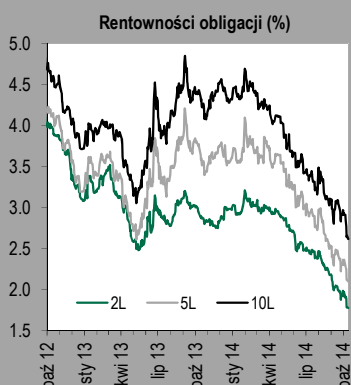
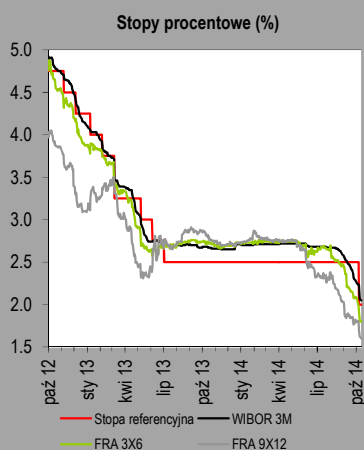


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Październik 2014

Wolniejszy wzrost osłabia nastroje



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

■ Kilka ostatnich tygodni przyniosło niesamowity napływ pozytywnych informacji dla Polski – premier Tusk wybrany na przewodniczącego Rady Europy, minister Szczurek uznany za najlepszego ministra finansów naszego regionu, drużyna siatkarzy wygrała mistrzostwa świata, a piłkarze pierwszy raz w historii pokonali drużynę niemiecką. Niemniej, jeśli chodzi o sytuację gospodarczą, to sukcesów ostatnio było znacznie mniej. **Opublikowane ostatnio dane makroekonomiczne utwierdzają w przekonaniu, że mamy do czynienia ze spowolnieniem i tempo wzrostu gospodarczego obniżyło się w trzecim kwartale poniżej 3%.** Widać to we wskaźnikach dotyczących produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej oraz w sprzedaży detalicznej. Z drugiej strony, sytuacja na rynku pracy wciąż się poprawia (spadające bezrobocie, wzrost dochodów z pracy), co powinno wspierać wzrost konsumpcji prywatnej. Jednocześnie, wciąż utrzymuje się prawdopodobnie przyzwoite tempo wzrostu inwestycji (brak oznak spowolnienia popytu na kredyt inwestycyjny, wzrost zatrudnienia). **Podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu PKB o 3,1% zarówno w tym jak i w przyszłym roku.**

■ **Jednocześnie stopa inflacji wciąż się obniża (-0,3% r/r w sierpniu) i najprawdopodobniej utrzyma się poniżej zera do końca tego roku w związku z presją ze strony niskich cen żywności i paliw oraz spowolnienia gospodarczego.** Kolejne kwartały przyniosą zapewne pewien wzrost inflacji, ale będzie on bardzo stopniowy, a inflacja pozostanie poniżej celu inflacyjnego NBP do końca 2016 roku.

■ **Biorąc pod uwagę zmianę scenariusza dla PKB i inflacji Rada Polityki Pieniężnej obniżyła (w końcu) stopy procentowe. Stopa referencyjna spadła o 50 pb do 2%, lombardowa o 100 pb do 3%, a depozytowa pozostała bez zmian.** RPP jednocześnie zasugerowała możliwość dalszego poluzowania polityki pieniężnej. Wydaje nam się jednak, że jeśli Rada obniży stopy ponownie listopadzie, to będzie to ruch o 25 pb. Podtrzymujemy więc prognozę stopy referencyjnej NBP na koniec roku na poziomie 1,75%.

■ Rynek wciąż wycenia bardziej agresywne dostosowanie stóp procentowych. Rentowności obligacji i stawki IRS osiągnęły kolejne rekordowo niskie poziomy i nawet ostatnie wypowiedzi członków RPP (wcale nie takie gołębie) nie spowodowały istotnej korekty. **Polski rynek stopy procentowej może pozostać pod wpływem oczekiwanej polityki EBC i inwestorzy mogą kontynuować poszukiwania atrakcyjnych rentowności, jednak wydaje nam się, że korekta na rynku jest prawdopodobna, jeśli nie pod wpływem nadchodzących krajowych danych, to po decyzji RPP w listopadzie, która może dla niektórych być rozczarowująca.**

■ Złoty pozostaje bardzo stabilny wobec euro, choć osłabił się do dolara na skutek ruchu kursu EURUSD. **Nie spodziewamy się znaczących zmian na rynku walutowym w najbliższych tygodniach i wciąż oczekujemy umocnienia złotego w średnim terminie, choć dalsze umocnienie dolara (na skutek oczekiwanych podwyżek stóp przez Fed) stanowi istotny czynnik ryzyka.**

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

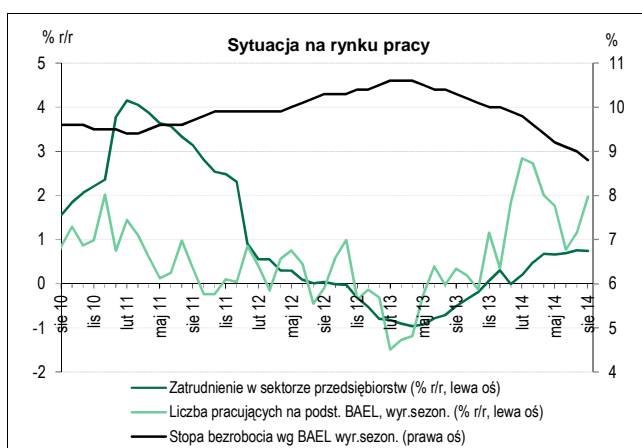
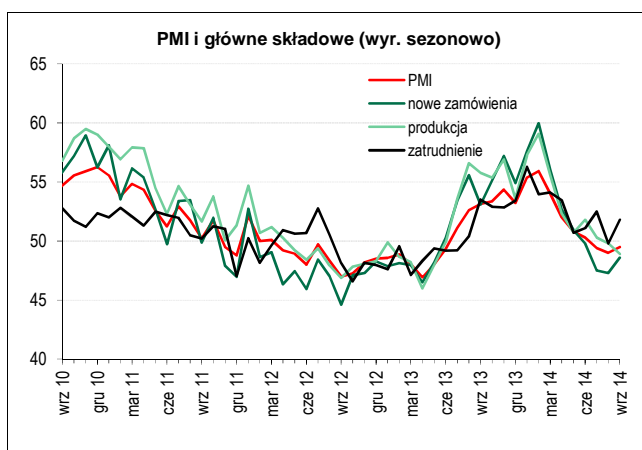
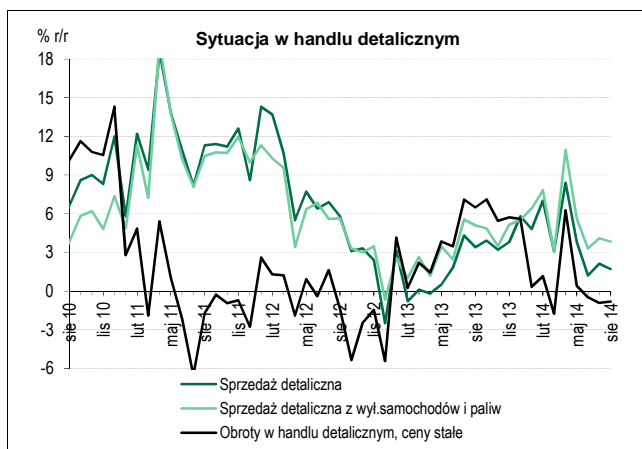
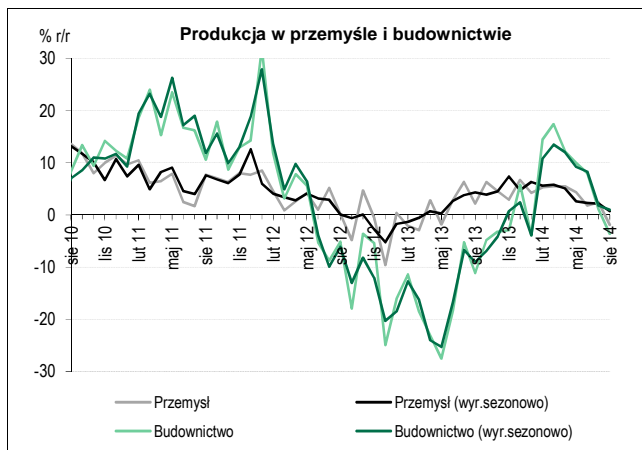
Al. Jana Pawła II 17, 00-132 Warszawa fax 22 586 83 40
 email: ekonomia@bzwbk.pl Strona www: skarb.bzwbk.pl
 Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88
 Piotr Bielski 22 534 18 87
 Agnieszka Decewicz 22 534 18 86
 Marcin Luziński 22 534 18 85
 Marcin Sulewski 22 534 18 84

Na rynku finansowym 10 października 2014 r.:

Stopa depozytowa NBP	1,00	WIBOR 3M	2,06	EURPLN	4,1795
Stopa referencyjna NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	1,78	USDPLN	3,2985
Stopa lombardowa NBP	4,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	2,12	CHFPLN	3,4540

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.10.2014 r.

Gospodarka Polski



Niektóre dane wciąż niezbyt dobre...

▪ Produkcja przemysłowa spadła w sierpniu o 1,9% r/r i była to najmocniejszy spadek od maja 2013. Odczyt był pod wpływem jednego dnia roboczego mniej niż przed rokiem. Produkcja wyrównana sezonowo wzrosła o 0,7% r/r (największy przyrost od roku) i spadła o 1,2% m/m. Wskazuje to, że spowolnienie wzrostu produkcji było w sierpniu skutkiem nie tylko efektu dni roboczych czy czynnika sezonowego.

▪ Produkcja samochodów, przyczep i nacze spadła dość znacznie (o 18,6% r/r). Spadek odnotowano również w innych sektorach, np. w żywności (o prawie 5% r/r) do czego znacznie przyczyniły się sankcje nałożone na eksport żywności do Rosji.

▪ Produkcja budowlano-montażowa spadła w sierpniu o 3,6% r/r. Po wyeliminowaniu czynników o charakterze sezonowym odnotowano wzrost budowlanki o 1% r/r, przy spadku o 1,8% m/m. Dane te mogą świadczyć o pewnym wyhamowaniu inwestycji infrastrukturalnych, ale przede wszystkim inwestycji związanych z sektorem nieruchomości (o prawie 16% r/r spadła produkcja przedsiębiorstw specjalizujących się w robotach związanych z budową budynków).

▪ W sierpniu roczna dynamika sprzedaży detalicznej spowolniła do 1,7% (z 2,1% w lipcu). W ujęciu realnym dynamika sprzedaży detalicznej wyniosła 2,8% r/r wobec 3,1% miesiąc wcześniej. Słabszy wzrost wynikał głównie z gwałtownego spadku sprzedaży samochodów (o 15,1% m/m). Pozytywnie zaskoczyły tymczasem dane o sprzedaży odzieży i obuwi (wzrost o 4%), a także o sprzedaży mebli oraz sprzętu RTV i AGD (o prawie 6%). Według naszych szacunków, tempo wzrostu sprzedaży detalicznej po wyłączeniu sprzedaży samochodów, utrzymuje się w ostatnich trzech miesiącach na poziomie 2,2-2,4% r/r (ale poniżej średniej za styczeń-maj na ok. 5% r/r).

▪ GUS podał także, że obroty w handlu detalicznym spadły w sierpniu o 0,8% r/r (po spadku o 0,9% w lipcu). Natomiast po wyrównaniu sezonowym obroty wzrosły w sierpniu o 1,1% r/r po spadku o 1,2% r/r miesiąc wcześniej.

... ale część zaskoczyła na plus

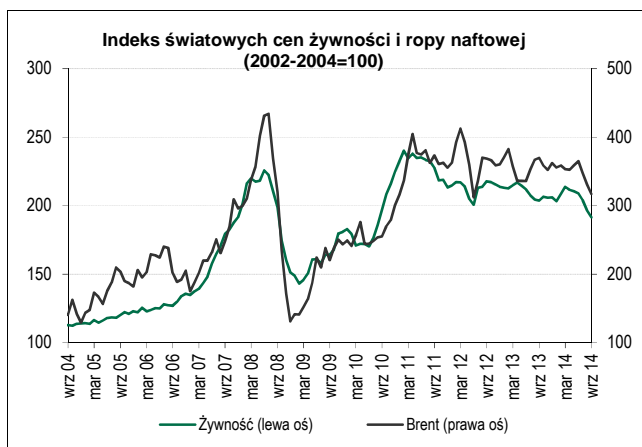
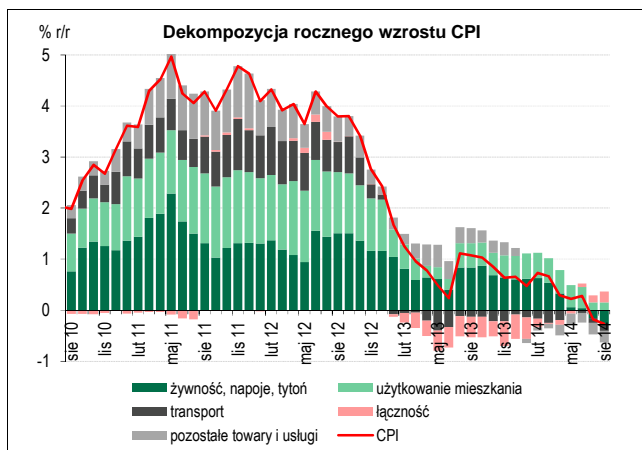
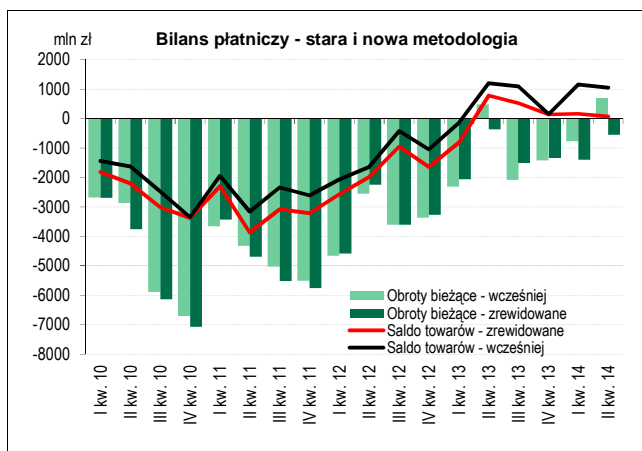
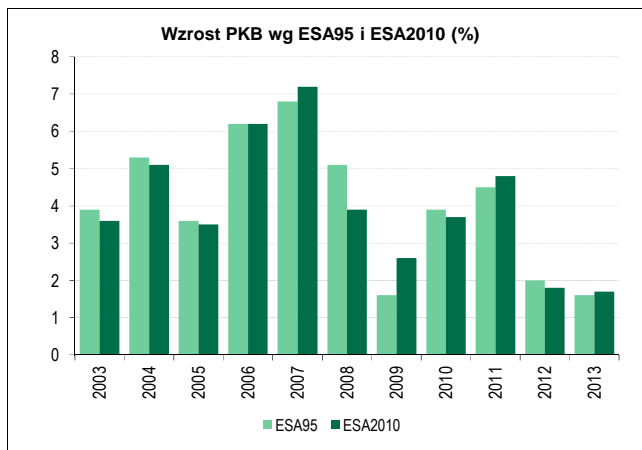
▪ PMI dla polskiego przemysłu nieznacznie wzrósł we wrześniu do 49,5 pkt z 49 pkt w sierpniu, odnotowując pierwszy ruch w górę po sześciu miesiącach spadków. Indeks pozostał jednak poniżej neutralnego poziomu 50 pkt w całym III kw. Lepszy od oczekiwań odczyt to przede wszystkim efekt wzrostu sub-indeksu zatrudnienia oraz spowolnienia spadków nowych zamówień. We wrześniu sub-indeks produkcji kontynuował spadek i jego tempo było najszybsze od maja 2013. Przedsiębiorstwa uzasadniają spadek nowych zamówień słabszym popytem w wyniku konfliktu Ukraina-Rosja. Ostatnie wskazania PMI ogólnie potwierdzają pogorszenie sytuacji w sektorze przetwórczym. Z drugiej strony, wrześniowy odczyt był powyżej oczekiwań, a sub-indeks dla nowych zamówień poprawił się, co jest pozytywnym sygnałem. Musi on być jeszcze jednak potwierdzony.

▪ Nadal pozytywnie na tym tle prezentuje się rynek pracy. Stopa bezrobocia (rejestrowanego i wg metodologii BAEL) spada w tempie szybszym od oczekiwań, a liczba nowych ofert pracy szybko rośnie (wg Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej liczba ofert we wrześniu wzrosła do 115 tys., najwyższej od 2001 r.). Tempo wzrostu płac pozostaje umiarkowane (3,5% r/r w sierpniu) i w połączeniu ze wzrostem zatrudnienia oraz deflacją oznacza solidny wzrost funduszu płac (4,6% r/r w sierpniu, więcej niż w pierwszej połowie roku). Ogólnie, dane z rynku pracy zapowiadają dobry wynik konsumpcji prywatnej w drugiej połowie tego roku.

▪ Dane z sektora bankowego wskazują, że kredyty konsumpcyjne i inwestycyjne rosną w przyzwoitym tempie. Sugeruje to, że nie tylko popyt konsumpcyjny, ale i inwestycje mogą wspierać gospodarkę w najbliższych kwartałach. Możliwe, że do rosnących inwestycji prywatnych dołączą przed końcem roku także inwestycje publiczne.

Źródła: GUS, Markit, BZ WBK

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, FAO, BZ WBK

Rewizja danych o PKB i bilansie płatniczym

▪ GUS opublikował zrewidowane szacunki polskiego PKB za lata 2002-2013 zgodne z nową metodologią UE, ESA2010. W wyniku wprowadzonych zmian metodologicznych do PKB wliczono m.in. działalność nielegalną, taką jak handel narkotykami, przemysł, prostytutkę, ale również takie elementy jak wydatki na systemy uzbrojenia czy na badania i rozwój. Po tej rewizji, nominalny PKB za 2013 został podniesiony o 1,6% (26,3 mld zł), z czego nielegalna działalność stanowi 13,3 mld zł. Realny wzrost PKB w ub.r. wyniósł wg nowej metodologii 1,7% wobec 1,6% poprzednio. Do końca listopada mają być opublikowane zrewidowane porównywalne szeregi danych wg nowej metodologii od 1995 r. w ujęciu rocznym i kwartalnym.

▪ Zmiany metodologii dotknęły również dane o bilansie płatniczym. Po rewizji wprowadzonej przez NBP pogorszeniu uległy salda obrotów bieżących i towarowych za lata 2010-2014. W II kw. 2014 deficyt obrotów bieżących wyniósł 553 mln € wobec nadwyżki 674 mln €, na którą wskazywały wcześniej publikowane dane miesięczne.

▪ Jeśli chodzi o szczegółowe zmiany w ostatnich danych, niektóre towary zostały przekwalifikowane na usługi (np. dobra wysłane do uszlachetniania), a niektóre usługi na towary (pośrednictwo handlowe). Ogólnie była to zmiana na korzyść usług, których wartość wzrosła kosztem eksportu i importu towarów. Saldo dochodów zostało przemianowane na saldo dochodów pierwotnych i włączono do niego niektóre podatki, subwencje i czynsze z salda transferów bieżących, które z kolei stało się saldem dochodów wtórnych. Ogólnie rewizje spowodowały wzrost 12-miesięcznego deficytu obrotów bieżących do 1,2% PKB z 0,9% w II kw. 2014 r.

▪ Pod wpływem zmian metodologicznych obniżyliśmy naszą prognozę eksportu i importu na sierpień, ale warto odnotować, że prognozowanie stało się trudniejsze (i mniej precyzyjne) wskutek skrócenia dostępnych szeregów czasowych.

▪ Najbardziej zaskakujące był dla nas to, że saldo błędów i opuszczeń zwiększyło się po rewizji danych: 12-miesięczne zagregowane saldo wyniosło ok. -10 mld € (prawie 200% deficytu bieżącego) w ostatnich miesiącach wobec ok. -6 mld € przed zmianą.

Inflacja poniżej zera do końca roku

▪ Inflacja CPI spadła w sierpniu do -0,3% r/r, głównie w wyniku spadku cen żywności (-2,1% r/r) i paliw (-1,9% r/r). Wzrost cen odnotowano w przypadku telekomunikacji więc najwyraźniej wojna cenowa na rynku telefonii uległa zakończeniu. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii lekko wzrosła w sierpniu do 0,5% r/r z 0,4% r/r, a PPI wyniósł -1,5% r/r wobec -2,0% r/r w lipcu.

▪ Sygnały presji cenowej nie są widoczne i wygląda na to, że CPI może pozostać poniżej zera nawet do końca roku, szczególnie w wobec słabszego wzrostu gospodarczego i sankcji nałożonych przez Rosję na import towarów (co obniża ceny żywności w Europie). Indeks globalnych cen żywności Światowej Organizacji Żywności (FAO) spadł mocno we wrześniu po raz szósty z rzędu i jest najniższy od sierpnia 2010. Jednocześnie, obawy o globalny wzrost gospodarczy ciążyą cenom surowców. Cena baryłki ropy Brent spadła poniżej 95 \$ we wrześniu i poniżej 90 \$ na początku października, najniższej od ponad dwóch lat. Mimo, że krajowa waluta osłabła się do dolara, cena ropy Brent w złotych też spada – o ok. 12% od czerwca do początku października.

▪ Wg naszych prognoz, inflacja spadła jeszcze mocniej poniżej zera we wrześniu (do -0,4% r/r), głównie w wyniku kontynuacji spadku cen żywności i paliw. Tymczasem, inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii przyspieszyła we wrześniu do 0,8% r/r, naszym zdaniem głównie dzięki efektowi odbicia w cenach w kategorii edukacja. Oczekujemy dalszego odbicia inflacji bazowej w kolejnych miesiącach, ale w powolnym tempie (to 1,5% r/r na koniec 2015 r.). Jest więc prawdopodobne, że pozostanie ona poniżej celu NBP (2,5%) przez przynajmniej kilka następnych kwartałów.

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragmenty komunikatu RPP w październiku

W Stanach Zjednoczonych trwa ożywienie gospodarcze, a perspektywy wzrostu PKB pozostają korzystne. W strefie euro natomiast dynamika aktywności gospodarczej jest nadal niska, a wskaźniki koniunktury pogorszyły się w ostatnim okresie. W największych gospodarkach wschodzących dynamika PKB także pozostaje relatywnie niska, a w niektórych z nich, w tym w Rosji, spowalnia.

W Polsce dane o aktywności w III kwartale sygnalizują dalsze spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego. Wskazuje na to spowolnienie dynamiki produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej w ostatnich miesiącach. Spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej jest także sygnalizowane przez obniżenie się wskaźników koniunktury. Pomimo obniżenia dynamiki aktywności gospodarczej, zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nadal rośnie. Wzrost zatrudnienia sprzyja spadkowi bezrobocia. Stopa bezrobocia pozostaje jednak podwyższona, co nadal ogranicza presję płacową. W efekcie dynamika wynagrodzeń w przedsiębiorstwach utrzymuje się na umiarkowanym poziomie.

W sierpniu dynamika cen konsumpcyjnych ponownie się obniżyła i pozostała ujemna (...). Jednocześnie inflacja bazowa utrzymała się na bardzo niskim poziomie, co potwierdza brak presji popytowej w gospodarce. Na brak presji kosztowej wskazuje natomiast utrzymujący się spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu. Towarzyszą temu bardzo niskie oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

W ocenie Rady napływające dane wskazują na spowolnienie dynamiki aktywności gospodarczej oraz wzrost ryzyka utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. W związku z tym Rada postanowiła obniżyć stopy procentowe NBP, za wyjątkiem stopy depozytowej, która pozostała bez zmian, zawężając różnicę pomiędzy stopą lombardową a depozytową. **Rada nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej jeśli napływające informacje, w tym listopadowa projekcja NBP, potwierdzą istotne ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie.**

Jeden głębszy (ruch) na początek

▪ RPP podjęła decyzję o zmianie stóp. Stopę referencyjną obniżono o 50 pb, do poziomu 2,0%; stopę lombardową obniżono o 100pb, do 3,0%; stopa depozytowa pozostała bez zmian na poziomie 1,0%.

▪ Tym samym szerokość symetrycznego korytarza wokół stopy referencyjnej, jaki tworzą stopy depozytowa i lombardowa, została zawężona z 3 pkt. proc. do 2 pkt. proc. To pierwsza taka decyzja od ponad dekady. Pamiętajmy jednak, że wówczas, gdy szerokość korytarza została ustalona na 3 pkt. proc. (kwiecień 2003), stopy procentowe były na kilkukrotnie wyższym poziomie niż obecnie (stopa referencyjna wynosiła 6,25%), więc zawężenie tego przedziału można interpretować, jako proporcjonalne dostosowanie go do nowych uwarunkowań (ogólnie znacznie niższego poziomu stóp procentowych). Taką interpretację tej decyzji potwierdził w czasie konferencji prasowej Prezes NBP Marek Belka.

▪ Wprowadzie na podstawie dotychczasowego zachowania RPP (brak obniżki we wrześniu) i niedawnych wypowiedzi jej przedstawicieli spodziewaliśmy się ostrożnego tempa redukcji stóp w najbliższych miesiącach (trzy razy po 25pb od października do grudnia), ale decyzję o większej jednorazowej skali dostosowania uważamy za słuszną, biorąc pod uwagę zestaw informacji, który pojawił się w ostatnich miesiącach (osłabienie aktywności ekonomicznej w kraju i w strefie euro, obniżenie ścieżki inflacji). Tak naprawdę, decyzję o redukcji stóp o 50pb można było naszym zdaniem podjąć już we wrześniu.

▪ RPP dała do zrozumienia w komunikacie, że złagodzenie polityki pieniężnej jest odpowiedzią na pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego oraz zmianę perspektyw inflacji (brak presji popytowej i kosztowej na wzrost cen, niskie oczekiwania inflacyjne). W kluczowym zdaniu komunikatu Rada napisała, że „nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej jeśli napływające informacje, w tym listopadowa projekcja NBP, potwierdzą istotne ryzyko utrzymywania się inflacji poniżej celu w średnim okresie”. Drzwi do dalszego dostosowania stóp pozostały więc otwarte.

▪ Marek Belka podkreślił na konferencji prasowej, że decyzja nie była jedynomyślna, ale ci członkowie RPP, którzy ją poparli, byli zdania, że korektę stóp trzeba skoncentrować w czasie i (ewentualny) cykl obniżek należy możliwie szybko zakończyć, m.in. dlatego aby zdjąć presję z rynku papierów dłużnych. Wypowiedzi nt. ewentualnych dalszych obniżek stóp były wyraźnie warunkowe. Choć Belka powiedział, że kolejnych obniżek nie można wykluczyć, to zaznaczył, że nie muszą one nastąpić i że będzie to zależało od danych makro. W podobnym tonie wypowiadali się później w wywiadach także inni członkowie.

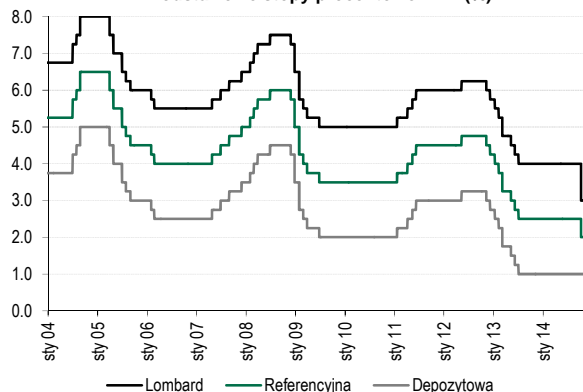
▪ Naszym zdaniem jest prawdopodobne, że stopy procentowe zostaną jeszcze obniżone w listopadzie i jeśli tak się stanie, to skala obniżki wyniesie 25 pb. Nowa projekcja NBP potwierdzi zapewne wolniejsze niż wcześniej przewidywano tempo powrotu inflacji do celu, ale z drugiej strony pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego nie będzie na tyle głębokie, aby uzasadniać bardziej zdecydowany ruch. Poza tym Marek Belka powiedział na konferencji prasowej, że stopa depozytowa na poziomie 0,5% dotykałaby już niekonwencjonalnej polityki pieniężnej.

▪ W efekcie, podtrzymujemy przewidywaną łączną skalę obniżek stóp do końca roku – stopa referencyjna ustabilizuje się naszym zdaniem na poziomie 1,75% do końca 2015 r.

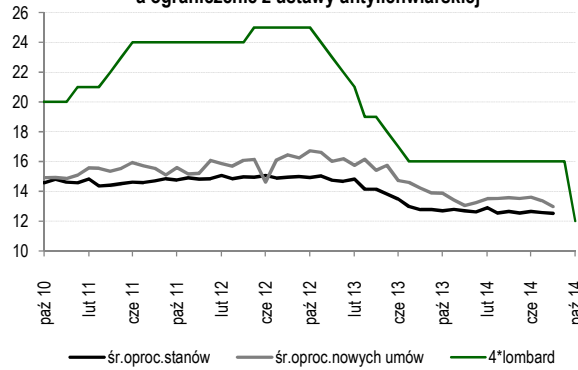
Obniżka stopy lombardowej obniży oprocentowanie kredytów gotówkowych

▪ Obniżka stopy lombardowej jest ważna dla sektora bankowego, bowiem jej czterokrotność to maksymalne oprocentowanie pożyczek. Ostatnie cięcie obniża więc ten pułap do 12% z 16%. Jest to istotna zmiana dla nowych i już udzielonych pożyczek. Wg ustawy antylichwiarskiej, stosowne dostosowanie musi nastąpić niezwłocznie.

Podstawowe stopy procentowe NBP (%)

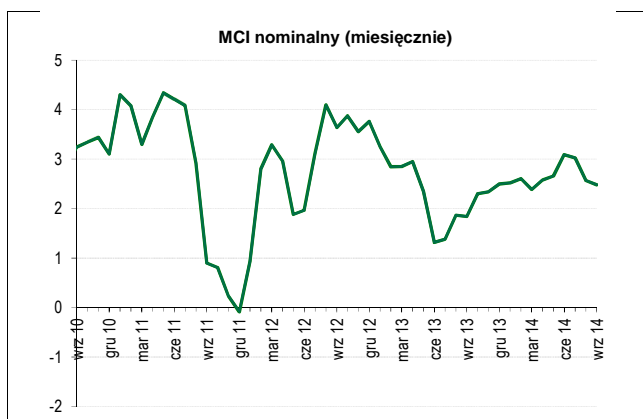


Średnie oprocentowanie kredytów gotówkowych a ograniczenie z ustawy antylichwiarskiej



Źródła: NBP, Reuters, BZ WBK

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



MCI spada, ale niedługo powinien się ustabilizować

- Indeks restrykcyjności polityki pieniężnej MCI obniżył się we wrześniu pod wpływem spadku stóp rynku pieniężnego, spowodowanego oczekiwaniami na łagodzenia polityki pieniężnej w Polsce i przy ustabilizowaniu kursu EURPLN przy 4,19.
- Spodziewamy się dalszego ruchu w dół indeksu w październiku, co będzie wspierane obniżką stóp procentowych przez RPP. Jednakże, nieznaczne wzmocnienie złotego będzie działało w przeciwnym kierunku. Ostatnie komentarze członków RPP, chłodzące oczekiwania na więcej obniżek (szczególnie poniżej) prawdopodobnie spowodują powstrzymanie spadku stóp rynkowych, spodziewamy się zatem stabilizacji indeksu i nawet jego nieznacznego wzrostu w nadchodzących miesiącach.



Rzońca (1,44)

Winiecki (1,45)

Kaźmierczak (1,41)

Glapiński (1,38)

Hausner (1,03)

Belka (0,96)

Zielińska-Głębocka (0,81)

Chojna-Duch (0,73)

Bratkowski (0,58)

Osiatyński



Indeks przyjmuje wartości od 0 do 2. Za głosowanie zgodne z podjętą decyzją przyznawany jest 1 pkt., za głosowanie za bardziej jaskrawą decyzją niż podjęta przyznawane są 2 pkt., a za głosowanie za mniej jaskrawą 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.

Jeszcze tylko jedna obniżka?

Rynek zinterpretował agresywne obniżenie stóp NBP w październiku oraz ton konferencji prasowej po posiedzeniu jako gołębie, co wzmocniło oczekiwania na dalsze cięcia stóp procentowych. Nasza interpretacja jest jednak inna i wg nas Marek Belka starał się raczej schłodzić oczekiwania rynku na dalsze luzowanie polityki pieniężnej. Zaakcentował dość jasno w trakcie konferencji prasowej mówiąc, że rozpoczęte dostosowanie stóp powinno być jak najkrótsze i że kolejne cięcia mogą, ale nie muszą nastąpić. Podobny pogląd przedstawił później w wywiadzie dla Gazety Wyborczej, w którym powiedział, że oczekiwanie, że październikowa obniżka jest początkiem cyklu, może być „całkowicie błędnym założeniem” i że może być jeszcze tylko jedno cięcie. Podkreślił też, że nie jest oczywiste, że będą dalsze obniżki stóp. Zaznaczył również, że mimo pogorszenia perspektyw gospodarczych, Rada nie ocenia sytuacji w krajowej gospodarce zbyt pesymistycznie. Co ciekawe, niedługo potem powiedział w wywiadzie dla agencji Reuters, że czuje się komfortowo z tym, że rynek wycenia jeszcze obniżkę o 50 pb do końca roku, ale decyzja RPP będzie zależała od wielu czynników, m.in. od nowej projekcji inflacyjnej.

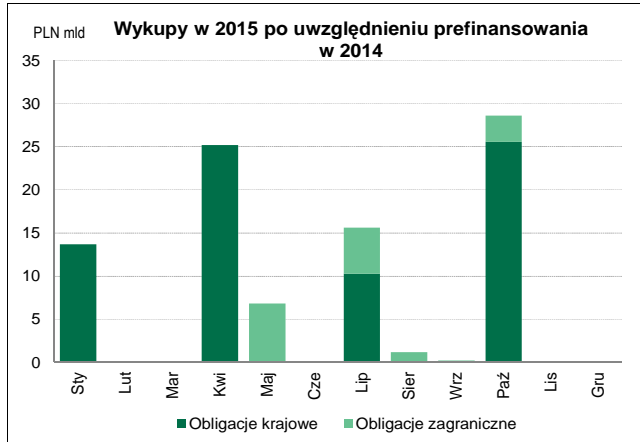
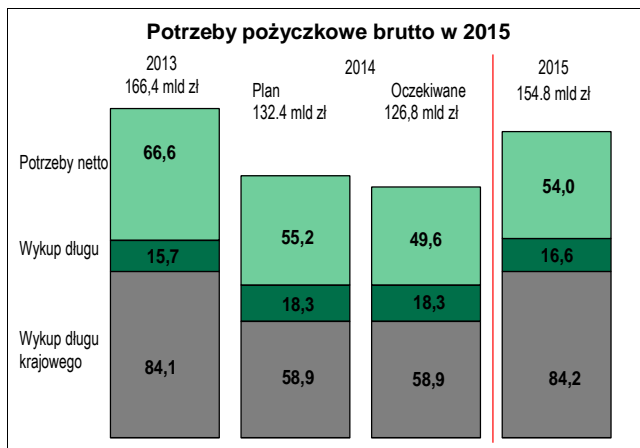
Co ciekawe, komentarze innych członków RPP po październikowej decyzji również nie były zbyt gołębie. Chociaż nie jest zaskoczeniem to, że Adam Glapiński i Jan Winiecki nie widzą miejsca na dalsze obniżki stóp (bowiem zazwyczaj są zwolennikami raczej bardziej restrykcyjnej polityki pieniężnej), to istotna jest wypowiedź Elżbiety Chojny-Duch, należącej do najbardziej gołębich członków RPP. Powiedziała ona, że po głębszym od oczekiwań cięciu w październiku należy poczekać na efekty tej decyzji zanim obetnie się stopy ponownie, chyba że projekcja da dodatkowe argumenty za obniżką. Już wcześniej (przed październikową obniżką), Chojna-Duch mówiła, że po redukcji stóp o 50 pb w październiku, Rada powinna zrobić przerwę i że zbytne luzowanie polityki pieniężnej może być ryzykowne i nieefektywne. W swoich wcześniejszych komentarzach wyrażała też zdziwienie, że rynek wycenia obniżki stóp o 100 pb do końca roku.

... i żadnych znacznych ruchów!

Najbardziej gołębie poglądy przedstawił ostatnio Andrzej Bratkowski. Jego zdaniem jest jeszcze miejsce do obniżek stóp o 50-75 pb, o ile sprawdzi się jego scenariusz wzrostu poniżej 3% i inflacji poniżej 1,5% do końca 2015 r. Jednak nawet dla Bratkowskiego mało prawdopodobny jest kolejny głębszy ruch o 50 pb, a cięcie o 25 pb w listopadzie jest możliwe, ale nie przesądzone i będzie zależało od danych.

Takie komentarze wspierają nasz scenariusz, że możemy zobaczyć jeszcze tylko jedną obniżkę stóp, prawdopodobnie o 25 pb w listopadzie. Jeśli poluzowanie polityki pieniężnej miałoby być jak najbardziej skoncentrowane w czasie, przed nami może być już tylko jeden ruch, zgodnie z tym co sugerował prezes NBP, i cięcie o 50 pb jest raczej mało realne skoro scenariusz taki jest mało prawdopodobny nawet w ocenie gołębego Andrzeja Bratkowskiego i w kontekście tego, że spodziewamy się nieco lepszych danych makro z kraju.

Pod lupą: polityka fiskalna



Finansowanie potrzeb pożyczkowych netto w 2015 (PLN mln)

	Oczekiwane wykonanie w 2014	Plan na 2015
Potrzeby pożyczkowe netto	47,377.9	53,977.4
Finansowanie krajowe	51,458.1	42,517.2
1. Emisje na krajowy rynek	47,184.5	42,517.2
2. Środki na rachunku	4,273.6	0.0
Finansowanie zagraniczne	-4,080.2	11,460.2
1. Emisje na rynek zagraniczny	3,808.5	3,933.8
2. Kredyty	4,946.0	5,170.0
3. Zarządzanie środkami z UE	-6,987.5	-7,088.6
4. Przepływy zw. z rachunkiem walutowym	-5,847.3	9,444.2

	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	10.10	zmiana od 9.09.14	zmiana od 31.12.13	10.10	zmiana od 9.09.14	zmiana od 31.12.13
Polska	178	-18	-60	69	7	-10
Czechy	20	-2	-39	47	2	-14
Węgry	345	-16	-32	164	11	-91
Grecja	567	109	-94	-	-	-
Hiszpania	117	-3	-104	76	13	-78
Irlandia	81	14	-71	52	1	-68
Portugalia	208	-8	-201	154	8	-193
Włochy	143	7	-72	96	8	-73
Francja	35	1	-14	43	4	-11
Niemcy				18	-1	-8

Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, GUS, BZ WBK

Nowy rząd zatwierdzony, konsolidacja fiskalna w toku

Po rezygnacji Donalda Tuska w związku z jego wyborem na szefa Rady Europejskiej, Sejm udzielił wotum zaufania nowemu rządowi pod kierownictwem Ewy Kopacz. Nowa premier zapowiedziała w exposé szereg działań, m.in. wzrost wydatków na inwestycje, wojsko i edukację, wprowadzenie nowej ordynacji podatkowej, ochronę polskiego górnictwa. Według ministra finansów Mateusza Szczurka łączne koszty zaproponowanych działań nie powinny przekroczyć 3,2-3,6 mld zł rocznie i nie przeszkodzą w obniżeniu deficytu fiskalnego poniżej 3% PKB w 2015 r. W efekcie, w 2016 z Polski powinna zostać zdjęta Procedura Nadmiernego Deficytu.

Wyższe potrzeby pożyczkowe netto w 2015 r.

Projekt budżetu na 2015 r. zakłada deficyt na poziomie 41,6 mld zł, potrzeby pożyczkowe netto 53,98 mld zł i potrzeby pożyczkowe brutto 154,8 mld zł. Wzrost potrzeb pożyczkowych brutto w porównaniu z 2014 r. wynika głównie z większego deficytu budżetowego i znacznie wyższych wykupów zapadającego długu krajowego.

Naszym zdaniem nie jest wykluczone, że przyszłoroczne wydatki budżetu okażą się niższe od planowanych przynajmniej o 5 mld zł. W latach 2009-13 faktyczne wydatki były niższe od planu średnio o ok. 7 mld zł. Z drugiej strony, istnieje ryzyko niższych wpływów budżetowych, jako że zarówno wzrost PKB, jak i inflacja okażą się niższe od oczekiwań ministerstwa. W sumie trudno obecnie argumentować, że deficyt budżetowy i potrzeby pożyczkowe netto w 2015 r. będą znacząco mniejsze od tych spodziewanych.

Niemniej, łączna podaż długu w przyszłym roku może być niższa niż wynikałoby to z potrzeb pożyczkowych brutto (nawet o 30 mld zł), gdyż te ostatnie nie uwzględniają prefinansowania dokonanego w tym roku. Wydaje nam się wysoce prawdopodobne, że MF sfinansuje co najmniej 20% potrzeb pożyczkowych na 2015 r. do końca tego roku, wykorzystując korzystne warunki rynkowe i mocny popyt zagraniczny na polskie obligacje. W takim przypadku, potrzeby pożyczkowe brutto pozostałe do pokrycia w 2015 r. będą nie większe niż te na 2014 r.

Większe pole manewru w finansowaniu walutowym

Papiery denominowane w krajowej walucie (głównie obligacje stałokuponowe) będą grały główną rolę w finansowaniu krajowych potrzeb pożyczkowych netto (ok. 80%). Ministerstwo Finansów planuje emisje netto obligacji denominowanych w obcych walutach i kredyty zagraniczne na podobnym poziomie co w tym roku (odpowiednio ok. 4 i 5 mld zł). Jednakże, znaczenie finansowania w walutach obcych wzrosło w 2015 r., jako że ministerstwo planuje korzystać z płynnych środków zgromadzonych na koncie walutowym (ok. 9,4 mld zł).

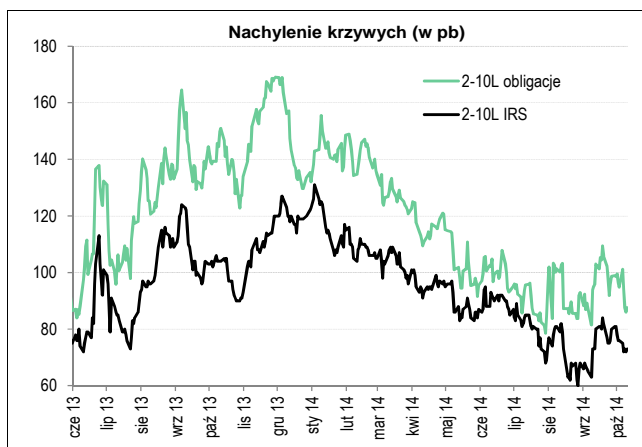
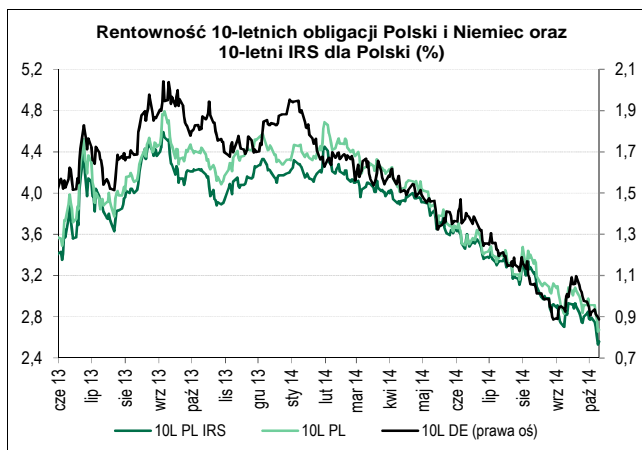
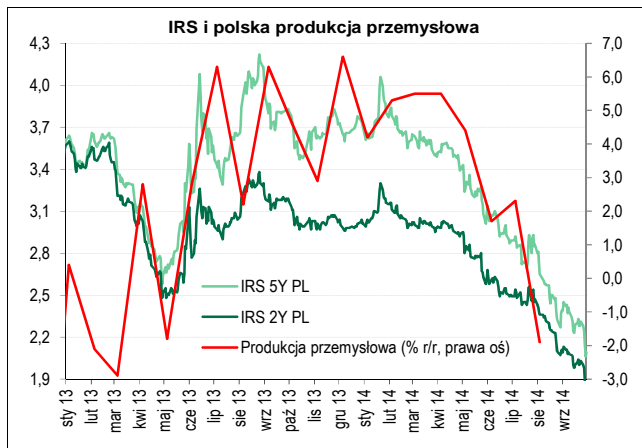
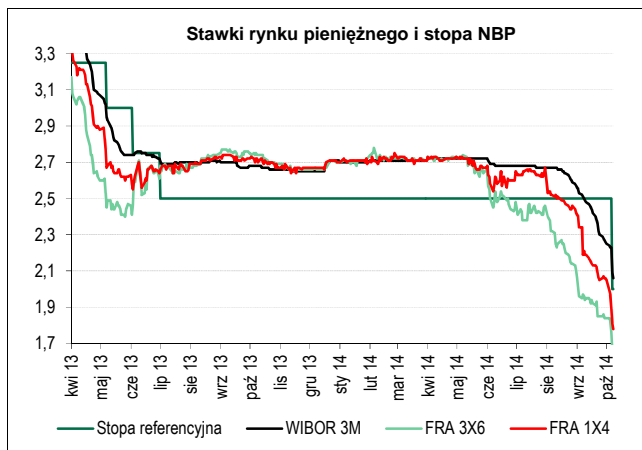
To oznacza większą elastyczność w finansowaniu. Ministerstwo nie będzie musiało działać pod presją czasu, gdyż będzie mogło wykorzystać zgromadzone środki w celu spłaty długu oraz odsetek.

Emisja obligacji brutto nominowanych w obcych walutach ma wynieść 18,3 mld zł. Wydaje nam się, że emisje w euro będą stanowiły większą część tej sumy. Pozostała część zostanie zapewne wyemitowana w USD.

Nadzieje na EBC wspierają spadek spreadów

Rentowności obligacji peryferii strefy euro kontynuowały spadek we wrześniu. Tylko Grecja negatywnie wyróżniła się na tym tle. Jednak skala ruchu była tylko nieznacznie większa niż w przypadku znacznie bezpieczniejszego długu niemieckiego. Rentowność 10-letniej obligacji hiszpańskiej spadła o 14 pb, włoskiej o 4 pb i portugalskiej o 19 pb. Rentowności 10-letniego Bunda spadła o 10 pb. Oznacza to, że spready obligacji peryferyjnych do Bundów nie zmieniły się znacząco w rozrachunku miesięcznym. Wsparciem dla rynku były oczekiwania na napływ płynnych środków z EBC, ale potencjał do spadku rentowności był ograniczony przez obawy o gospodarkę strefy euro. Stawki CDS poszły w górę w wyniku zmian regulacji rynkowych oraz wprowadzenia nowej definicji dotyczącej wydarzeń związanych z kryzysem finansowym.

Rynek stopy procentowej



Źródła: Reuters, BZ WBK

Rynek oczekuje znaczących obniżek stóp

▪ We wrześniu stawki rynku pieniężnego spadły znacząco w wyniku umocnienia oczekiwań na obniżki stóp po słabych danych makro i gołych komentarzach członków RPP, sugerujących bardziej znaczące poluzowanie polityki monetarnej niż wycenił rynek. W skali miesiąca WIBORY obniżyły się o 19-39 pb wzdłuż krzywej, w tym najbardziej stawka 12M.

▪ Trend spadkowy był kontynuowany także w pierwszej dekadzie października po niespodziewanej decyzji RPP o obniżce stopy referencyjnej o 50 pb. Nasz bazowy scenariusz zakłada, że stopa referencyjna zostanie obniżona łącznie o 75 pb do końca roku. W związku z tym wciąż jest jeszcze miejsce na spadek stawek WIBOR w nadchodzących tygodniach.

▪ Uważamy, że WIBOR 3M może obniżyć się do 1,90% do końca roku w wyniku dalszego łagodzenia polityki monetarnej, słabych danych makro i wydłużonego okresu utrzymywania się inflacji poniżej zera. W 2015 r. spodziewamy się stabilnych stóp NBP, a w konsekwencji stabilizacji stawek na rynku pieniężnym, w tym WIBOR 3M średnio na poziomie ok. 2%.

Silne umocnienie po RPP i gołębim minutes FOMC

▪ Krajowy rynek stopy procentowej umocnił się znacząco we wrześniu. Rentowności obligacji i stawki IRS osiągnęły nowe historyczne minima w wyniku spadków rentowności na rynkach bazowych i gołych komentarzy członków RPP, które rozbudziły oczekiwania na bardziej znaczące obniżki niż wycenił rynek. Wrzesniowe posiedzenie FOMC, którego wynik wzmożnił obawy, że podwyżki stóp w USA mogą nastąpić wcześniej, przyczyniło się do krótkotrwałej korekty na długim końcu krzywych.

▪ Rentowności obligacji i stawki IRS kontynuowały spadek po decyzji RPP o obniżce stóp o 50 pb i gołębiej retoryce minutes FOMC, sugerującej, że Fed nie będzie spieszyć się z podwyżkami stóp. Wsparciem dla spadków krajowych rentowności było umocnienie europejskich rynków długu. W efekcie rentowność 10-latk obniżyła się poniżej 2,70% (najniżej w historii), podczas gdy 2-latki spadła poniżej 1,80%.

▪ Spread wobec Bundów zacieśnił się, w tym dla sektora 10 lat spadł do 180 pb (najniżej od maja 2013). Krajowe krzywe, po nieznanym wystromieniu we wrześniu, ponownie spłaszczyły się w ślad za rynkami bazowymi.

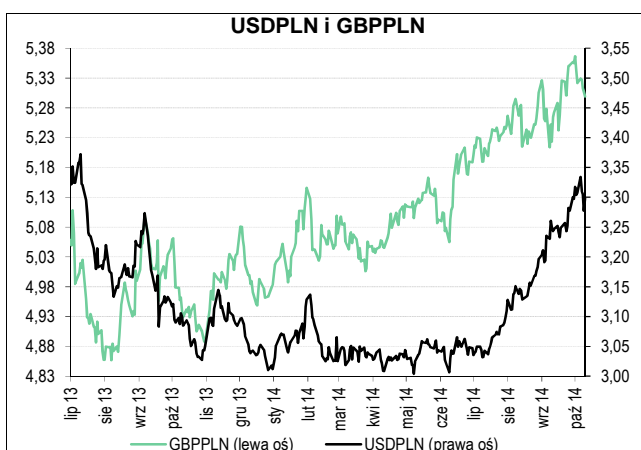
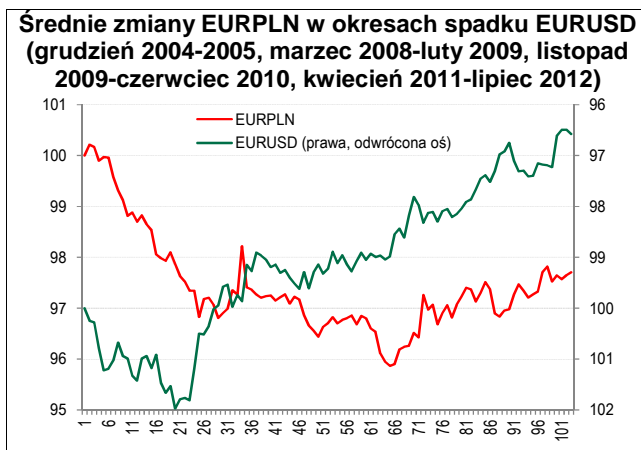
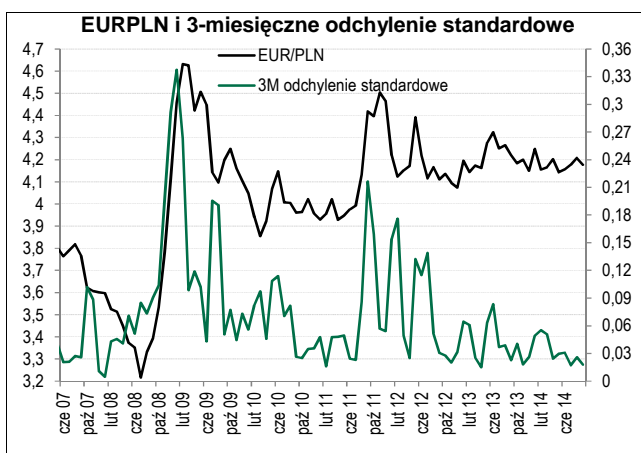
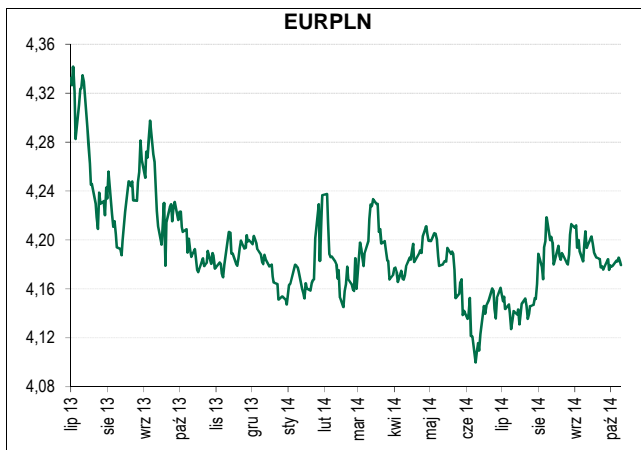
Czas na (chwilową) korektę po silnym umocnieniu?

▪ Bieżące poziomy rentowności i stawki IRS są bardzo blisko, a nawet nieco poniżej naszych prognoz na listopad. W związku z tym dalsze umocnienie na krótkim końcu krzywych powinno być ograniczone. Ryzyko korekty znacząco wzrosło biorąc pod uwagę spadek rentowności/stawek IRS od momentu kiedy rynek rozpoczął wycenę znaczących redukcji stóp NBP. Korekta jest prawdopodobna jeśli nie w najbliższych tygodniach (po nieco lepszych danych makro i komentarzach członków RPP), to po następnym posiedzeniu RPP na początku listopada, kiedy to Rada, naszym zdaniem, obniży stopy tylko o 25 pb. Ta decyzja może ograniczyć oczekiwania rynku co do łącznej skali redukcji stóp w całym cyklu.

▪ W przypadku długich końców krzywych, chociaż nieco lepsze dane i mniejsze cięcie stóp w listopadzie może wywołać korektę, to może ona być tylko chwilowa, jeśli inwestorzy będą wyceniać, że dalsze luzowanie polityki pieniężnej będzie konieczne, kiedy wzrost rozczaruje, a inflacja pozostanie niska na dłużej. Dodatkowym wsparciem może być polityka EBC – premia za ryzyko będzie się dalej zawężać wskutek poszukiwania wyższych stóp zwrotu – oraz ostatnie gołębie sygnały z Fed.

▪ Niska podaż SPW w IV kw. 2014 powinna być również czynnikiem wspierającym krajowy rynek długu. W okresie październik-grudzień Ministerstwo Finansów zaoferuje obligacje o łącznej wartości 8-12 mld zł na tylko 2 aukcjach regularnych.

Rynek walutowy



Źródła: GUS, Reuters, BZ WBK

Złoty zaskakująco stabilny do euro...

▪ Krajowa waluta pozostała zaskakująco stabilna w relacji do euro w ostatnich kilku tygodniach. EURPLN utrzymał się powyżej istotnego wsparcia na ok. 4,17 i poniżej szczytu na ok. 4,23 z końca sierpnia. W rezultacie, zakres wahań EURPLN był we wrześniu najniższym miesięcznym pasmem od kwietnia 1998 (różnica między maksimum i minimum nieco powyżej 5 groszy). Poza tym, zmienność implikowana i odchylenie standardowe również spadły – 3-miesięczna zmienność implikowana EURPLN znalazła się poniżej poziomów sprzed kryzysu finansowego 2007-2008. 3-miesięczne odchylenie standardowe (policzone na danych miesięcznych) jest najniższe od lipca i tylko nieznacznie powyżej poziomów sprzed końca 2007.

... ale czy aprecjacja dolara na świecie zmieni to?

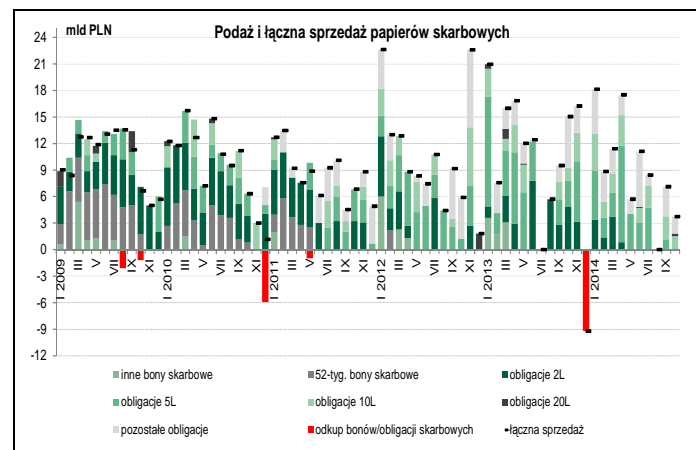
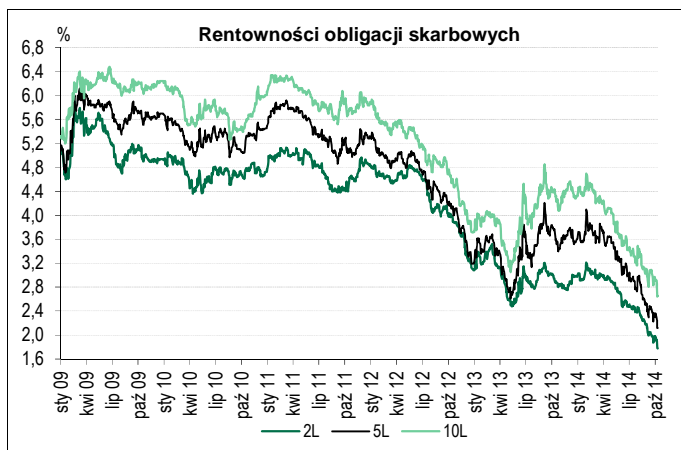
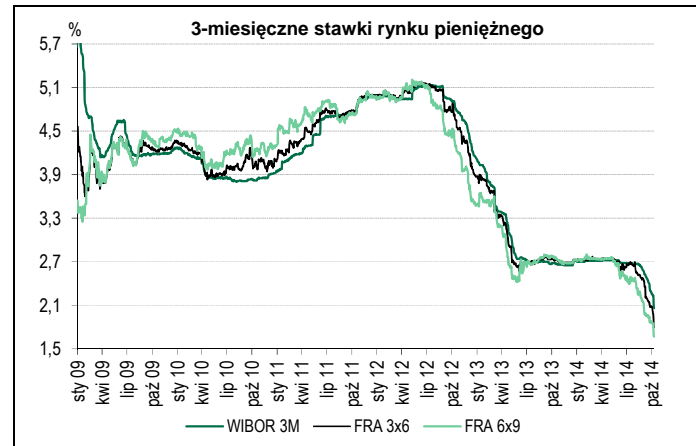
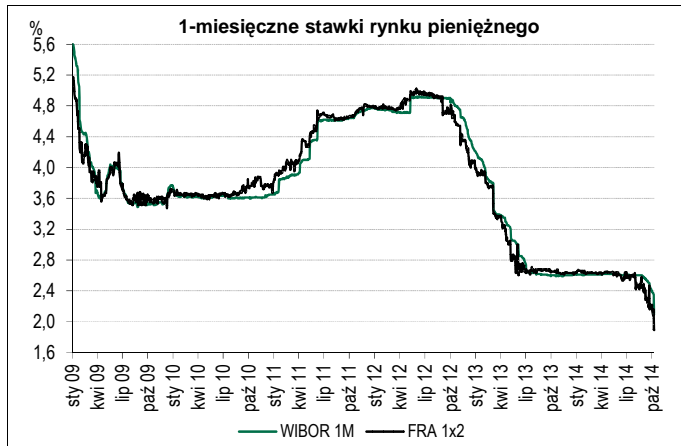
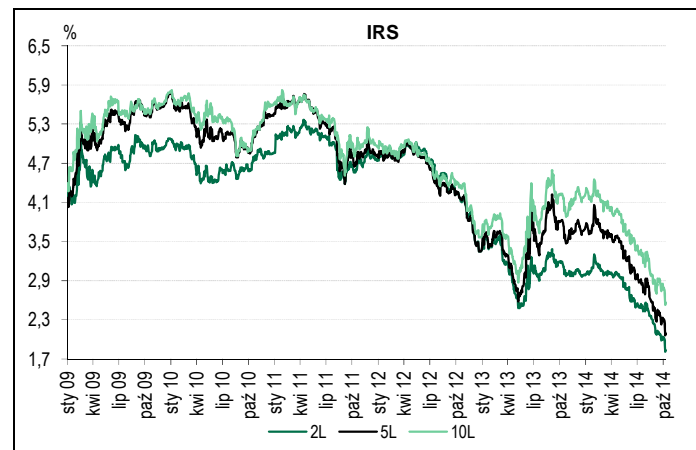
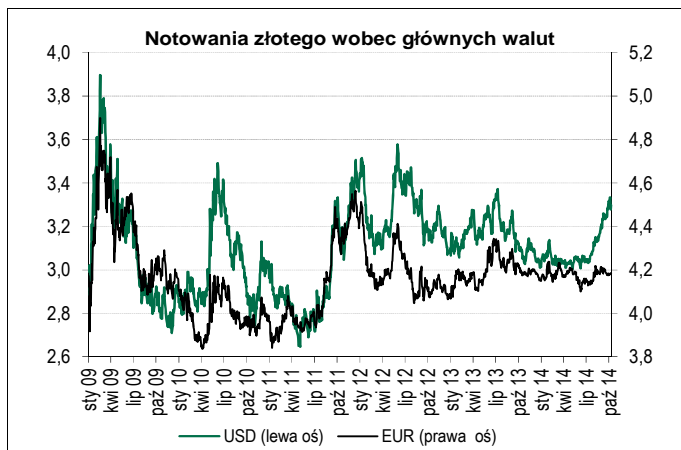
▪ Złoty osłabił się dość istotnie wobec amerykańskiej waluty w ciągu ostatnich kilku miesięcy – USDPLN rósł przez 12 kolejnych tygodni, od połowy września wzrósł z ok. 3,22 do ok. 3,35. Taki ruch prowokuje pytanie czy siła dolara na globalnym rynku osłabi w końcu złotego do euro?

▪ Korelacja między EURPLN a EURUSD jest zasadniczo ujemna. W ostatnich 10 latach znaleźliśmy tylko 3 okresy (łącznie z obecnym), kiedy zależność ta nie obowiązywała. To, co poprzednie okresy miały ze sobą wspólnego, to fakt, że polska gospodarka była właśnie w trakcie silnego ożywienia po znacznym spowolnieniu, a złoty odrabiał duże straty poniesione w trakcie dekonjunkury. Okoliczności te w oczywisty sposób nie odpowiadają bieżącej sytuacji, bowiem tempo umiarkowanego ożywienia zaczęło właśnie słabnąć, a kurs EURPLN od jakiegoś czasu porusza się w trendzie bocznym. Jest więc ryzyko, że jeśli aprecjacja dolara na globalnym rynku będzie postępować, to może to mieć większy negatywny wpływ na złotego.

▪ Zauważyliśmy również, że w czasie czterech okresów spadków EURUSD w latach 2004-2013, złoty tracił do euro wówczas, kiedy ruch w dół EURUSD był powodowany wysoką awersją do ryzyka (kryzys finansowy w USA, kryzys zadłużeniowy w strefie euro) lub zbliżały się podwyżki stóp Fed. Obecne okoliczności – nierozwiązany kryzys na Ukrainie, napięcia na Bliskim Wschodzie – są potencjalnymi czynnikami, które mogą wywołać podwyższoną awersję do ryzyka. Zbliżające się podwyżki stóp za oceanem też oczywiście dobrze wpisują się w tę analogię. Warto jednak zauważyć, że korelacja EURUSD z EURPLN w trakcie tych czterech okresów była ujemna tylko w dwóch przypadkach (-0,79 w trakcie kryzysu finansowego i -0,59 w trakcie kryzysu zadłużeniowego 2011-2012). Średnia korelacja w tych czterech okresach wyniosła -0,15.

▪ Wygląda więc na to, że aprecjacja dolara nie musi koniecznie prowadzić do osłabienia złotego do euro, ale generuje ryzyko dla naszych prognoz spadającego EURPLN w kolejnych miesiącach. Silny spadek EURUSD wywarł ostatnio wyraźną negatywną presję na waluty państw rozwijających się (rubla, brazylijskiego reala czy turecką lirę w relacji do euro i dolara). Warto jednak zauważyć, że obligacje na tych rynkach wschodzących także się osłabiły, podczas gdy polski dług zyskał znacznie dzięki oczekiwaniom na obniżki stóp przez RPP oraz napływowi zagranicznego kapitału. Znaczny spadek rentowności krajowych obligacji mógł być czynnikiem powstrzymującym kurs EURPLN przed wyraźniejszym wzrostem. Widzimy ryzyko w górę dla naszych prognoz EURPLN, ale na razie utrzymujemy je bez zmian zakładając, że oczekiwania na napływ dodatkowej płynności z EBC będzie korzystnie wpływać na ryzykowne aktywa, w tym na złotego. Dodatkowo, komentarze członków RPP po październikowym cięciu stóp po 50 pb nie były w naszej ocenie zbyt gołębie. Może to ograniczyć oczekiwania rynku na głębokie obniżki stóp w Polsce i w rezultacie wywierac mniejszą presję na krajową walutę.

Monitor rynku



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

miesiąc	I przetarg				II przetarg				Przetarg zamiany		
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	Obligacje	sprzedaż
Październik'13	3.10	PS0718	2500-4500	3008,0	22.10	OK0116/IZ0823/DS1023	6000-2000	12019,9	16.10	EUR20140203**	445,0
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			
lutym	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	WZ0119/PS0719	2000-6000	5999,0			
sierpień	-	-	-	-							
wrzesień	4.09	DS0725/WS0124	2000-3000	3595,0	25.09	USD20150716**	do 400	354,4	18.09	WZ0115/PS0415	WZ0119/PS0719
październik	23.10	Do ustalenia	2000-6000						2.10	WZ0115/PS0415	WZ0124/DS0725/WS0428

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja odkupu

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
13 października	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)
20	21 US: Sprzedaż domów (IX)	22 US: CPI (IX)	23 PL: Minutes RPP PL: Sprzedaż detaliczna (IX) PL: Stopa bezrobocia (IX) CN: Wstępny PMI – przemysł (IX) DE: Wstępny PMI – przemysł (IX) EZ: Wstępny PMI – przemysł (IX)	24 US: Sprzedaż nowych domów (IX)
27 DE: Indeks Ifo (X) US: Niezakończona sprzedaż domów (IX)	28 US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (IX) HU: Decyzja banku centralnego US: Indeks nastrojów konsumentów (X)	29 US: Decyzja FOMC	30 US: Pierwszy szacunek PKB (III kw.)	31 PL: Oczekiwania inflacyjne (X) EZ: Wstępny HICP (X) US: Dochody osobiste (IX) US: Wydatki konsumentów (IX) US: Indeks Michigan (X)
3 listopada PL: PMI – przemysł (X) CN: PMI – przemysł (X) DE: PMI – przemysł (X) EZ: PMI – przemysł (X) US: ISM – przemysł (X)	4 US: Zamówienia przemysłowe (I)	5 PL: Decyzja RPP EZ: PMI – usługi (X) DE: PMI – usługi (X) US: ISM – usługi (X) US: Raport ADP (X)	6 EZ: Decyzja EBC CZ: Decyzja banku centralnego CZ: Produkcja przemysłowa (IX) DE: Zamówienia przemysłowe (IX)	7 DE: Produkcja przemysłowa (IX) DE: Eksport (IX) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (X) US: Stopa bezrobocia (X)
10 CZ: CPI (IX)	11 PL: Święto Niepodległości HU: CPI (IX)	12 EZ: Produkcja przemysłowa (IX)	13 PL: CPI (X) PL: Bilans płatniczy (IX)	14 PL, CZ, HU, DE, EZ: Pierwszy szacunek PKB (III kw.) PL: Podaż pieniądza (X) EZ: HICP (X) US: Sprzedaż detaliczna (X) US: Wstępny Michigan (XI)

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

		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	paź 14
PMI	pkt.	53,1	53,4	54,4	53,2	55,4	55,9	54,0	52,0	50,8	50,3	49,4	49,0	49,5	49,7
Produkcja przemysłowa	% r/r	6,3	4,6	2,9	6,7	4,2	5,3	5,5	5,5	4,4	1,8	2,4	-1,9	4,7	2,6
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-4,8	-3,2	-2,9	5,8	-3,9	14,4	17,4	12,2	10,0	8,0	1,1	-3,6	2,2	-1,7
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	3,9	3,2	3,8	5,8	4,8	7,0	3,1	8,4	3,8	1,2	2,1	1,7	2,5	2,9
Stopa bezrobocia	%	13,0	13,0	13,2	13,4	13,9	13,9	13,5	13,0	12,5	12,0	11,8	11,7	11,5	11,5
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	3,6	3,1	3,1	2,7	3,4	4,0	4,8	3,8	4,8	3,5	3,5	3,5	3,5	3,4
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8
Eksport (w euro)	% r/r	9,9	4,3	3,0	11,6	8,4	7,3	9,5	4,1	9,2	5,2	6,2	-1,8	9,8	5,0
Import (w euro)	% r/r	5,2	3,7	-1,7	0,7	5,8	6,9	4,1	8,0	10,8	5,9	4,8	-1,1	10,5	8,2
Bilans handlowy	mIn EUR	608	80	206	-150	105	-79	132	29	-178	222	71	-64	576	-370
Rachunek bieżący	mIn EUR	-551	-92	-584	-652	-1 100	-651	345	421	-237	-746	-681	-986	-551	-973
Rachunek bieżący	% PKB	-1,9	-1,7	-1,5	-1,3	-1,3	-1,3	-1,2	-1,1	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4	-1,4	-1,6
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-29,6	-39,5	-38,5	-42,2	-2,6	-11,7	-17,5	-21,3	-22,5	-25,4	-26,4	-24,6	-25,2	-30,5
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	57,4	76,5	74,7	81,8	5,6	24,7	36,8	44,8	47,3	53,4	55,5	51,9	53,0	64,2
Inflacja (CPI)	% r/r	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	-0,5
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	1,3	1,4	1,1	1,0	0,4	0,9	1,1	0,8	0,8	1,0	0,4	0,5	0,8	0,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,4	-1,4	-1,5	-1,0	-1,0	-1,4	-1,3	-0,7	-1,0	-1,8	-2,0	-1,5	-1,6	-0,7
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	6,1	5,9	5,7	6,2	5,4	5,2	5,2	5,4	5,2	5,2	6,0	7,4	7,8	7,4
Zobowiązania	% r/r	6,0	5,9	5,2	6,0	4,9	4,7	4,7	5,4	5,5	5,5	6,7	7,8	7,4	7,1
Należności	% r/r	3,7	2,9	3,8	4,0	4,2	4,7	5,3	6,1	5,4	4,9	5,4	6,3	6,2	7,2
EUR/PLN	PLN	4,24	4,19	4,19	4,18	4,18	4,18	4,20	4,18	4,18	4,14	4,14	4,19	4,19	4,18
USD/PLN	PLN	3,17	3,07	3,10	3,05	3,07	3,06	3,04	3,03	3,04	3,04	3,06	3,15	3,25	3,30
CHF/PLN	PLN	3,43	3,40	3,40	3,41	3,39	3,42	3,45	3,43	3,42	3,39	3,41	3,46	3,47	3,46
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	2,00
WIBOR 3M	%	2,69	2,67	2,65	2,67	2,70	2,71	2,71	2,72	2,72	2,69	2,68	2,65	2,45	2,10
Rentowność obligacji 2L	%	3,07	2,90	2,80	2,94	2,99	3,06	2,99	2,94	2,79	2,54	2,45	2,30	2,02	1,78
Rentowność obligacji 5L	%	3,86	3,62	3,64	3,65	3,67	3,79	3,68	3,60	3,36	3,10	2,89	2,73	2,40	2,08
Rentowność obligacji 10L	%	4,50	4,28	4,38	4,41	4,42	4,47	4,26	4,10	3,80	3,54	3,34	3,23	2,98	2,70

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	1 696,3	1 760,4	397,4	413,5	418,4	467,0	404,4	426,9	436,9	492,2
PKB	% r/r	2,0	1,6	3,1	3,1	3,4	3,3	2,8	2,8	2,5	3,1	3,2	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	3,2	3,2	4,9	3,7	1,8	2,4	2,1	2,9	3,7	4,2
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-1,0	-10,3	3,8	4,7	9,8	9,9	-0,1	0,6	0,9	0,6	6,5	7,8
Sprzedż detaliczna ^a	% r/r	6,0	2,6	3,7	6,3	5,1	4,6	2,2	3,0	4,0	4,8	7,6	8,4
Stopa bezrobocia ^b	%	13,4	13,4	11,8	11,5	13,5	12,0	11,5	11,8	12,1	10,9	10,8	11,5
Place brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	3,7	3,4	3,5	4,1	4,2	3,5	3,1	3,4	3,7	3,7	4,8	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	0,2	0,3
Eksport (w euro)	% r/r	6,5	5,7	6,1	7,5	8,4	6,1	5,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0
Import (w euro)	% r/r	2,2	0,2	6,7	9,9	5,6	8,2	4,9	8,2	9,0	10,0	10,0	10,5
Bilans handlowy	mIn EUR	-7 146	635	-278	-4 042	159	71	583	-1 091	-985	-1 087	-154	-1 816
Rachunek bieżący	mIn EUR	-13 697	-5 245	-7 024	-11 171	-1 403	-553	-2 218	-2 850	-2 924	-1 552	-3 221	-3 475
Rachunek bieżący	% PKB	-3,6	-1,3	-1,7	-2,6	-1,2	-1,2	-1,4	-1,7	-2,1	-2,3	-2,5	-2,6
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-3,9	-4,3	5,7	-2,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	3,7	0,9	0,1	0,8	0,6	0,3	-0,3	-0,3	0,0	0,7	1,0	1,5
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	2,4	0,7	-0,2	1,6	0,7	0,3	-0,4	-0,2	0,1	0,9	1,3	1,6
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	2,2	1,2	0,8	1,4	0,8	0,8	0,6	0,8	1,2	1,4	1,4	1,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,4	-1,3	-1,1	0,9	-1,2	-1,2	-1,7	-0,4	0,2	1,0	1,2	1,1
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	4,5	6,2	5,7	5,5	5,2	5,2	7,8	5,7	5,6	5,6	5,5	5,5
Zobowiązania ^b	% r/r	4,7	6,0	6,1	6,2	4,7	5,5	7,4	6,1	6,1	6,1	6,2	6,2
Należności ^b	% r/r	1,2	3,6	5,5	5,6	5,3	4,9	6,2	5,5	5,5	5,5	5,6	5,6
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	3,13	3,21	3,06	3,04	3,15	3,28	3,20	3,22	3,23	3,17
CHF/PLN	PLN	3,47	3,41	3,43	3,27	3,42	3,42	3,45	3,43	3,36	3,31	3,26	3,16
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	2,49	1,96	2,71	2,71	2,59	1,97	1,93	1,95	1,97	1,99
Rentowność obligacji 2L	%	4,30	2,98	2,45	1,88	3,01	2,76	2,26	1,79	1,79	1,80	1,87	2,07
Rentowność obligacji 5L	%	4,53	3,46	2,95	2,11	3,71	3,35	2,67	2,05	2,03	2,08	2,13	2,18
Rentowność obligacji 10L	%	5,02	4,04	3,51	2,75	4,38	3,82	3,18	2,67	2,63	2,68	2,77	2,93

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 10.10.2014 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

Al. Jana Pawła II 17, 00-132 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

Al. Jana Pawła II 17
00-132 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, Al. Jana Pawła II 17, 00-132 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl