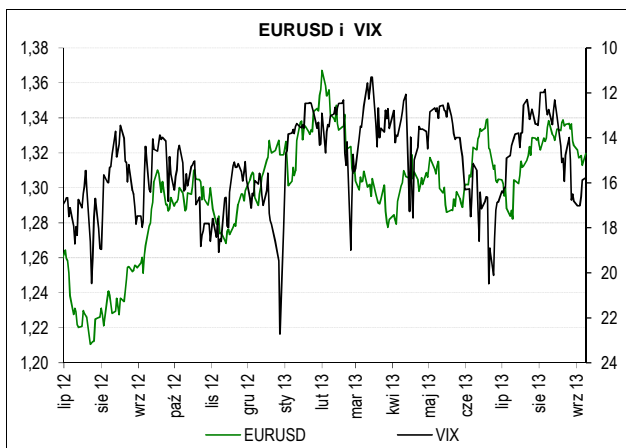
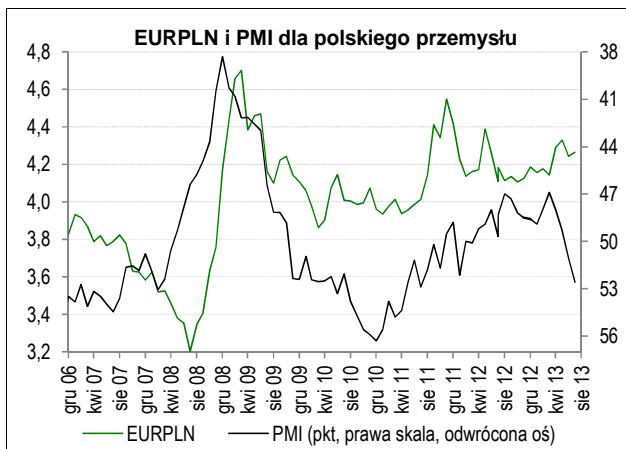
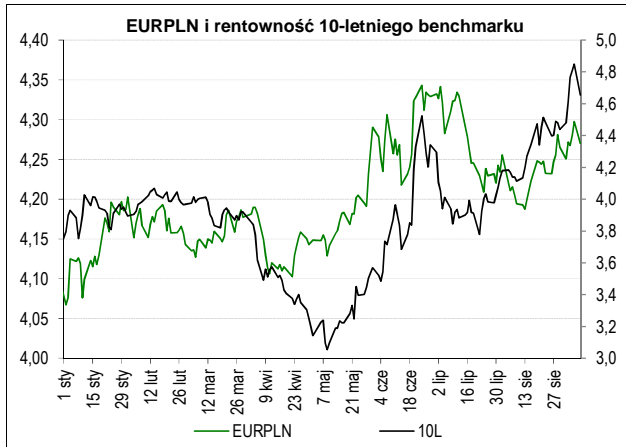
Czynniki zewnętrzne wciąż będą dominowały

Ostatnie wydarzenia na rynku pokazały, że krótki koniec krzywych pozostawał relatywnie odporny na zmiany nastrojów na rynku. W efekcie nastąpiło znaczące wystromienie krzywych - wzrost spreadu 2-10L do 165 pb dla obligacji i 124 pb dla IRS, w wyniku rozszerzenia spreadów 2-5L. Perspektywa stabilnych stóp NBP w najbliższym okresie powinna wspierać krótkie końce krzywych.

Środek i długi koniec krzywych pozostaną głównie pod wpływem oczekiwań co do przyszłej decyzji Fed (18-19.09), rozwiązania problemu Syrii i wyborów w Niemczech (22.09). Uwaga inwestorów będzie koncentrowała się jednak na Fed - niska skala planowanej redukcji skupu aktywów, czy nawet przesunięcie w czasie decyzji przyczyni się do odreagowania ostatnich silnych wzrostów na rynkach bazowych, a w konsekwencji i polskim. Choć wciąż uważamy, że w średnioterminowej perspektywie utrzyma się tendencja wzrostowa dla rynkowych stóp, to należy pamiętać, że konieczność zakupu obligacji przez niektóre OFE może wspierać rynek długu w średnim terminie.

Źródło: Reuters, MF, BZ WBK

Rynek walutowy



Syria i OFE osłabiają złotego

▪ Druga połowa lipca i pierwszy tydzień sierpnia przyniosły dość wyraźną aprecjację złotego. Krajowa waluta zyskiwała w wyniku uspokajających sygnałów z Fed (spadek obaw o rychłe i znaczne ograniczenie QE3) i znacznie lepszych od prognoz krajowych danych o bilansie płatniczym. Pojawiły się też dobre dane ze strefy euro, które wzmocniły nadzieje, że w II połowie br. nastąpi oczekiwana poprawa koniunktury. W rezultacie, EURPLN spadł na chwilę do 4,18 wobec prawie 4,37 pod koniec czerwca.

▪ Kolejne tygodnie przyniosły szybkie osłabienie złotego. Presję wywierały obawy o interwencję w Syrii, bardzo dobre dane z USA (które rozbudziły obawy o to, że Fed ograniczy QE3 we wrześniu) i w końcu reakcja na planowane zmiany w OFE. EURPLN osiągnął na chwilę 4,31, a USDPLN prawie 3,29 (wobec 3,14 w sierpniu). Średni EURPLN wyniósł w lipcu-sierpniu 4,25.

QE3, Syria i wybory w Niemczech kluczowe

▪ Wrzesniowe posiedzenie FOMC powinno rozwiązać wątpliwości odnośnie najbliższych losów QE3. Oczekujemy, że inwestorzy nie odbiorą zbyt negatywnie niewielkiego ograniczenia skali pieniężnej stymulacji gospodarki USA. W pewnej mierze taki ruch został już wyceniony przy ostatniej fali osłabienia złotego i wg nas, samo ogłoszenie decyzji nie powinno wywołać dynamicznej przeceny krajowej waluty. Warto też zauważyć, że z pewnym opóźnieniem, ale w końcu PMI dla polskiego przemysłu zaczyna pokazywać obicie. W przeszłości złoty zyskiwał w okresach ożywienia gospodarczego i dane wskazujące na to, że krajowa gospodarka wyszła z dołka, mogą i tym razem korzystnie wpływać na złotego. Poza tym, wg naszych prognoz, nadwyżka w handlu zagranicznym utrzyma się, co też będzie działać w kierunku aprecjacji krajowej waluty.

▪ Poziom 4,30 to silny opór dla kursu EURPLN. Zakładamy, że nie zostanie on we wrześniu pokonany, a kurs wyniesie średnio 4,24. Wciąż oczekujemy, że w horyzoncie do końca roku złoty umocni się do poniżej 4,20 za euro. Czynnikiem ryzyka są możliwość przedłużenia się ewentualnego konfliktu w Syrii oraz niekorzystny dla Angeli Merkel wynik wyborów parlamentarnych w Niemczech (22 września).

Spore wahania EURUSD

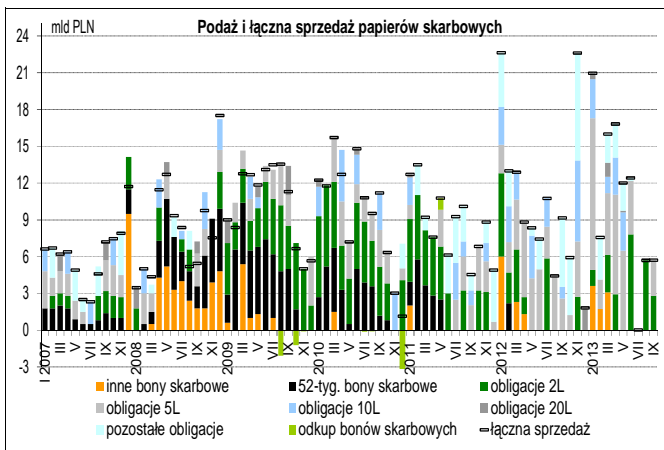
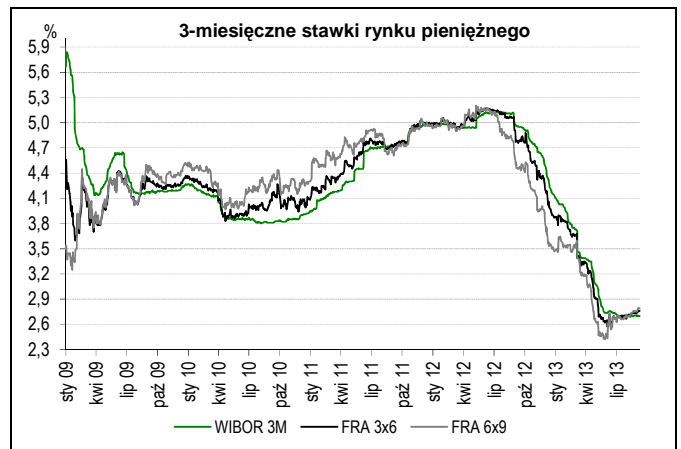
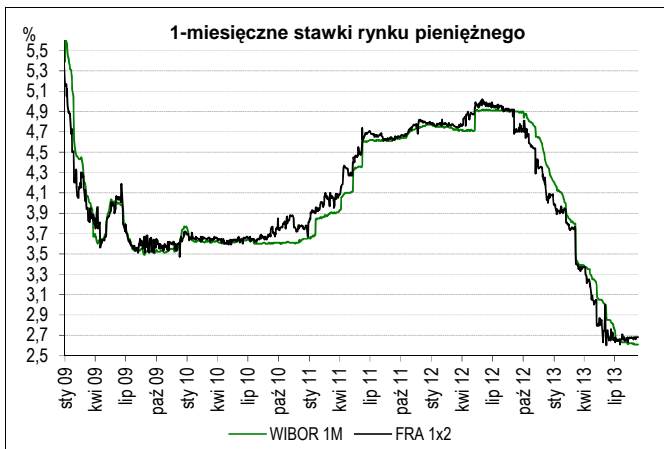
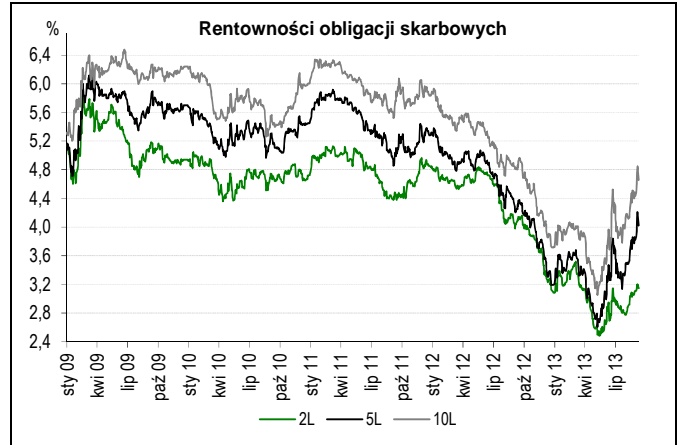
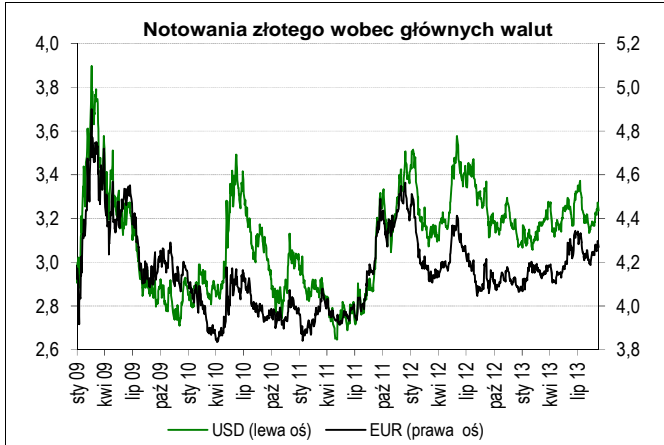
▪ Uspokajające sygnały z Fed i optymistyczne dane ze strefy euro (PMI dla przemysłu powyżej 50 pkt) miały korzystny wpływ na wspólną walutę. Tak jak się spodziewaliśmy, EURUSD odrobił cały spadek z 1,34 do 1,275 wywołany sugestią Bernanke o możliwym ograniczeniu QE3 już w tym roku. Kurs nie zdołał jednak pokonać na dłuższej pozycji 1,34. Obawy o nagły wybuch konfliktu w Syrii oraz dobre dane z USA wzmocniły dolara. Spadek EURUSD zatrzymał się na 1,31 po gorszych od prognoz miesięcznych danych z rynku pracy.

▪ Wg ankiety agencji Bloomberg, inwestorzy spodziewają się, że we wrześniu Fed ograniczy QE3 o 10 mld \$ miesięcznie (z 85 mld \$ obecnie) i wydaje się, że to właśnie skala, w jakiej amerykański bank centralny zmniejszy swoje zakupy, będzie kluczowa dla rynku. Zmniejszenie skali stymulacji gospodarki w stopniu mniejszym niż się rynek obawia może wywołać całkiem pozytywną reakcję inwestorów. Spodziewamy się, iż decyzja Fed będzie dla euro co najmniej neutralna. Mimo odbicia kursu po słabszych danych z rynku pracy, w pewnym stopniu ograniczenie QE3 jest już zdyskontowane przez rynek. Spodziewamy się, że we wrześniu EURUSD ponownie zbliży się do 1,34. Dodatkowym wsparciem dla euro będą oczekiwania na kontynuację ożywienia w europejskiej gospodarce.

▪ Istotny dla rynków pozostaje czynnik militarnej interwencji w Syrii, a w przypadku podjęcia takich działań przez USA kluczowe może się okazać (z punktu widzenia dalszych wzrostów EURUSD) ryzyko przedłużania konfliktu. Inwestorzy będą też śledzić wybory w Niemczech, których wynik może przesądzić o nastrojach w kontekście europejskich kwestii zadłużeniowych.

Źródło: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych w 2012/2013 r. (mln zł)

Data przetargu	OFERTA	POPYT / SPRZEDAŻ
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.	3117/1332
07.01.2013	20-tyg.: 2000-3000	10967/3602
04.02.2013	20-tyg.: 1000-2000	7728/1747
04.03.2013	25-tyg.: 2000-3000	7324/3084

* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

Przetargi obligacji skarbowych w 2012/2013 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg				Przetarg zamiany		
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzed	data	Obligacje	sprzedaż
Wrzesień'12	19.09	WZ /DS /IZ	2000-4000	3458,8					5.09	OK1012/OK0113	WZ0117/PS0417
październik	4.10	WZ /PS	3000-5000	5900,9	23.10	OK0714/DS1023	5000-9000	7840,5			
listopad	8.11	PS0418	2000-4000	4526,3					21.11	OK0113/PS0413	DS/WZ
grudzień									6.12	OK0113/PS0413	WS
Styczeń'13	3.01	DS1023/WS0429	3000-5000	3664,3	23.01	OK0715/PS0418	6000-9000	13693,8			
luty	7.02	PS0418/WZ0117	4000-6000	5806,5	13.02	OK0715/WZ0124	3000-5000	4584,7			
marzec	20.03	OK/PS/WZ	2000-6000	8080,6					7.03	PS0413/OK0713/DS1013	DS/WS/WZ
kwiecień	11.04	DS1023/WZ0124	3000-5000	5029,1	23.04	OK/WZ/PS	5000-10000	11788,6			
maj	9.05	PS0718	3500-5500	6498,0	16.05	DS/WZ/WS	2000-6000	5505,4			
czerwiec	6.06	PS0718/WZ0119	3000-5000	4606,5					19.06	OK0713/DS1013	
lipiec											
sierpień	7.08	OK0116	3000-5000	5695,0							
wrzesień	5.09	OK0112/PS0718	5000-7000	5706,8					25.09	DS1013/OK0114	

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

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

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

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

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2013 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie EBC	10	7	7	4	2	6	4	1	5	2	7	5
Posiedzenie RPP	8-9	5-6	5-6	9-10	7-8	4-5	2-3	20	3-4	1-2	5-6	3-4
Minutes RPP	24	21	21	25	23	20	-	22	19	17	21	19
PKB*	-	-	1	-	29	-	-	30	-	-	29	-
Inflacja CPI	15	15 ^a	14 ^b	15	15	13	15	14	13	15	14	13
Inflacja bazowa	16	-	15	16	16	14	16	16	16	16	15	16
Ceny producenta	18	19	19	18	21	19	17	20	18	17	21	18
Produkcja przemysłowa	18	19	19	18	21	19	17	20	18	17	21	18
Sprzedaż detaliczna	24	25	22	23	24	25	-	-	-	-	-	-
Place brutto, zatrudnienie	18	18	18	17	20	18	16	19	17	16	19	17
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	2	-	28	-	-	28	-	-	30	-	-	-
Bilans płatniczy	18	12	14	15	15	17	12	12	11	11	12	-
Podaż pieniądza	14	14	14	12	14	14	12	14	13	14	14	-
Wskaźniki koniunktury	22	21	22	22	22	21	22	23	20	22	22	20

*dane kwartalne; ^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty. Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		sie 12	wrz 12	paź 12	lis 12	gru 12	sty 13	lut 13	mar 13	kwi 13	maj 13	cze 13	lip 13	sie 13	wrz 13
PMI	pkt.	48,3	47,0	47,3	48,2	48,5	48,6	48,9	48,0	46,9	48,0	49,3	51,1	52,6	52,9
Produkcja przemysłowa	% r/r	0,2	-4,8	4,7	-0,5	-9,6	0,4	-2,1	-2,9	2,8	-1,8	2,8	6,3	0,5	6,7
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-5,1	-17,9	-3,6	-5,4	-24,9	-16,1	-11,4	-18,5	-23,1	-27,5	-18,3	-5,2	-9,1	-3,0
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	5,8	3,1	3,3	2,4	-2,5	3,1	-0,8	0,1	-0,2	0,5	1,8	4,3	2,5	3,9
Stopa bezrobocia	%	12,4	12,4	12,5	12,9	13,4	14,2	14,4	14,3	14,0	13,5	13,2	13,1	13,1	13,1
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	2,7	1,6	2,8	2,7	2,4	0,4	4,0	1,6	3,0	2,3	1,4	3,5	2,9	3,7
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5
Eksport (w euro)	% r/r	4,8	0,7	17,7	9,2	-2,1	6,4	5,3	-1,2	12,7	2,1	7,1	8,4	0,8	8,7
Import (w euro)	% r/r	-2,1	-1,8	9,2	4,6	-1,8	1,2	-5,7	-1,6	4,1	-4,9	-0,7	0,7	-3,2	5,4
Bilans handlowy	mln EUR	-109	57	286	-249	-1 154	-108	452	-484	581	43	561	544	374	484
Rachunek bieżący	mln EUR	-868	-1 448	-729	-1 478	-1 120	-1 335	-620	-104	714	165	574	58	-271	-821
Rachunek bieżący	% PKB	-4,1	-4,1	-3,7	-3,7	-3,5	-3,3	-3,1	-2,9	-2,6	-2,4	-2,0	-1,7	-1,5	-1,3
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-22,9	-21,1	-34,1	-30,4	-30,4	-8,4	-21,7	-24,4	-31,7	-30,9	-26,0	-25,9	-27,2	-28,8
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	65,5	60,4	97,5	86,9	86,9	23,7	60,9	68,6	89,3	87,0	73,0	72,9	76,4	81,1
Inflacja (CPI)	% r/r	3,8	3,8	3,4	2,8	2,4	1,7	1,3	1,0	0,8	0,5	0,2	1,1	1,1	1,5
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,1	1,9	1,9	1,7	1,4	1,4	1,1	1,0	1,1	1,0	0,9	1,4	1,4	1,7
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,0	1,8	1,0	-0,1	-1,1	-1,2	-0,3	-0,7	-2,1	-2,5	-1,3	-0,8	-0,9	-1,2
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	9,8	7,6	8,0	5,7	4,5	4,4	5,5	6,6	7,4	6,5	7,0	6,5	5,9	6,6
Zobowiązania	% r/r	9,5	7,9	8,1	5,8	4,7	5,0	5,2	6,6	7,1	6,0	6,5	5,6	5,3	5,6
Należności	% r/r	7,1	5,4	5,4	2,3	2,3	3,6	3,7	3,5	2,3	1,4	3,5	3,7	2,7	2,4
EUR/PLN	PLN	4,09	4,14	4,11	4,13	4,10	4,14	4,17	4,16	4,14	4,18	4,28	4,28	4,23	4,24
USD/PLN	PLN	3,30	3,22	3,17	3,22	3,12	3,11	3,12	3,21	3,18	3,22	3,25	3,27	3,18	3,19
CHF/PLN	PLN	3,41	3,42	3,40	3,43	3,39	3,37	3,39	3,39	3,39	3,36	3,47	3,46	3,43	3,43
Stopa referencyjna ^b	%	4,75	4,75	4,75	4,50	4,25	4,00	3,75	3,25	3,25	3,00	2,75	2,50	2,50	2,50
WIBOR 3M	%	5,10	4,95	4,82	4,62	4,26	4,03	3,80	3,48	3,29	2,86	2,74	2,70	2,70	2,70
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,58	4,53	4,42	4,14	3,94	3,62	3,56	3,30	3,06	2,64	2,60	2,92	3,03	3,19
Rentowność obligacji 2L	%	4,12	4,09	3,94	3,66	3,23	3,25	3,36	3,26	2,89	2,55	2,86	2,87	2,98	3,14
Rentowność obligacji 5L	%	4,43	4,28	4,12	3,78	3,35	3,46	3,56	3,46	3,03	2,80	3,43	3,36	3,67	3,99
Rentowność obligacji 10L	%	4,88	4,85	4,59	4,21	3,87	3,91	4,00	3,93	3,50	3,28	3,95	3,97	4,31	4,64

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

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2011	2012	2013	2014	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
PKB	mld PLN	1 523,2	1 595,3	1 633,1	1 705,3	377,8	395,5	404,2	455,6	393,9	414,7	422,2	474,5
PKB	% r/r	4,5	1,9	1,2	2,7	0,5	0,8	1,4	2,0	2,3	2,8	2,8	2,8
Popyt krajowy	% r/r	3,6	-0,2	-0,9	1,8	-0,9	-1,9	-0,5	-0,5	0,6	1,5	2,2	2,9
Spożycie indywidualne	% r/r	2,6	0,8	0,6	1,8	0,0	0,2	0,9	1,2	1,5	1,7	2,0	2,2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	8,5	-0,8	-2,0	2,8	-2,0	-3,8	-2,0	-1,0	-2,0	1,0	4,0	5,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	7,7	1,0	2,8	4,6	-2,0	1,2	4,5	6,9	6,3	5,4	3,9	3,1
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	12,3	-1,0	-10,8	9,7	-15,6	-22,9	-5,8	-2,6	5,2	15,0	10,4	7,8
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	11,2	6,0	2,1	3,5	0,9	0,8	3,7	2,7	3,0	4,1	1,7	5,2
Stopa bezrobocia ^b	%	12,5	13,4	13,7	13,2	14,3	13,2	13,1	13,7	14,3	13,9	13,3	13,2
Place brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	5,2	3,7	3,2	4,5	2,6	3,3	3,3	3,5	3,9	4,7	4,8	4,7
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,6	0,0	-0,6	0,4	-0,7	-1,1	-0,5	-0,2	0,2	0,4	0,4	0,5
Eksport (w euro)	% r/r	12,1	4,6	6,7	11,0	3,5	7,3	6,0	10,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Import (w euro)	% r/r	12,2	1,1	0,6	8,9	-1,9	-0,6	1,0	4,0	7,0	8,0	9,5	11,0
Bilans handlowy	mln EUR	-10 059	-5 313	3 574	7 135	-139	1 185	1 401	1 127	1 332	2 430	2 123	1 251
Rachunek bieżący	mln EUR	-17 977	-13 332	-2 277	1 234	-2 055	1 453	-829	-846	12	2 067	-30	-815
Rachunek bieżący	% PKB	-4,9	-3,5	-0,6	0,3	-2,8	-1,9	-1,2	-0,6	-0,1	0,1	0,3	0,3
Wynik general government	% PKB	-5,0	-3,9	-4,2	-3,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	4,3	3,7	1,2	2,2	1,3	0,5	1,2	1,7	2,1	2,5	2,1	2,0
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	4,6	2,4	1,8	2,1	1,0	0,2	1,5	1,8	2,2	2,7	2,0	2,1
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,4	2,2	1,3	2,1	1,2	1,0	1,5	1,7	2,2	2,3	1,9	2,0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	7,6	3,4	-1,2	0,6	-0,7	-2,0	-1,0	-1,0	-0,5	0,7	0,5	1,7
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	12,5	4,5	6,2	5,5	6,6	7,0	6,6	6,2	5,4	4,8	5,7	5,5
Zobowiązania ^b	% r/r	11,7	4,7	5,1	6,7	6,6	6,5	5,6	5,1	4,8	4,8	6,5	6,7
Należności ^b	% r/r	14,4	1,2	3,7	4,4	3,5	3,5	2,4	3,7	4,0	2,9	4,3	4,4
EUR/PLN	PLN	4,12	4,19	4,20	4,06	4,16	4,20	4,25	4,20	4,14	4,08	4,04	3,99
USD/PLN	PLN	2,96	3,26	3,17	2,97	3,15	3,22	3,21	3,12	3,04	3,00	2,95	2,89
CHF/PLN	PLN	3,34	3,47	3,41	3,28	3,38	3,41	3,44	3,39	3,34	3,29	3,26	3,22
Stopa referencyjna ^b	%	4,50	4,25	2,50	3,25	3,25	2,75	2,50	2,50	2,50	2,75	3,00	3,25
WIBOR 3M	%	4,54	4,91	3,04	3,09	3,77	2,96	2,70	2,73	2,78	2,97	3,18	3,42
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,51	4,48	3,13	3,52	3,49	2,77	3,05	3,21	3,23	3,38	3,62	3,83
Rentowność obligacji 2L	%	4,81	4,30	3,04	3,47	3,29	2,77	3,00	3,11	3,18	3,33	3,57	3,78
Rentowność obligacji 5L	%	5,44	4,53	3,54	4,07	3,49	3,09	3,67	3,90	3,90	4,00	4,15	4,23
Rentowność obligacji 10L	%	5,98	5,02	4,10	4,77	3,95	3,58	4,31	4,57	4,60	4,70	4,85	4,93

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 9.09.2013 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

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

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

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

tel. 22 5341888, Email: maciej.reluga@bzwbk.pl

Piotr Bielski	22 5341887
Agnieszka Decewicz	22 5341886
Marcin Luziński	22 5341885
Marcin Sulewski	22 5341884

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. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. 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. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. 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.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Bank Zachodni WBK S.A., Obszar Skarbu, Departament Analiz Ekonomicznych, ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, Polska, telefon 22 586 8363, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl.