

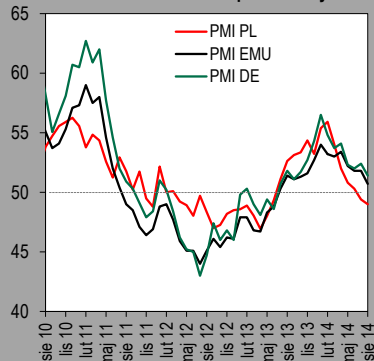
MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

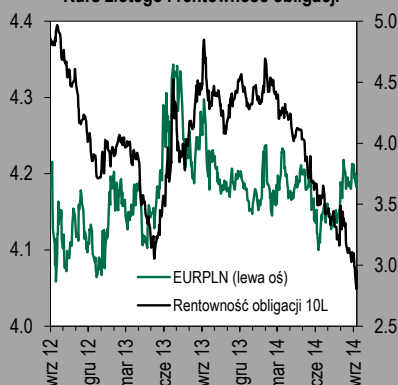
Wrzesień 2014

Zmiany, zmiany, zmiany...

Koniunktura w sektorze przetwórczym



Kurs złotego i rentowność obligacji



W tym miesiącu:

Gospodarka Polski	2
Pod lupą: polityka pieniężna	4
Pod lupą: polityka fiskalna	6
Rynek stopy procentowej	7
Rynek walutowy	8
Monitor rynku	9
Kalendarz makroekonomiczny	10
Dane i prognozy ekonomiczne	11

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

ul. Marszałkowska 142. 00-061 Warszawa fax 22 586 83 40
 email: ekonomia@bzwbk.pl Strona www: skarb.bzwbk.pl
 Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88
 Piotr Bielski 22 534 18 87
 Agnieszka Decewicz 22 534 18 86
 Marcin Luziński 22 534 18 85
 Marcin Sulewski 22 534 18 84

■ Ostatnie tygodnie przyniosły szereg wydarzeń wpływających na sytuację w polskiej gospodarce i na scenie politycznej. Po pierwsze, uwzględniając ostatnio napływające informacje zdecydowaliśmy dokonać zmiany prognoz na najbliższe kwartały. Po drugie, mamy do czynienia ze zmianą na stanowisku Premiera RP.

■ W poprzedniej, lipcowo-sierpniowej edycji MAKROskopu wydawało nam się, że obawy o spowolnienie polskiej gospodarki były przesadzone. W istocie, miało miejsce tylko delikatne obniżenie tempa wzrostu gospodarczego i dane o PKB za drugi kwartał zaskoczyły nawet pozytywnie. Niemniej, inne czynniki odegrały znaczącą rolę. Przede wszystkim, dane napływające z polskiej i europejskiej gospodarki były rozczarowujące, sugerując nadchodzące głębsze spowolnienie w Polsce i u naszych głównych partnerów handlowych w latach 2014-15. Po drugie, eskalacja konfliktu na Ukrainie wraz z idącymi za nią konsekwencjami gospodarczymi oraz wprowadzenie sankcji ekonomicznych również zmienia scenariusz dla polskiej gospodarki. **Oczekujemy obecnie, że tempo wzrostu PKB wyniesie zarówno w tym jak i przyszłym roku 3,1% (wobec wcześniejszych prognoz odpowiednio na poziomie 3,5% i 3,7%), co oznacza, że kilka najbliższych kwartałów pokaże wzrost PKB poniżej poziomu 3%. Jednocześnie inflacja CPI pozostanie poniżej zera nawet do końca tego roku, a wzrost w roku przyszłym będzie umiarkowany, do poziomu ok. 1,5%.**

■ Choć **zmiany** w scenariuszu makroekonomicznym nastąpiły w ciągu ostatnich kilku tygodni (pisaliśmy o tym na początku miesiąca w naszym raporcie [Rates and FX Outlook](#)), Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała utrzymać stopy procentowe bez zmian na wrześniowym posiedzeniu. Niemniej, widać wyraźnie, że Rada zdaje sobie sprawę z sytuacji, bo zasugerowała, że do obniżki dojdzie już niebawem, prawdopodobnie na październikowym posiedzeniu. Gołębi przekaz RPP zintensyfikował również oczekiwania rynkowe dotyczące skali obniżek. Swoją drogą, mamy do czynienia z dość dziwną sytuacją, w której bank centralny wie, że powinien i chce obniżyć stopy procentowe, a jednocześnie ogłasza, że zrobi to nieco później.

■ Spore **zmiany** w scenariuszu makroekonomicznym na najbliższe kwartały wpływają również na sytuację na rynku walutowym. Dodatkowo, wciąż obecne ryzyko geopolityczne obniża szanse na wyraźne umocnienie złotego w czwartym kwartale tego roku. Co prawda, dalszy napływ kapitału na polski rynek obligacji może neutralizować negatywne czynniki i prognozujemy kurs EURPLN w grudniu na poziomie 4,15. Jeśli chodzi o przyszły rok, przewidujemy obecnie, że skala umocnienia będzie nieco wolniejsza w porównaniu z poprzednimi prognozami.

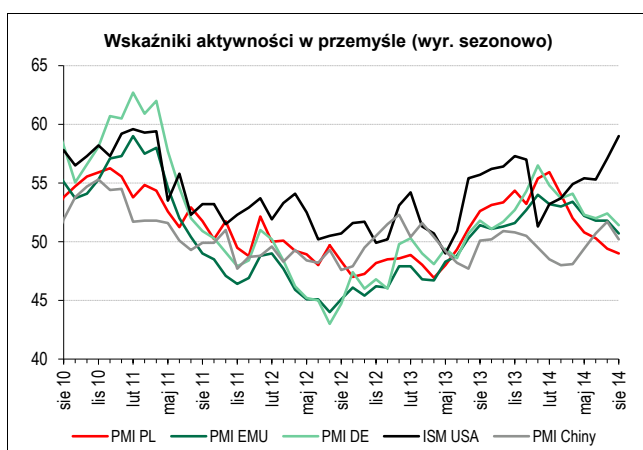
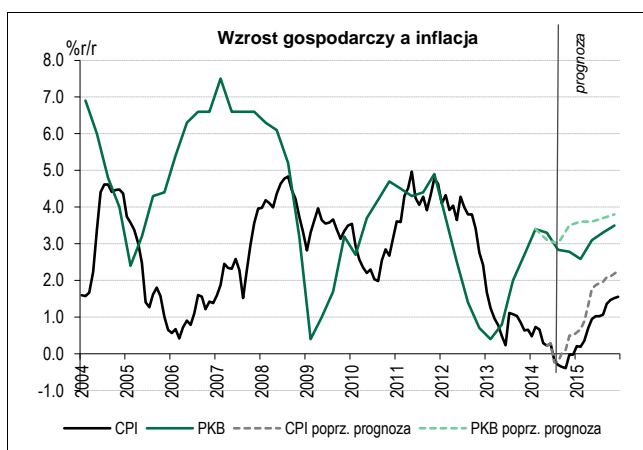
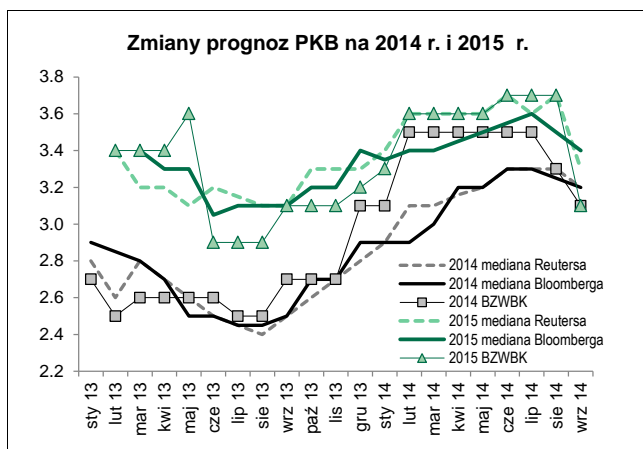
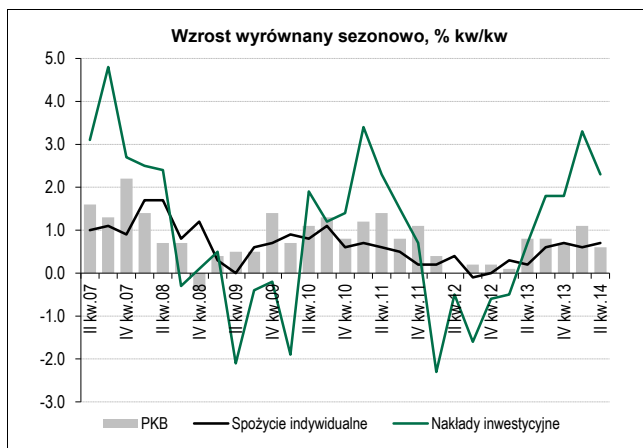
■ Nie wydaje nam się, aby **zmiana** premiera polskiego rządu, na skutek odejścia Premiera Donalda Tuska z funkcji premiera na wysokie stanowisko w Unii Europejskiej, miała mieć wpływ na postrzeganie zwiększonego ryzyka politycznego przez inwestorów. Niemniej, zmiana jest znacząca, bo po siedmiu latach rządów dochodzi do zmiany rządu tuż przed wyborami samorządowymi (listopad 2014), prezydenckimi (połowa 2015) i parlamentarnymi (jesień 2015). Zapowiada to ciekawy okres w polskiej polityce.

Na rynku finansowym 9 września 2014 r.:

Stopa depozytowa NBP	1,00	WIBOR 3M	2,51	EURPLN	4,1978
Stopa referencyjna NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	2,02	USDPLN	3,2605
Stopa lombardowa NBP	4,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	2,42	CHFPLN	3,4813

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 9.09.2014 r.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, Reuters, Bloomberg, Markit, BZ WBK

Całkiem niezły wzrost PKB w II kwartale...

▪ Polska gospodarka spowolniła tylko nieznacznie w II kw. 2014, do 3,3% r/r z 3,4% r/r w I kw. Wzrost popytu krajowego mocno przyspieszył do 5,1% r/r (najwyżej od niemal 4 lat). Choć w pewnym stopniu wynikało to ze zmiany w zapasach, będącej wynikiem bardzo słabej bazy z II kw. 2013, dużą pozytywną niespodzianką okazał się solidny wzrost inwestycji (8,4% r/r i 2,3% kw/kw po odsezonowaniu). Najwyraźniej silny wzrost aktywności inwestycyjnej na początku roku był w mniejszym niż sądziliśmy stopniu efektem czynników jednorazowych (dobra pogoda, która pozwoliła na kontynuację prac budowlanych, odpisy podatkowe na zakup samochodów z krataką). Tymczasem faktyczny trend w inwestycjach okazał się mocny i utrzymał się w II kw. Wzrost konsumpcji prywatnej przyspieszył do 2,8% r/r.

... ale perspektywy gospodarki się pogorszyły

▪ Ostatnie słabsze dane z Polski, rozczarowujące wyniki europejskich gospodarek, a także możliwe konsekwencje sankcji nałożonych na Rosję (i rosyjskich restrykcji odwetowych) sugerują, że w kolejnych kwartałach możemy mieć do czynienia z dalszym spowolnieniem wzrostu gospodarczego oraz niższą ścieżką inflacji (wykres obok). Przewidujemy, że wzrost PKB spowolni poniżej 3% w II półroczu 2014, z możliwym dołkiem na poziomie ok. 2,5% r/r w I kw. 2015. Inne ośrodki analityczne też rewidują w dół prognozy dla Polski.

▪ Sytuacja na rynku pracy nadal jest umiarkowanie pozytywna, więc wzrost realnych dochodów gospodarstw domowych będzie wspierał spożycie indywidualne w najbliższych kwartałach (oczekujemy wzrostu konsumpcji bliskiego 3% r/r). Jeśli chodzi o inwestycje, firmy prywatne mogą być bardziej ostrożne w drugiej połowie tego roku, ograniczając plany inwestycyjne w odpowiedzi na rosnącą niepewność globalną. Z drugiej strony, prawdopodobny jest wzrost wydatków inwestycyjnych sektora publicznego w cyklu wyborczym (2014-2015), w tym również z wykorzystaniem środków z nowej perspektywy finansowej UE. Projekt budżetu na 2015 r. wskazuje, że konsolidacja fiskalna będzie nieco wolniejsza niż wcześniej zakładano. W efekcie, popyt krajowy może być do pewnego stopnia czynnikiem stabilizującym wzrost gospodarczy w Polsce, w sytuacji trudniejszych perspektyw dla eksportu.

Eksport i przemysł mogą być pod presją

▪ Eksport ogółem wzrósł w czerwcu o 7,3% r/r, ale szczegółowe dane wskazują na dość pesymistyczny obraz sytuacji, ponieważ handel z głównymi partnerami uległ wyraźnemu załamaniu.

▪ Wzrost produkcji przemysłowej w czerwcu i lipcu był słaby (odpowiednio 1,8% r/r i 2,3% r/r). Spowolnienie odnotowano m.in. w sektorach zorientowanych na eksport, co sugeruje, że handel zagraniczny w lipcu też radził sobie gorzej.

▪ Indeks PMI dla polskiego przemysłu obniżył się w sierpniu do 49 pkt. z 49,4 w lipcu. W efekcie, po sześciu miesiącach spadków (trend rozpoczął się w lutym z poziomu 55,9 pkt.) indeks jest obecnie najniższy od maja 2013. Nowe zamówienia spadły w sierpniu po raz trzeci z rzędu, najmocniej od kwietnia 2013. Zamówienia eksportowe spadły po raz pierwszy od 14 miesięcy. Inne wskaźniki wyprzedzające, jak np. indeks koniunktury GUS, również wskazują na pogorszenie aktywności. Co więcej, dalszy trend spadkowy utrzymały wskaźniki koniunktury dla gospodarki niemieckiej i strefy euro.

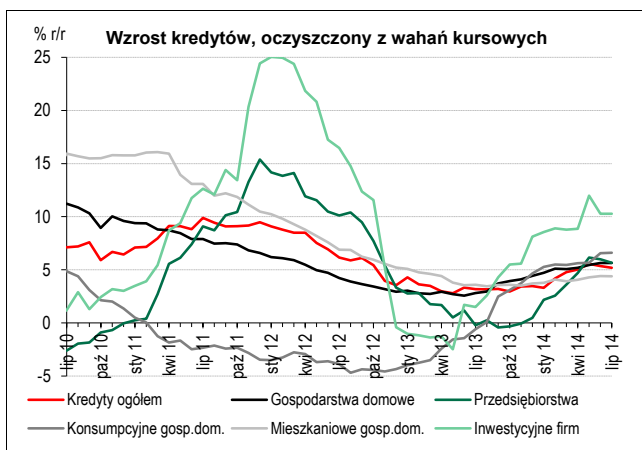
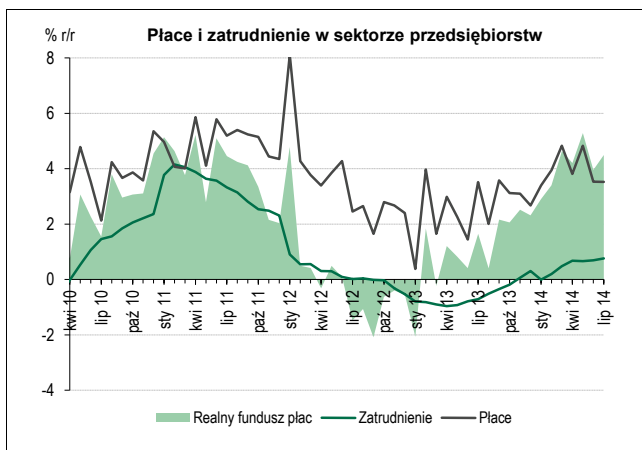
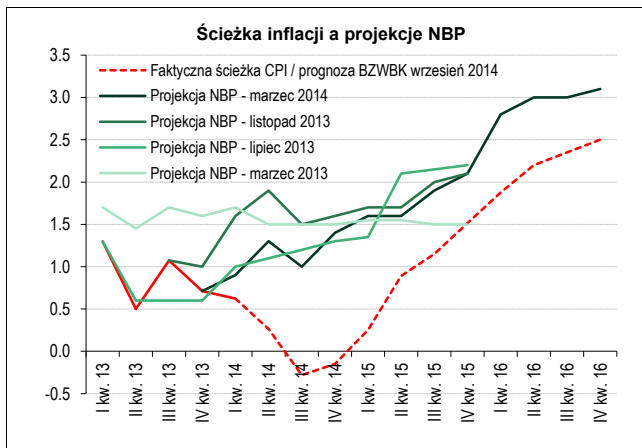
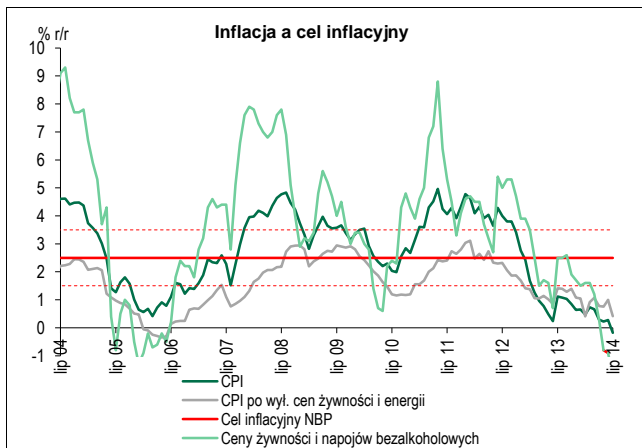
▪ Słabe odczyty indeksów wyprzedzających sugerują, że perspektywy dla produkcji przemysłowej i eksportu są nienajlepsze.

... ale w budownictwie i sprzedaży detalicznej możliwa poprawa

▪ Lipcowe dane o produkcji w budownictwie mocno rozczarowały (1,1% r/r wobec średnio ok. 12% r/r w pierwszych 5 miesiącach roku). Jednak biorąc pod uwagę planowane inwestycje infrastrukturalne i zbliżające się wybory, oczekujemy odbicia w tym sektorze.

▪ Wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył do 2,1% r/r. Spodziewamy się lekkiego przyspieszenia w kolejnych miesiącach dzięki korzystnej sytuacji na rynku pracy.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, BZ WBK

Ścieżka inflacji będzie niżej

W lipcu stopa inflacji CPI po raz pierwszy w historii spadła poniżej zera (do $-0,2\%$ r/r). Przyczyniły się do tego pozytywne szoki podażowe (spadek cen żywności i paliw o $1-2\%$ r/r). Miesięczna obniżka cen żywności nie odbiegała od średniej, jednak w sierpniu może być mocniejsza i niewykluczone, że ta tendencja będzie widoczna w kolejnych miesiącach.

Ceny innych towarów i usług nie sprawiły niespodzianek poza cenami w łączności, gdzie zanotowano drugi raz z rzędu podwyżki ($1,2\%$ m/m), będące efektem nowych tarif w telefonii komórkowej. Najwyraźniej wojna cenowa na tym rynku się zakończyła.

Silny spadek zanotowała roczna dynamika kosztów utrzymania mieszkania, pomimo tego, że ceny w ciągu miesiąca pozostały stabilne. Był to efekt bazy wynikający z wprowadzenia nowej ustawy śmieciowej w lipcu 2013 (i mocnych podwyżek cen). Spowodowało to też mocny spadek inflacji bazowej. Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii spadła w lipcu do $0,4\%$ r/r z $1,0\%$ w czerwcu.

Dynamika PPI spadła w lipcu do -2% r/r. Od dłuższego czasu nie widać żadnych sygnałów presji cenowej na producentów. Jedyny sygnał wzrostowy pojawił się w badaniu PMI, w którym firmy wskazywały na rosnące koszty produkcji i ceny wyrobów gotowych.

Wolniejszy wzrost gospodarczy oznacza, że domknięcie luki popytowej może zająć więcej czasu, w związku z czym nie obawiamy się presji inflacyjnej w krótkim horyzoncie. Co więcej, po wprowadzeniu przez Rosję ograniczeń w imporcie żywności, na rynku polskim i europejskim w najbliższych miesiącach będzie się utrzymywać nadpodaż tych towarów. W efekcie, ścieżka inflacji może być znacznie niższa niż wcześniej oczekiwaliśmy – dynamika CPI może pozostać poniżej zera nawet do końca tego roku i stopniowo rosnąć w 2015 do ok. $1,5\%$ na koniec roku. Naszym zdaniem cel inflacyjny NBP ($2,5\%$) nie zostanie przekroczony do końca 2016 r.

Rynek pracy nadal w niezłej kondycji

Sytuacja na rynku pracy jest nadal niezła i oczekujemy, że tak pozostanie w najbliższych kwartałach, co będzie wspierało wzrost konsumpcji prywatnej.

Zatrudnienie w sektorze firm wzrosło w lipcu o $0,8\%$ r/r. Pomimo sygnałów spowolnienia gospodarki w Polsce i za granicą, krajowe firmy nadal stopniowo zwiększają popyt na pracowników.

Płace wzrosły o $3,5\%$ r/r w lipcu. Niska inflacja wspiera wzrost realnej siły nabywczej gospodarstw domowych. Fundusz płac wzrósł realnie o $4,5\%$ r/r w lipcu – tak samo jak średnia w marcu-czerwcu.

Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła do $11,9\%$ w lipcu, po znacznym spadku liczby bezrobotnych (-34 tys. wobec -16 tys. w lipcu'13). Odsezonowana stopa bezrobocia BAEL spadła do $9,0\%$, najniżej od 2009 r. Ministerstwo Pracy szacuje, że w sierpniu stopa bezrobocia spadła do $11,7\%$. Jeśli te dane się potwierdzą, będzie to oznaczać, że pozytywne trendy ponownie ulegają wzmocnieniu.

Kredyty rosną umiarkowanie, ale spowolnienie możliwe

Choć tempo poprawy na rynku kredytowym ostatnio się ustabilizowało, rynek wciąż mamy do czynienia z przyzwoitym tempem wzrostu. Spowolnienie wzrostu PKB i wzrost niepewności mogą się jednak przełożyć na spowolnienie wzrostu kredytów.

Wzrost kredytów dla firm ustabilizował się w pobliżu 5% r/r, przy czym kredyty inwestycyjne rosły w tempie ponad 10% r/r a kredyty bieżące o ok. 4% r/r w lipcu. Kredyty gospodarstw domowych rosną w tempie ok. $5,5\%$ r/r, w tym kredyty konsumpcyjne o $6,5\%$ r/r, a mieszkaniowe o $4,5\%$ r/r.

Wyniki ankiety wśród przewodniczących komitetów kredytowych pokazały, że banki spodziewają się złagodzenia kryteriów oraz silniejszego popytu na kredyt w III kw. Jednakże, ponieważ poziom ryzyka wynikający z oczekiwanej sytuacji gospodarczej jest jednym z głównych czynników wpływających na warunki kredytowania, to te prognozy mogą już być nieaktualne.

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragmenty komunikatu RPP we wrześniu

W strefie euro natomiast kwartalna dynamika PKB wyhamowała do zera. Przyczyniło się do tego obniżenie PKB w Niemczech i Włoszech, przy utrzymującej się stagnacji we Francji. Wskaźniki koniunktury dotyczące strefy euro sugerują możliwość pewnej poprawy aktywności gospodarczej w III kwartale, choć nastroje w przemyśle pogorszyły się w ostatnim okresie. W największych gospodarkach wschodzących dynamika aktywności gospodarczej pozostaje niska jak na te kraje. W ostatnim miesiącu obniżyły się ceny wielu surowców rolnych i energetycznych, co wraz z umiarkowanym tempem wzrostu gospodarczego na świecie sprzyja utrzymywaniu się niskiej inflacji w wielu krajach.

W Polsce, napływające dane wskazują na spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego. (...)Dane za lipiec pokazują, że roczna dynamika produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej pozostały niskie, a dynamika produkcji budowlano-montażowej znacząco się obniżyła.

W lipcu roczna inflacja CPI obniżyła się i była ujemna (...).Spadkowi inflacji sprzyjało obniżenie dynamiki cen żywności oraz inflacji bazowej, co wskazuje na brak presji popytowej. Brak presji kosztowej potwierdza natomiast utrzymujący się spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu. Towarzystwą temu bardzo niskie oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

W ocenie Rady w ostatnim okresie wzrosła niepewność dotycząca perspektyw aktywności gospodarczej w Polsce, a przez to tempa powrotu inflacji do celu. Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. **Jeśli napływające dane będą potwierdzały osłabienie koniunktury gospodarczej oraz wzrost ryzyka utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie, Rada rozpocznie dostosowanie polityki pieniężnej.**

Co się odwlecze...

- RPP utrzymała stopy procentowe bez zmian, co było zgodne z naszą prognozą oraz konsensusem rynkowym. Naszym zdaniem, zmiana bilansu czynników ryzyka dla wzrostu gospodarczego i inflacji, która miała miejsce w ostatnich tygodniach, uzasadniała obniżkę stóp (nawet o 50 pb) już na wrześniowym posiedzeniu. Najwyraźniej takie głosy w RPP wciąż są w mniejszości, a pozostali członkowie chcą poznać więcej danych z gospodarki potwierdzających zmianę scenariusza.

- Znajduje to potwierdzenie w komunikacie, którego najważniejsze zdanie brzmi: **„Jeśli napływające dane będą potwierdzały osłabienie koniunktury gospodarczej oraz wzrost ryzyka utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie, Rada rozpocznie dostosowanie polityki pieniężnej”**. Rada zwróciła również uwagę, że w ostatnim okresie wzrosła niepewność dotycząca perspektyw aktywności gospodarczej w Polsce, a przez to tempa powrotu inflacji do celu.

- Jeśli chodzi o perspektywę inflacji Rada wyraźnie zwraca, że mamy obecnie: 1. ujemną inflację, czyli wyraźnie poniżej celu; 2. brak presji popytowej; 3. brak presji kosztowej; 4. bardzo niskie oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Biorąc pod uwagę, że jednocześnie Rada pisze, że „napływające dane wskazują na spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego”, nie ma w sumie wątpliwości, że łagodzenie polityki pieniężnej może się rozpocząć.

- Odpowiadając na pytanie co musiałyby się wydarzyć, aby nie doszło do obniżki, Prezes NBP odpowiedział, że między innymi fantastyczne wyniki w przemyśle. Cóż, nasza prognoza spadku produkcji przemysłowej w ujęciu rocznym (lub nawet jej delikatny wzrost) nie wskazywałaby na taki rozwój sytuacji. Mówiąc wprost, uważamy, że kolejne dane pozwolą Radzie obniżyć stopy procentowe już w październiku.

- Na konferencji prasowej Prezes NBP powiedział wprost, że Rada nie musi czekać na listopadową projekcję. Co więcej, ostatnie zdanie komunikatu mówi o „rozpoczęciu dostosowania” polityki pieniężnej, a nie o „dostosowaniu” polityki pieniężnej. Oznacza to, że możemy mieć do czynienia z rozpoczęciem cyklu obniżek stóp w październiku.

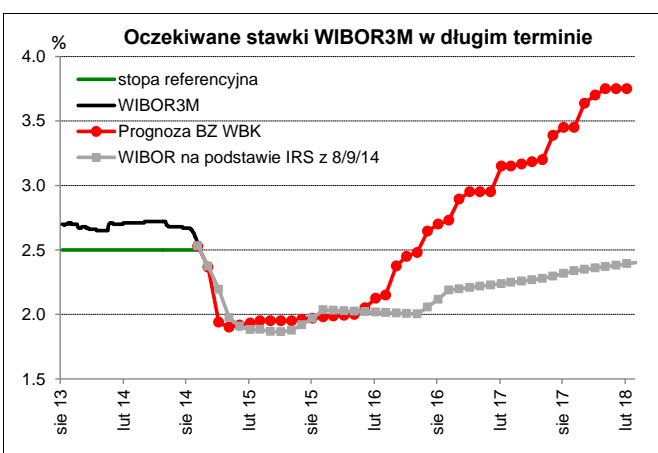
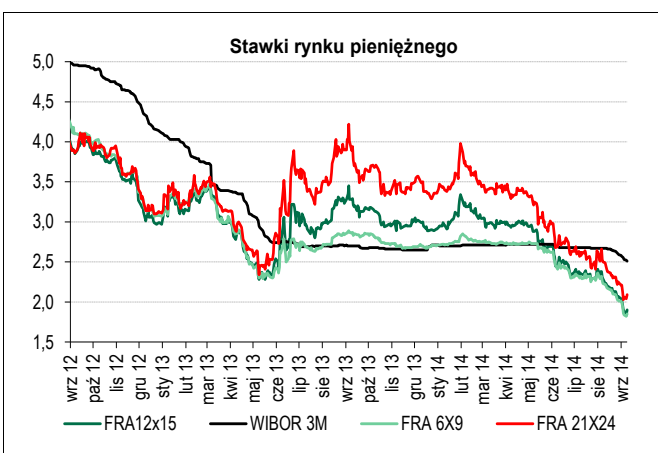
Krótki cykl obniżek przed nami – 75 pb w IV kw.

- Dlaczego więc RPP nie obniżyła stóp we wrześniu? Wszystko wskazuje na to, że taki ruch był dyskutowany, ale wniosek nie uzyskał większości (Prezes NBP powiedział, że decyzja nie była jednorodna). Jednym z argumentów była duża skala niepewności odnośnie sytuacji na Wschodzie (konflikt na Ukrainie). Po drugie, na konferencji zwrócono uwagę na *forward guidance*. Rada zrezygnowała z niego w lipcu, ale najwyraźniej jest wciąż do niego przywiązana i nie chciała (przynajmniej niektórzy członkowie) zmienić stóp przed końcem trzeciego kwartału.

- Biorąc pod uwagę niespieszność Rady w podejmowaniu decyzji, widzimy ryzyko, że oczekiwana przez nas skala redukcji (75 pkt bazowych) może być rozłożona nawet na trzy miesiące, zamiast szybkich, skumulowanych w czasie obniżek.

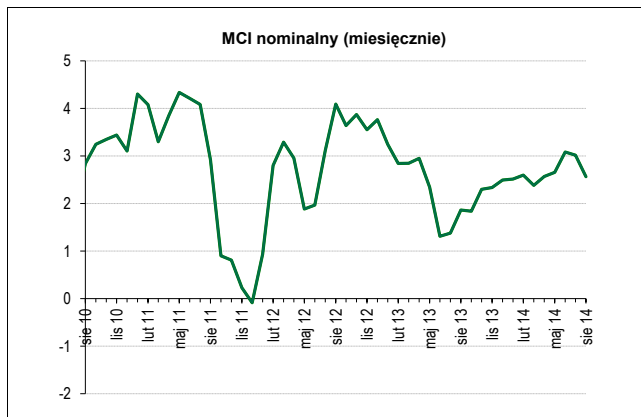
- Rada Polityki Pieniężnej otworzyła drzwi do obniżek stóp procentowych, więc można powiedzieć, iż wprowadziła nieformalne łagodne nastawienie w polityce pieniężnej. Właściwie musiałyby wydarzyć się coś bardzo pozytywnego w gospodarce, aby do obniżki stóp w październiku nie doszło. Uważamy, że pod wpływem wyraźnej zmiany scenariusza makroekonomicznego, Rada obniży stop procentowe o 75 pkt bazowych w najbliższych miesiącach, prawdopodobnie stopniowo po 25 pb co miesiąc w czwartym kwartale.

- Obecnie rynek wycenia niemal w pełni obniżkę o 75 pb w ciągu najbliższych trzech miesięcy i niewielkie szanse na podwyżkę stóp w ciągu najbliższych 2-3 lat (wykres obok).



Źródła: NBP, Reuters, BZ WBK

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



Możliwy dalszy spadek MCI w kolejnych miesiącach

- W sierpniu indeks restrykcyjności polityki pieniężnej zanotował dość wyraźny ruch w dół dzięki deprecjacji złotego oraz spadkowi stawk rynku pieniężnego.
- Nasz indeks restrykcyjności rósł od połowy 2013 do połowy 2014 w wyniku stosunkowo stabilnych stóp i umacniającej się waluty. W naszej ocenie, ostatnie zmiany to początek odwrócenia tej tendencji i obniżki stóp procentowych mogą pchnąć MCI dalej w dół. Z drugiej strony, uspokojenie sytuacji na Ukrainie mogłoby umocnić krajową walutę ograniczając w ten sposób skalę rozluźnienia polityki pieniężnej.



Rzońca (1,44)

Winiecki (1,45)

Kaźmierczak (1,41)

Głapiński (1,38)

Hausner (1,03)

Bratkowski (0,58)

Belka (0,96)

Zielińska-Głębocka (0,81)

Chojna-Duch (0,73)

Osiatyński



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.

Ponieważ od dłuższego czasu nie było głosowania, rozmieszczenie członków RPP na osi wynika głównie z naszej oceny, m.in. na podstawie ostatnich wypowiedzi.

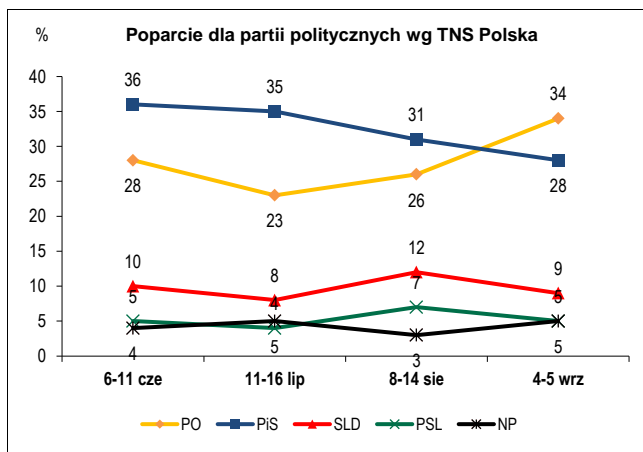
Będzie większość dla obniżki w październiku

Jak pokazaliśmy na poprzedniej stronie, komunikat RPP i komentarze Marka Belki na konferencji prasowej sugerowały nie tylko, że obniżka w październiku jest prawdopodobna, ale także, że będzie to początek cyklu. Komentarze członków RPP, które pojawiły się w mediach w ciągu ostatnich dwóch miesięcy, wskazują, że większość członków Rady poprze wnioski o obniżkę stóp w październiku. Dwaj najbardziej gołębi członkowie (wg naszej osi restrykcyjności po lewej) wciąż wzywają do łagodzenia polityki pieniężnej. Elżbieta Chojna-Duch powiedziała, że w październiku stopy powinny zostać obcięte o 50pb. Jerzy Osiatyński powiedział przed posiedzeniem we wrześniu, że brak jest przyczyn natury ekonomicznej do utrzymywania stóp w Polsce na tak wysokim poziomie. Dodatkowo Andrzej Bratkowski stwierdził, że jeśli nadchodzące dane będą słabe, to Rada powinna zastanowić się nad obniżką w październiku. Jego zdaniem stopy powinny zostać obniżone łącznie o 50-100pb w krótkim cyklu. Uważamy, że Bratkowski najczęściej spośród członków RPP podejmuje decyzje w oparciu o oczekiwania dotyczące przyszłej sytuacji gospodarczej a nie danych z poprzednich miesięcy i jego podejście do polityki pieniężnej jest najbardziej elastyczne. Bratkowski podkreślił, że Rada musi być pewna zmiany scenariusza makroekonomicznego przed rozpoczęciem cyklu obniżek i że więcej danych jest potrzebnych, by uzyskać taką pewność. Po tym komentarzu było dla nas pewne, że we wrześniu nie będzie większości za obniżkami. Tylko dwaj inni członkowie mogli poprzeć łagodzenie polityki – Anna Zielińska-Głębocka i Marek Belka. Zielińska-Głębocka powiedziała po posiedzeniu we wrześniu, że obniżki o 25pb w październiku i listopadzie są najlepszym rozwiązaniem i potem Rada może pomyśleć o dalszych ruchach. Natomiast jeśli chodzi o prezesa NBP Marka Belkę, to wyniki głosowania pokażą czy zdecydował się głosować za obniżką, nawet będąc w mniejszości. W każdym razie, wymieniona wyżej piątka to dość, by przegłosować obniżkę stóp w najbliższym miesiącu, zwłaszcza biorąc pod uwagę fakt, że 5 września Bloomberg cytował trzech anonimowych członków RPP, którzy potwierdzili swoje poparcie dla obniżek we wrześniu oraz że Rada zapewne obniży stopy o 25pb w październiku i listopadzie.

Jakie są argumenty przeciw obniżce?

Trudno nam zrozumieć dlaczego RPP – zgadzając się, że obniżki są potrzebne i uzasadnione – nie obcięła stóp od razu i w większej skali, ale ponownie wybrała strategię małych kroków. O ile taka decyzja mogłaby mieć negatywny wpływ na złotego, to byłoby to wsparcie dla gospodarki bez wzrostu obaw o nadmierny wzrost inflacji. Belka stwierdził ostatnio, że słabość polskiej waluty nie jest powodem do zmartwień dla RPP. Wydaje się jednak, że dla niektórych członków stabilizacja kursu złotego jest ważna. Na przykład, w połowie sierpnia Andrzej Kaźmierczak powiedział w rozmowie z PAP, że „nadrzędnym celem jest, aby nie zdestabilizować rynków, nie zdestabilizować kursu walutowego, aby utrzymać stabilność całego systemu finansowego”. Wydaje nam się, że tego typu argument mógł stać się jeszcze ważniejszy we wrześniu w obliczu kontekstu kryzysu na Ukrainie. Ciekawe, że najbardziej jastrzębi członkowie RPP nie wypowiedzieli się ostatnio. Możliwe, że lista argumentów przeciw obniżkom nie jest zbyt długa i RPP będzie prawie jednomyślna podejmując decyzje w październiku.

Pod lupą: polityka fiskalna



Założenia makroekonomiczne do budżetu na 2015 r.

	2014	2015	2016	2017	2018
PKB (mld zł)	1,693.6	1,771.2	1,876.3	1,988.6	2,119.0
Wzrost PKB (%)	3.3	3.4	3.7	3.9	4.0
Inflacja (% , średnio)	0.1	1.2	2.3	2.1	2.5
Stopa bezrobocia BAEL (% , średnio)	9.7	9.1	8.6	7.9	7.3
Zatrudnienie BAEL (% r/r, średnio)	1.5	0.8	0.7	0.7	0.6
EURPLN (średnio)	4.15	3.98	3.76	3.56	3.54
USDPLN (średnio)	3.07	2.92	2.77	2.62	2.60
Stopa referencyjna NBP (% , średnio)	2.4	2.0	2.4	3.1	3.6

Projekt budżetu na 2015 (mld zł) – główne wartości

	2014 plan (1)	2014 prognoza (2)	2015 plan (3)	zmiana (3) / (2)
Dochody razem	277,782	286,200	297,253	3,9%
Dochody podatkowe	247,980	257,963	269,820	4,6%
VAT	115,700	126,000	134,630	6,8%
CIT	23,250	23,250	24,530	5,5%
PIT	43,700	43,000	44,390	3,2%
Dochody niepodatkowe	28,148	26,583	25,885	-2,6%
Wydatki razem	325,287	320,187	343,332	7,2%
Bilans	-47,505	-34,000	-46,080	35,5%

	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	10.07	zmiana od 11.06.14	zmiana od 31.12.13	10.07	zmiana od 11.06.14	zmiana od 31.12.13
Polska	217	5	-20	58	-1	-21
Czechy	30	2	-28	45	-7	-15
Węgry	318	5	-59	167	-23	-89
Grecja	506	70	-155	103	5	67
Hiszpania	161	38	-60	71	-6	-154
Irlandia	114	9	-39	50	-9	-70
Portugalia	275	71	-135	175	6	-171
Włochy	173	38	-42	94	-11	-75
Francja	33	0	-16	40	-3	-14
Niemcy				22	0	-5

Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, GUS, BZ WBK

Wkrótce zmiany w rządzie

▪ 1 grudnia Donald Tusk obejmie stanowisko przewodniczącego Rady Europejskiej, rezygnując wcześniej z dotychczas pełnionych funkcji, tj. premiera Polski i prezesa PO. To oznacza konieczność dokonania zmian w rządzie na krótko przed wyborami samorządowymi (16 listopada 2014), prezydenckimi (połowa 2015 r.) i parlamentarnymi (jesień 2015 r.). Zmiana nastąpi nie tylko na stanowisku premiera, ale obejmie zapewne również kilku innych ministrów, w tym Elżbietę Bieńkowską, minister infrastruktury i rozwoju, odpowiedzialną za wydatkowanie środków z UE. Udzielenie wotum zaufania dla nowego rządu nie powinno być problemem dla rządzącej koalicji (wymagane jest 50% plus jeden głos w obecności co najmniej połowy ustawowej liczby posłów).

▪ Jest jeszcze zbyt wcześnie, by wyrokować, jak te zmiany wpłyną na polską scenę polityczną. Ostatnie badania opinii publicznej wskazują na wzrost poparcia dla PO po informacji o nominacji Donalda Tuska na jedno z najważniejszych stanowisk w UE. Niewątpliwie szczykują się ciekawe czasy w polskiej polityce. Nie spodziewamy się znaczącego wzrostu ryzyka politycznego czy istotnej zmiany polityki gospodarczej. Jednakże już teraz widoczne są sygnały, że polityka fiskalna przed wyborami będzie bardziej akomodacyjna.

Wolniejsze tempo konsolidacji fiskalnej?

▪ Projekt budżetu na 2015 r. zakłada deficyt budżetowy na poziomie 46,1 mld zł czyli 2,6% PKB, więcej niż ok. 34 mld zł (2% PKB) szacowane na koniec 2014 r. Minister finansów twierdzi, że deficyt finansów publicznych będzie niższy niż 3% PKB w 2015 r., co pozwoli Polsce wyjść z procedury nadmiernego deficytu w 2016 r. W tym celu konieczne jednak będzie znaczące zacieśnienie fiskalne poza budżetem centralnym. Nie jest to niemożliwe, ale cel jest ambitny, zwłaszcza w roku wyborczym. W sumie wydaje nam się, że tempo konsolidacji fiskalnej może spowalniać w porównaniu do planów przedstawionych w ostatnim programie konwergencji. Nie musi to być jednak interpretowane negatywnie (dopóki deficyt finansów publicznych jest poniżej 3% PKB), gdyż będzie to wspierało gospodarkę w obliczu trudniejszej globalnej sytuacji.

▪ Założenia makroekonomiczne do budżetu na 2015 r. nie są zbyt konserwatywne (w odróżnieniu od ostatnich lat), zwłaszcza w obliczu ryzyka dla wzrostu w Europie i niepewnej perspektywy geopolitycznej. Nasze prognozy PKB i CPI na lata 2014-2015 są niższe.

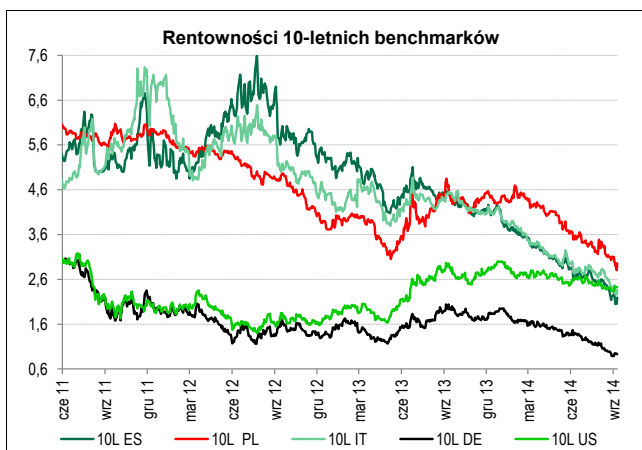
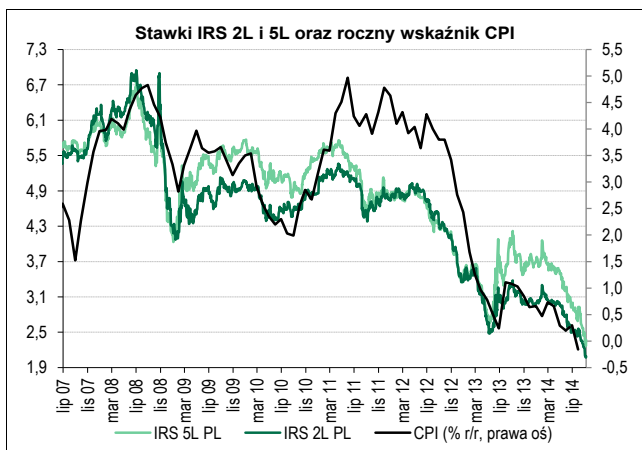
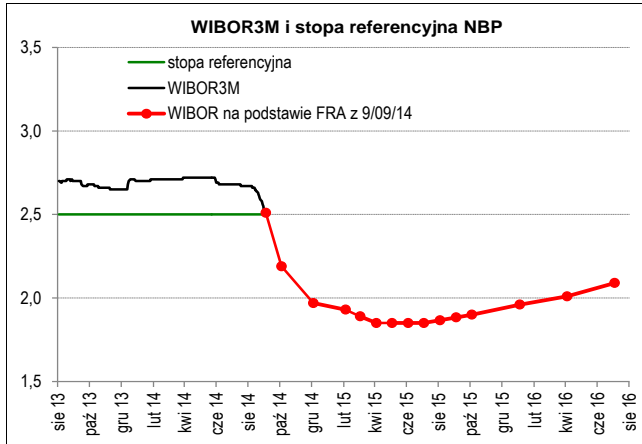
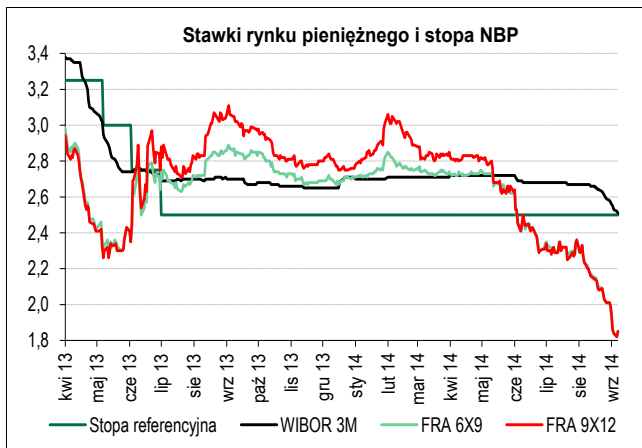
▪ Rząd postanowił zmienić zasady indeksacji emerytur oraz ulgi podatkowe dla rodzin z dziećmi, co spowoduje nieco większy wzrost świadczeń socjalnych w przyszłym roku (o ok. 0,5% r/r wg naszych szacunków) i zwiększy dochody gospodarstw domowych. Zmiany mają kosztować budżet ok. 2,8 mld zł (ok. 0,2% PKB). Ta suma zapewne bezpośrednio przełoży się na wzrost popytu krajowego w 2015 r., jako że zmiany dotyczą głównie osób mniej zarabiających, z dużą skłonnością do konsumpcji.

Rentowności rekordowo niskie dzięki EBC

▪ W ostatnich dwóch miesiącach rozczarowujące dane gospodarcze, obawy o deflację i ryzyko geopolityczne zepchnęły rentowności na rynkach bazowych i peryferyjnych strefy euro do najniższych poziomów w historii. Co ciekawe, wskaźniki ryzyka kredytowego poprawiły się w zarówno w Europie Śr.-Wschodniej, jak i na rynkach peryferyjnych – stawki CDS spadły, a spready wobec Bundów zawężyły się.

▪ Na początku września obligacje znowu się umocniły, po tym jak EBC zaskoczył rynek obniżką stóp o 10pb i ogłosił rozpoczęcie programu skupu papierów zabezpieczonych aktywami (ABS) oraz zabezpieczonych obligacji od października. Pakiet działań EBC powinien obniżyć krótki koniec krzywych, podczas gdy długi koniec będzie bardziej wrażliwy na dane makro i informacje o strategii wyjścia Fed-u. Zatem, posiedzenie FOMC w połowie września będzie kluczowe. Bardziej jastrzębia retoryka i rewizja w górę prognoz dla gospodarki US powinna spowodować wystromienie krzywych (wzrost rentowności na długim końcu).

Rynek stopy procentowej



Źródła: Reuters, BZ WBK

Obniżki stóp coraz bliżej

Stawki rynku pieniężnego spadły w lipcu-sierpniu w wyniku nasilenia się oczekiwań na cięcia stóp i publikacji słabych danych o aktywności gospodarczej i spadku CPI poniżej zera. Stawki WIBOR obniżyły się o 5-22 pb i krzywa jeszcze bardziej się wypłaszczyła bowiem 12-miesięczna stawka spadła najbardziej. FRA też dość mocno obniżyły się (o 19-52 pb od końca czerwca) potwierdzając silne przekonanie rynku, że stopy NBP spadną po wakacjach.

Zgodnie z oczekiwaniami, RPP pozostawiła we wrześniu stopy na dotychczasowym poziomie. Zasugerowała jednak dość jasno, że cykl obniżek może się rozpocząć jeszcze przed listopadem, kiedy to Rada będzie miała do dyspozycji nowe prognozy PKB i CPI. Doprowadziło to do pogłębienia spadków stawek rynku pieniężnego, zwłaszcza na dłuższych terminów zapadalności. Warto zauważyć, że 12-miesięczny WIBOR spadł poniżej 3-miesięcznego. Ostatni raz sytuacja taka miała miejsce w trakcie luzowania polityki pieniężnej zakończonego w lipcu 2013. FRA wycenia obecnie obniżki stóp o 75 pb w ciągu najbliższych 3 m-cy.

Dokonałiśmy istotnej rewizji w dół naszych prognoz stawek rynku pieniężnego w wyniku zmiany scenariusza makro i ścieżki stóp NBP (szczegóły we wrześniowym raporcie [Rates and FX Outlook](#)). Oczekujemy spadku 3-miesięcznego WIBOR-u do 1,90% na koniec tego roku. Aktualne kwartalne prognozy zamieszczone są na str. 12.

Silne umocnienie dzięki czynnikom krajowym i zewnętrznym

Rentowności obligacji i IRS spadły dość istotnie w lipcu-sierpniu i osiągnęły nowe rekordowe poziomy (10-letni benchmark obniżył się przejściowo poniżej 3%). Rynek był wspierany przez oczekiwania na obniżki stóp w Polsce, dalsze poluzowanie polityki pieniężnej w strefie euro i dalsze umocnienie niemieckich Bundów (rentowność 10-latk spadła poniżej 1%). Na koniec sierpnia polski rynek znalazł się jednak pod istotną presją pogorszenia nastrojów na rynkach wschodzących w reakcji na niepokojące informacje z Ukrainy. Korekta na rynku IRS i długu była jednak tylko chwilowa.

Początek września przyniósł kolejną falę znacznego spadku IRS i rentowności obligacji do nowych rekordowych minimów (o 6-12 pb na całej długości krzywych po decyzji RPP). Wbrew naszym oczekiwaniom, rynek pozytywnie zareagował na brak obniżki w tym miesiącu. Brak cięcia został zneutralizowany przez bardzo gołąbią retorykę RPP i sugestie, że cykl luzowania polityki pieniężnej zacznie się na następnym posiedzeniu. Poza tym, nastrój uległ istotnej poprawie w reakcji na znaczne złagodzenie polityki pieniężnej przez EBC, po rozczarowujących danych z rynku pracy USA oraz informacji o zawieszeniu broni pomiędzy Ukrainą a prorosyjskimi separatystami. W konsekwencji, rentowność 10-letniego benchmarku z łatwością przebiła wsparcie na 3% i spadła do 2,85%.

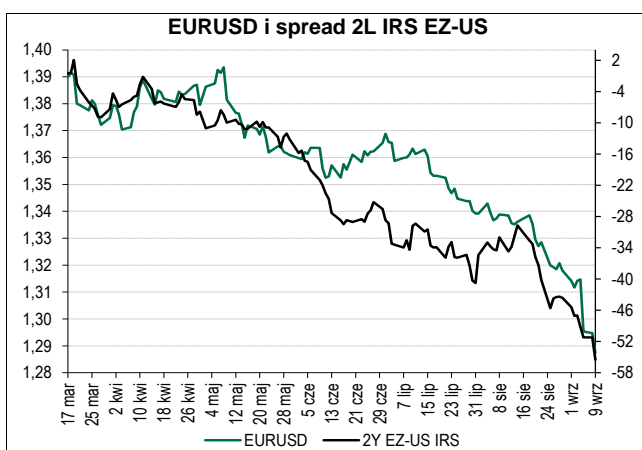
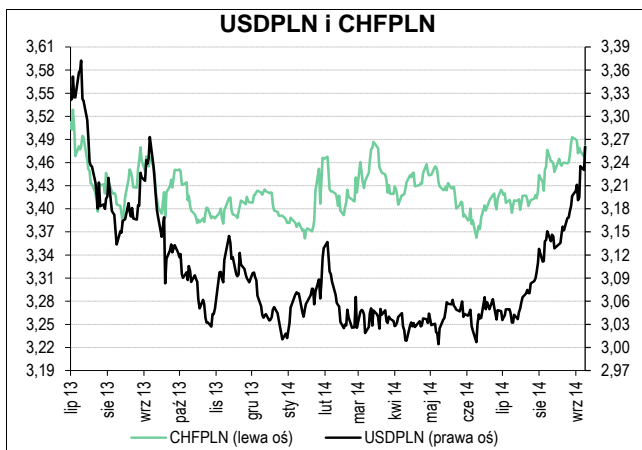
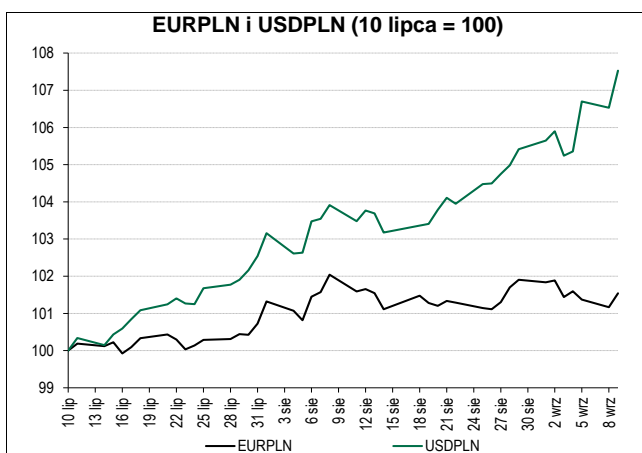
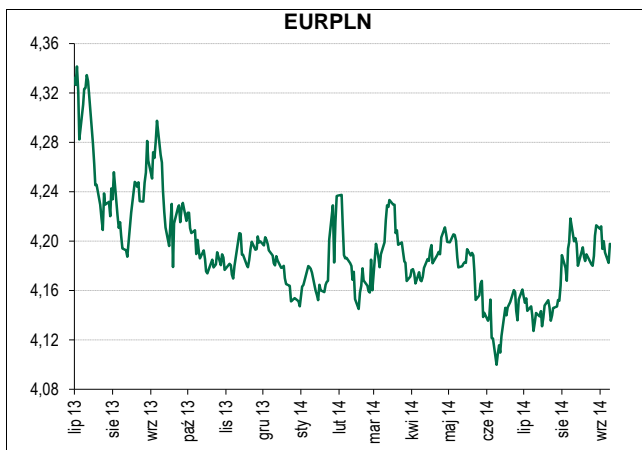
Możliwe dalsze spadki IRS/rentowności

Polityka pieniężna w strefie euro została ostatnio dość istotnie poluzowana i miała wyraźny wpływ na rynek stopy procentowej. W naszej ocenie, polski rynek może nadal korzystać z oczekiwań na obniżki stóp w kraju i spodziewany napływ dodatkowej płynności z EBC na europejski rynek. Poza tym, nastrój w regionie CEE poprawił się nieco w ostatnich dniach, co może zachęcić inwestorów do ulokowania kapitału na polskim rynku. W naszej ocenie, krótki koniec krzywej obligacyjnej może spaść do 2% kiedy RPP obniży stopy po raz pierwszy, a rentowność 10-latk może spaść nawet do 2,70% w nadchodzących tygodniach.

Zmiany na polskiej scenie politycznej mogą dodać nieco zmienności (szczególnie jeśli będą dotyczyć ministra finansów), ale ogólnie czynnik ten będzie według nas neutralny.

Nadal oczekujemy wzrostu IRS i rentowności obligacji w długim terminie, w ślad za rynkami bazowymi, wraz z poprawą perspektyw gospodarczych i podwyżek stóp w USA w drugiej połowie 2015. Powinno to doprowadzić do wystromienia polskiej krzywej.

Rynek walutowy



Źródła: GUS, Reuters, BZ WBK

Złoty może się umacniać wolniej

W lipcu sugerowaliśmy, że wakacyjne miesiące mogą być dość gorące na polskim rynku walutowym. Złoty faktycznie doświadczył całkiem wyraźnych zmian w lipcu-sierpniu i na początku września. Nagły wzrost zmienności na globalnym rynku pod koniec lipca miał bardzo wyraźny wpływ na krajową walutę. Oczekiwania na szybsze podwyżki stóp w USA i obawy o eskalację konfliktu między Rosją a Ukrainą pchnęły EURPLN powyżej 4,17. W sierpniu kurs dwukrotnie testował natomiast 4,23 (najwyższy poziom od marca). W połowie września EURPLN jest jednak poniżej 4,20 dzięki nieoczekiwanemu poluzowaniu polityki pieniężnej przez EBC i słabym miesięcznym danym z rynku pracy USA.

Naszym zdaniem, w ciągu ostatnich dwóch miesięcy perspektywy gospodarcze dla Polski się pogorszyły. Zdecydowaliśmy się obniżyć prognozę PKB na 2014 i 2015 do 3,1% (ze spowolnieniem poniżej 3% w najbliższych kwartałach). Inflacja też będzie zapewne niższa niż dotychczas oczekiwaliśmy, częściowo w powodu sankcji, jakie na polską żywność nałożyła Rosja. Zrewidowaliśmy także scenariusz dla polityki pieniężnej i spodziewamy się obniżek stóp NBP o 75 pb łącznie w ciągu najbliższych trzech miesięcy. Okoliczności te sugerują w naszej ocenie wolniejszą niż prognozowana dotychczas aprecjację złotego.

Warto jednocześnie pamiętać, że tempo wzrostu PKB oraz stopy procentowe w Polsce i tak pozostaną jednymi z najwyższych w całej Europie. Dlatego sądzymy, że krajowa waluta będzie się umacniać w końcu 2014 oraz w całym 2015. Z kolei w krótkim terminie, napływ zagranicznego kapitału na polski rynek długu – wspierany przez oczekiwania na cięcia stóp w kraju – powinien wspierać złotego. Z drugiej strony, utrzymujące się ryzyko geopolityczne będzie zapewne ograniczać potencjał do wyraźniejszej aprecjacji. Spodziewamy się, że EURPLN będzie blisko 4,15 na koniec roku (wobec 4,0, jakich oczekiwaliśmy poprzednio) i wyniesie średnio 4,10 w 2015 (nasza poprzednia prognoza wynosiła 3,95).

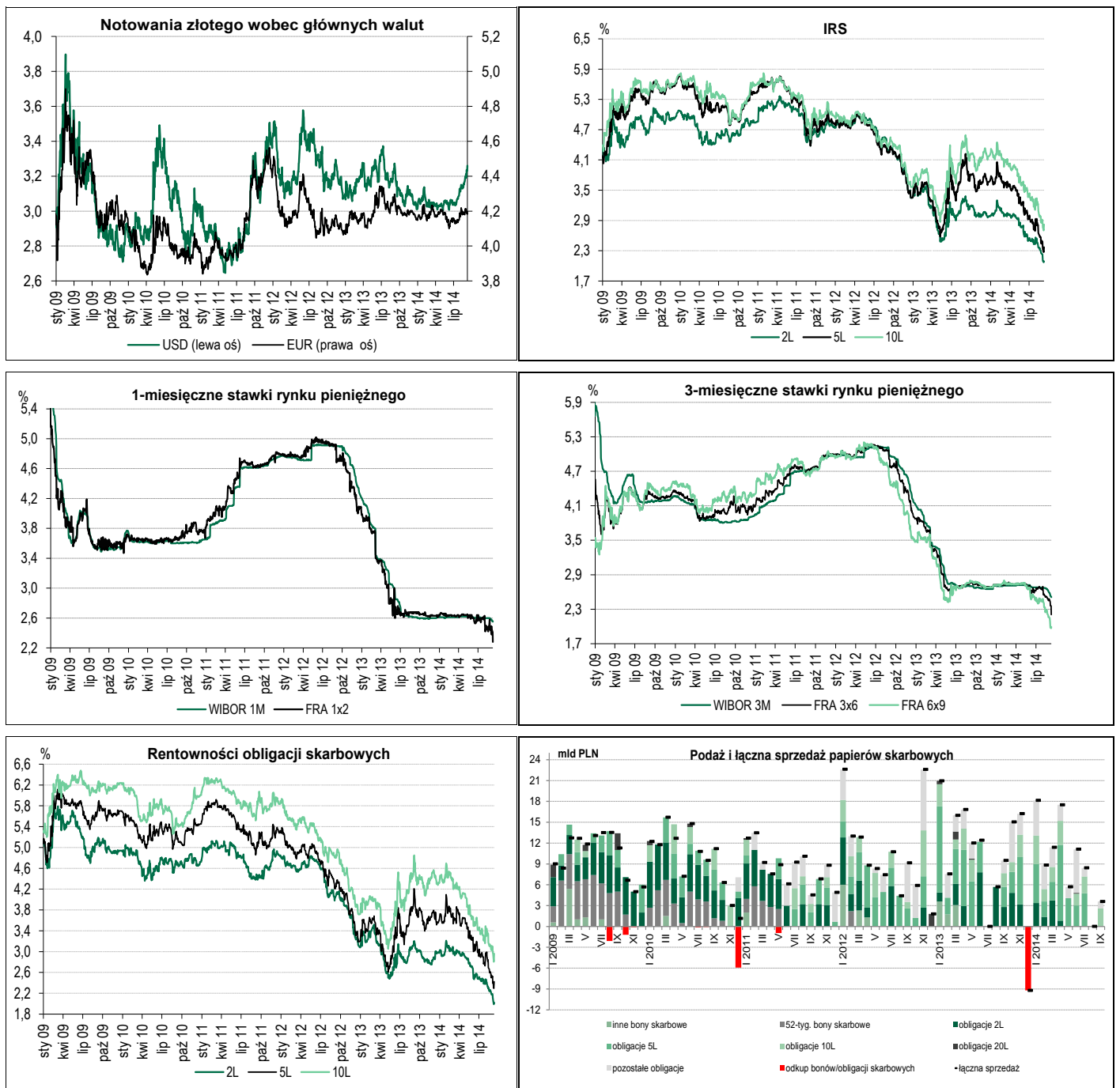
Pewna dywergencja wystąpiła w notowaniach kursów EURPLN i USDPLN. Od kiedy w połowie lipca rozpoczęła się trwająca obecnie fala deprecjacji złotego do dolara, ten pierwszy kurs wzrósł o 1,5%, a drugi o ponad 7%. To największa rozbieżność w tempie zmian tych kursów od marca 2012 (6% vs. 15%), kiedy nagle nasiliły się obawy o peryferia strefy euro (wybory w Grecji i Francji). Wówczas odreagowanie EURPLN pomogło złotemu odzyskać siłę wobec dolara mimo dalszego spadku EURUSD. Na początku września EURPLN oddalił się nieco od ostatniego szczytu na ok. 4,23, co przypomina sytuację z marca 2012.

Euro pod presją

W trakcie wakacyjnych miesięcy EURUSD pozostał w trendzie spadkowym w wyniku publikacji rozczarowujących danych ze strefy euro i zaskakująco dobrych z USA. Ruch na południe przyspieszył wyraźnie po nieoczekiwanej wrześniowej decyzji EBC o obniżeniu stóp i uruchomieniu programu skupu instrumentów zabezpieczonych aktywami i zabezpieczonych obligacji. W rezultacie, EURUSD spadł poniżej 1,29, najniższej od lipca 2013. Biorąc pod uwagę okres od maja do teraz, euro jest trzecią najsłabszą walutą do dolara z grupy G10 (za szwedzką oraz norweską koroną) i straciło ok. 6,5%. Co więcej, żadna waluta z tej grupy nie zyskała w tym czasie do dolara amerykańskiego – najlepiej radził sobie dolar australijski, który stracił 0,3%.

Oprócz prognoz dla złotego, zmieniliśmy również scenariusz dla EURUSD. Bardzo słabe dane ze strefy euro opublikowane ostatnio, znaczne poluzowanie polityki pieniężnej przez EBC i mocne dane z USA sprawiają, że nie spodziewamy się, aby EURUSD był na koniec roku powyżej 1,31 (wobec 1,37 oczekiwanych poprzednio). Sądzymy, że w 2015 średni EURUSD wyniesie natomiast 1,33 (do tej pory prognozowaliśmy 1,44).

Monitor rynku



Przetargi obligacji skarbowych w 2013/2014 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg			Przetarg zamian			
	data	obligacje	oferta	sortydaż	data	obligacje	oferta	sortydaż	data	Obligacje	sortydaż
Lipiec '13											
sierpień	7.08	OK0116	3000-5000	5695,0							
wrzesień	5.09	OK0112/PS0718	5000-7000	5706,8							
październik	3.10	PS0718	2500-4500	3008,0	22.10	OK0116/IZ0823/DS1023	6000-2000	12019,9	16.10	EUR20140203**	WZ0119/DS1023
listopad	7.11	OK0116/PS0718	4000-7000	7964,2	13.11	USD20140115**	100	132	20.11	OK0114/PS0414	DS1023/WS/WZ/IZ
grudzień									5.12	OK0114/PS0414	PS0416/WZ0119
Styczeń '14	9.01	PS0718/WZ0124	3000-5000	6013,0	23.01	OK/PS/WZ/DS	6000-10000	12129,7			
lutyc	6.02	OK0716/WZ0119	2000-4000	4810,0	13.02	PS0718/DS1013	3000-5000	4011,0			
marzec	6.03	OK0716/WZ0119	2500-5500	6573,0					20.03	PS0414/OK0714	PS0718/DS1023
kwiecień	3.04	DS1023/WZ0119	3000-5000	5781,0	23.04	OK0716/PS1016/PS0718	5000-10000	11722,3			
maj	8.05	PS0719/WZ0119	3000-5000	5694,2	22.05	IDS1024	1000-2000				
czerwiec	5.06	DS/WS/WZ	3000-5000	4989,7					18.06	OK0714/WZ0115	
lipiec	3.07	DS0725/WS0428	1000-3000	2419,0	23.07	do wyboru	2000-6000				

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja odkupu

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
8 września DE: Eksport (VII) CZ: Produkcja przemysłowa (VII)	9 CZ: CPI (VII)	10	11 HU: CPI (VII)	12 PL: Podaż pieniądza (VIII) EZ: Produkcja przemysłowa (VII) US: Sprzedaż detaliczna (VIII) US: Wstępny Michigan (IX)
15 PL: Bilans płatniczy (VII) PL: CPI (VIII) US: Produkcja przemysłowa (VIII)	16 PL: Inflacja bazowa (VIII) PL: Płace i zatrudnienie (VIII) DE: Indeks ZEW (IX)	17 PL: Produkcja przemysłowa (VIII) PL: PPI (VIII) EZ: HICP (VIII) US: CPI (VIII) US: Decyzja FOMC	18 PL: Minutes RPP US: Rozpoczęte budowy domów (VIII) US: Pozwolenia na budowę (VIII) US: Indeks Philly Fed (IX)	19
22 US: Sprzedaż domów (VIII)	23 PL: Sprzedaż detaliczna (VIII) PL: Stopa bezrobocia (VIII) CN: Wstępny PMI – przemysł (IX) DE: Wstępny PMI – przemysł (IX) EZ: Wstępny PMI – przemysł (IX) HU: Decyzja banku centralnego	24 DE: Indeks Ifo (IX) US: Sprzedaż nowych domów (VIII)	25 CZ: Decyzja banku centralnego US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (VIII)	26 US: Trzeci szacunek PKB (II kw.) US: Indeks Michigan (IX)
29 US: Dochody osobiste (VIII) US: Wydatki konsumentów (VIII) US: Niezakończona sprzedaż domów (VIII)	30 PL: Bilans płatniczy (II kw.) PL: Oczekiwania inflacyjne (IX) EZ: Wstępny HICP (IX) CZ: PKB (II kw.) US: Indeks nastrojów konsumentów (IX)	1 października PL: PMI – przemysł (IX) CN: PMI – przemysł (IX) DE: PMI – przemysł (IX) EZ: PMI – przemysł (IX) US: ISM – przemysł (IX) US: Raport ADP (IX)	2 EZ: Decyzja EBC US: Zamówienia przemysłowe (VIII)	3 EZ: PMI – usługi (IX) DE: PMI – usługi (IX) US: ISM – usługi (IX) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (IX) US: Stopa bezrobocia (IX) US: ISM – usługi (IX)
6 DE: Zamówienia przemysłowe (VIII)	7 DE: Produkcja przemysłowa (VIII) CZ: Produkcja przemysłowa (VIII)	8 PL: Decyzja RPP US: Minutes FOMC	9 DE: Eksport (VIII) CZ: CPI (IX)	10 HU: CPI (IX)
13	14 PL: Bilans płatniczy (VIII) PL: Podaż pieniądza (IX) DE: Indeks ZEW (VIII) EZ: Produkcja przemysłowa (VIII)	15 PL: CPI (IX) PL: Inflacja bazowa (IX) US: Sprzedaż detaliczna (IX) US: Beżowa Księga Fed	16 PL: Płace i zatrudnienie (IX) EZ: HICP (IX) US: Produkcja przemysłowa (IX) US: Indeks Philly Fed (X)	17 PL: Produkcja przemysłowa (IX) PL: PPI (IX) US: Rozpoczęte budowy domów (IX) US: Pozwolenia na budowę (IX) US: Wstępny Michigan (X)

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

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2014 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie EBC	8	6	6	3	8	5	3	7	4	2	6	4
Posiedzenie RPP	7-8	4-5	4-5	8-9	6-7	2-3	1-2	19	2-3	7-8	4-5	2-3
Minutes RPP	23	20	20	17	22	20	-	21	18	23	20	18
Szybki szacunek PKB*	-	14	-	-	15	-	-	14	-	-	14	-
PKB*	-	28	-	-	30	-	-	29	-	-	28	-
Inflacja CPI	15	14 ^a	14 ^b	15	14	13	15	13	15	15	13	15
Inflacja bazowa	16	-	14	16	15	16	16	14	16	15	17	16
Ceny producenta	21	19	19	17	20	18	17	20	17	17	20	17
Produkcja przemysłowa	21	19	19	17	20	18	17	20	17	17	20	17
Sprzedaż detaliczna	24	24	25	24	26	26	23	26	23	-	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	20	18	18	16	19	17	16	19	16	16	19	16
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	2		31			30			30			
Bilans płatniczy	17	12	17	11	15	13	14	13	15	14	13	
Podaż pieniądza	14	14	14	14	14	13	14	14	12	14	14	
Wskaźniki koniunktury	23	21	21	23	22	23	22	22	22	22	21	19

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

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		sie 13	wrz 13	paź 13	lis 13	gru 13	sty 14	lut 14	mar 14	kwi 14	maj 14	cze 14	lip 14	sie 14	wrz 14
PMI	pkt.	52,6	53,1	53,4	54,4	53,2	55,4	55,9	54,0	52,0	50,8	50,3	49,4	49,0	49,2
Produkcja przemysłowa	% r/r	2,2	6,3	4,6	2,9	6,7	4,2	5,3	5,5	5,5	4,4	1,8	2,3	-0,8	7,6
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-11,1	-4,8	-3,2	-2,9	5,8	-3,9	14,4	17,4	12,2	10,0	8,0	1,1	0,3	7,3
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	3,4	3,9	3,2	3,8	5,8	4,8	7,0	3,1	8,4	3,8	1,2	2,1	1,8	4,2
Stopa bezrobocia	%	13,0	13,0	13,0	13,2	13,4	14,0	13,9	13,5	13,0	12,5	12,0	11,9	11,7	11,7
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	2,0	3,6	3,1	3,1	2,7	3,4	4,0	4,8	3,8	4,8	3,5	3,5	4,0	3,4
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8
Eksport (w euro)	% r/r	2,8	9,0	3,8	2,3	10,1	10,5	5,8	10,9	6,7	11,5	7,3	6,3	2,2	10,5
Import (w euro)	% r/r	-0,3	4,2	4,6	0,6	0,0	6,6	7,3	3,1	6,2	11,6	9,6	5,7	1,5	16,8
Bilans handlowy	mIn EUR	299	660	259	-25	-85	406	268	484	733	-14	333	229	391	-113
Rachunek bieżący	mIn EUR	-618	-907	-6	-911	-497	-873	-508	615	941	124	-391	-356	-509	-1,368
Rachunek bieżący	% PKB	-1,9	-1,9	-1,8	-1,7	-1,4	-1,2	-1,2	-1,0	-0,9	-0,8	-0,9	-0,8	-0,8	-0,9
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-26,8	-29,6	-39,5	-38,5	-42,2	-2,6	-11,7	-17,5	-21,3	-22,5	-25,4	-26,4	-25,0	-25,2
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	51,9	57,4	76,5	74,7	81,8	5,6	24,7	36,8	44,8	47,3	53,4	55,5	52,6	53,0
Inflacja (CPI)	% r/r	1,1	1,0	0,8	0,6	0,7	0,5	0,7	0,7	0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,4
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	1,4	1,3	1,4	1,1	1,0	0,4	0,9	1,1	0,8	0,8	1,0	0,4	0,4	0,7
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,1	-1,4	-1,4	-1,5	-1,0	-1,0	-1,4	-1,3	-0,7	-1,0	-1,8	-2,0	-1,4	-1,2
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	6,1	6,1	5,9	5,7	6,2	5,4	5,2	5,2	5,4	5,2	5,2	6,2	6,3	6,9
Zobowiązania	% r/r	5,8	6,0	5,9	5,2	6,0	4,9	4,7	4,7	5,4	5,5	5,5	6,8	6,7	6,7
Należności	% r/r	3,3	3,7	2,9	3,8	4,0	4,2	4,7	5,3	6,1	5,4	4,9	5,4	5,8	5,4
EUR/PLN	PLN	4,23	4,24	4,19	4,19	4,18	4,18	4,18	4,20	4,18	4,18	4,14	4,14	4,19	4,20
USD/PLN	PLN	3,18	3,17	3,07	3,10	3,05	3,07	3,06	3,04	3,03	3,04	3,04	3,06	3,15	3,20
CHF/PLN	PLN	3,43	3,43	3,40	3,40	3,41	3,39	3,42	3,45	3,43	3,42	3,39	3,41	3,46	3,48
Stopa referencyjna ^b	%	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
WIBOR 3M	%	2,70	2,69	2,67	2,65	2,67	2,70	2,71	2,71	2,72	2,72	2,69	2,68	2,65	2,54
Rentowność obligacji 2L	%	2,98	3,07	2,90	2,80	2,94	2,99	3,06	2,99	2,94	2,79	2,54	2,45	2,30	2,10
Rentowność obligacji 5L	%	3,67	3,86	3,62	3,64	3,65	3,67	3,79	3,68	3,60	3,36	3,10	2,89	2,73	2,50
Rentowność obligacji 10L	%	4,31	4,50	4,28	4,38	4,41	4,42	4,47	4,26	4,10	3,80	3,54	3,34	3,23	3,00

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

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2012	2013	2014	2015	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
PKB	mld PLN	1,596,4	1,635,7	1,692,8	1,765,9	397,4	413,5	415,6	466,3	409,0	430,6	435,1	491,1
PKB	% r/r	2,0	1,6	3,1	3,1	3,4	3,3	2,8	2,8	2,6	3,1	3,3	3,5
Popyt krajowy	% r/r	-0,1	0,0	3,9	4,0	3,0	5,1	3,9	3,6	3,5	3,9	4,2	4,3
Spożycie indywidualne	% r/r	1,3	0,8	2,8	2,8	2,6	2,8	2,9	2,9	2,8	2,7	2,8	2,9
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-1,6	-0,2	7,5	5,4	10,7	8,4	7,0	6,0	5,0	5,0	5,0	6,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,0	2,3	4,1	4,3	4,9	3,7	3,2	4,3	4,0	4,8	4,3	4,2
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-1,0	-10,3	6,5	7,2	9,8	9,9	3,0	5,6	6,0	5,7	8,5	7,8
Sprzedż detaliczna ^a	% r/r	6,0	2,6	4,0	6,2	5,1	4,6	2,8	3,6	4,3	5,1	7,2	8,0
Stopa bezrobocia ^b	%	13,4	13,4	12,2	11,7	13,5	12,0	11,7	12,2	12,4	11,2	11,1	11,7
Płace brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	3,7	3,4	3,5	4,0	4,2	3,5	3,2	3,2	3,6	3,6	4,6	4,6
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,0	-1,1	0,2	0,4	-0,3	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
Eksport (w euro)	% r/r	5,9	5,0	7,6	8,3	9,1	8,4	6,5	6,5	7,5	8,0	8,5	9,0
Import (w euro)	% r/r	2,3	0,0	7,8	9,9	5,6	9,1	8,2	8,2	9,0	10,0	10,0	10,5
Bilans handlowy	mIn EUR	-5 175	2 309	2 193	-327	1 159	1 052	508	-525	652	326	-77	-1 228
Rachunek bieżący	mIn EUR	-14 191	-5 328	-5 223	-8 437	-766	674	-2 135	-2 996	-1 450	-318	-2 956	-3 713
Rachunek bieżący	% PKB	-3,7	-1,4	-1,3	-2,0	-1,0	-0,9	-0,9	-1,3	-1,4	-1,7	-1,8	-2,0
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-3,9	-4,3	5,7	-2,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	3,7	0,9	0,1	0,9	0,6	0,3	-0,3	-0,1	0,2	0,9	1,1	1,5
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	2,4	0,7	0,0	1,6	0,7	0,3	-0,4	0,0	0,3	1,0	1,4	1,6
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	2,2	1,2	0,7	1,3	0,8	0,8	0,5	0,8	1,1	1,3	1,4	1,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,4	-1,3	-1,0	1,1	-1,2	-1,2	-1,5	-0,2	0,4	1,3	1,4	1,2
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	4,5	6,2	5,5	6,0	5,2	5,2	6,9	5,5	5,6	5,8	5,9	6,0
Zobowiązania ^b	% r/r	20,6	9,8	9,1	11,7	4,7	5,5	6,7	5,8	6,1	6,3	6,5	6,8
Należności ^b	% r/r	36,6	8,7	8,8	13,7	5,3	4,9	5,4	5,1	5,1	5,2	5,2	5,2
EUR/PLN	PLN	4,19	4,20	4,17	4,09	4,19	4,17	4,18	4,16	4,13	4,10	4,07	4,05
USD/PLN	PLN	3,26	3,16	3,10	3,08	3,06	3,04	3,13	3,18	3,16	3,13	3,05	2,99
CHF/PLN	PLN	3,47	3,41	3,42	3,10	3,42	3,42	3,45	3,40	3,28	3,18	3,02	2,94
Stopa referencyjna ^b	%	4,25	2,50	1,75	1,75	2,50	2,50	2,50	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
WIBOR 3M	%	4,91	3,02	2,53	1,96	2,71	2,71	2,62	2,08	1,92	1,95	1,97	1,99
Rentowność obligacji 2L	%	4,30	2,98	2,51	2,18	3,01	2,76	2,28	2,00	2,03	2,12	2,22	2,35
Rentowność obligacji 5L	%	4,53	3,46	3,01	2,55	3,71	3,35	2,71	2,28	2,37	2,47	2,60	2,78
Rentowność obligacji 10L	%	5,02	4,04	3,54	2,95	4,38	3,82	3,19	2,75	2,75	2,82	3,02	3,20

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 9.09.2014 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 22 534 18 87

Agnieszka Decewicz 22 534 18 86

Marcin Luziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

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 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 22 534 1888, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl