

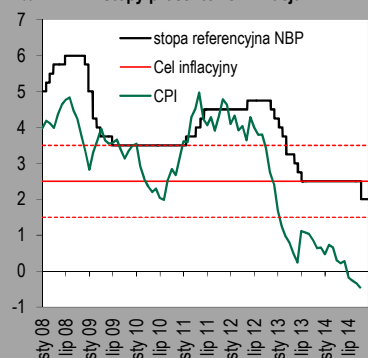
MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

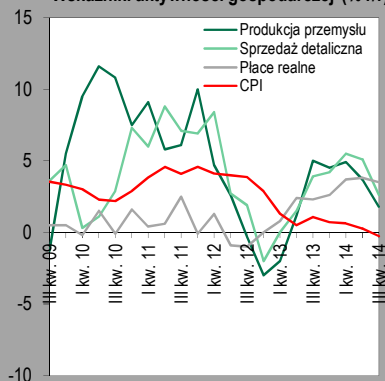
Listopad 2014

(De)koncentracja w polityce pieniężnej

Stopy procentowe i inflacja



Wskaźniki aktywności gospodarczej (% r/r)



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:

Al. Jana Pawła II 17, 00-854 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

■ Po wrześniowej decyzji o utrzymaniu stóp bez zmian, Rada Polityki Pieniężnej zrobiła mocne otwarcie czwartego kwartału, obniżając stopy procentowe na początku października o 50 pkt bazowych. RPP powiedziała wówczas, że dostosowanie w polityce pieniężnej było konieczne na skutek zmienionych perspektyw gospodarczych. Wszystko wydawało się jasne – proces luzowania polityki pieniężnej miał być skoncentrowany w czasie. Z oczywistych względów, taki przekaz oznaczał oczekiwania na szybki kolejny ruch zarówno wśród uczestników rynku jak i ekonomistów.

■ Jednak ku powszechnemu zaskoczeniu, RPP nie zdecydowała się na kolejną obniżkę w listopadzie, pomimo faktu, że nowa projekcja przygotowana w NBP bez wątplenia uzasadniała dodatkowe łagodzenie polityki pieniężnej. Znaczące dostosowanie w dół projekcji zarówno inflacji jak i PKB, w porównaniu z poprzednią prezentowaną w lipcu, nie powinno tak bardzo dziwić, biorąc pod uwagę napływ danych z kraju i zagranicy w ostatnich miesiącach. Obecnie NBP widzi średnioroczną inflację w 2016 roku na poziomie ok. 1,2%, co oznacza zapewne poziom ok. 1,5% na koniec 2016 roku (dla przypomnienia – cel inflacyjny w Polsce to 2,5%!). Co więcej, komunikat RPP po posiedzeniu listopadowym stwierdza, że istnieje dodatkowe ryzyko w dół dla prognoz PKB i inflacji. Najwyraźniej dla niektórych członków RPP to nie wystarczyło.

■ Możliwe są obecnie dwa scenariusze na najbliższe miesiące. Po pierwsze, zapowiadana koncentracja w polityce pieniężnej już nastąpiła i jeden mocniejszy ruch w październiku był wystarczający jako dostosowanie do nowej sytuacji makroekonomicznej (byłoby to dość dziwne, biorąc pod uwagę wyniki projekcji). Po drugie, RPP tylko na chwilę się zdekoncentrowała i wcześniej czy później dostarczy kolejną obniżkę. Zakładamy raczej to drugie, choć trudność Prezesa Belki w przekonaniu większości za obniżką w listopadzie pokazuje, że nie należy liczyć na zbyt wiele. Podtrzymujemy naszą prognozę, że stopa referencyjna osiągnie poziom 1,75% w tym cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. Jest to spójne z naszą prognozą wyższego niż w projekcji NBP tempa wzrostu gospodarczego w najbliższych kwartałach.

■ Co to oznacza dla rynku stopy procentowej? Zapewne inwestorzy będą w dalszym ciągu wyceniać kontynuację obniżek stóp (jeśli nie w grudniu, to w pierwszym kwartale). Tak więc obserwowana ostatnio korekta na rynku obligacji może okazać się krótkotrwała, szczególnie jeśli zmaterializuje się nasza prognoza bardzo niskiego najbliższego odczytu inflacji CPI (-0,5% r/r). Należy pamiętać, że dzień po publikacji inflacji pojawi się wstępny szacunek PKB, który może być równie istotny (RPP wręcz zasugerowała, że z punktu widzenia przyszłych decyzji wzrost gospodarczy jest ważniejszy od inflacji). Niemniej, podtrzymujemy nasz pogląd, że jeśli rynek zacznie ponownie wyceniać bardzo agresywne łagodzenie polityki przez RPP – przekraczające 50pb – jak to miało miejsce kilka tygodni temu, to będzie to nieuzasadnione.

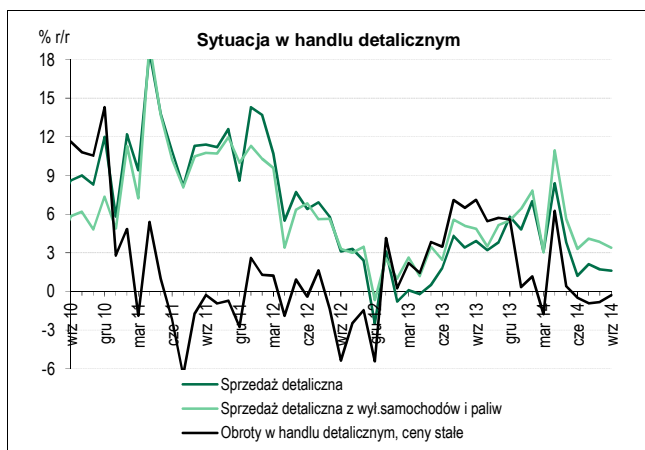
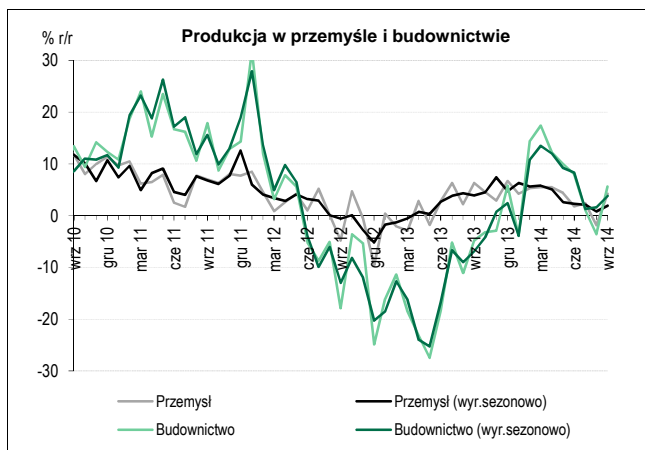
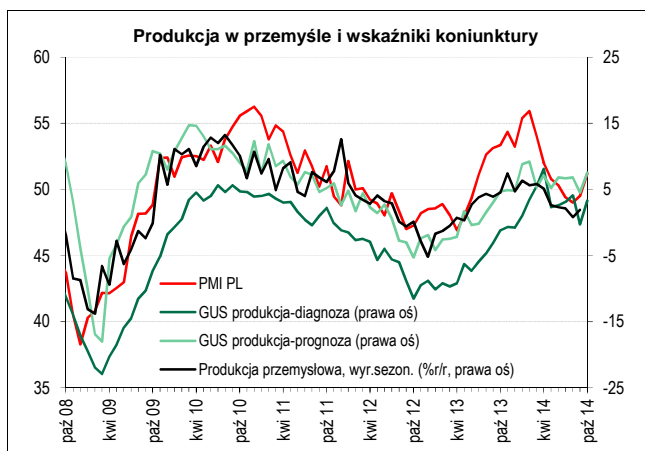
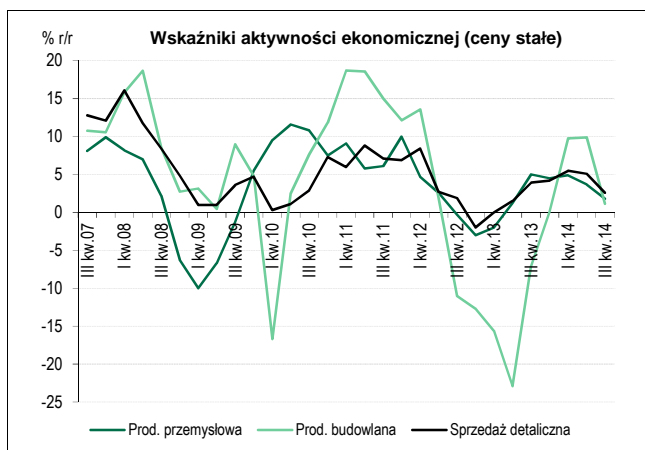
■ Wciąż uważamy, że złoty ma potencjał do umocnienia w końcówce roku, co może być wspierane oczekiwaniami na działania EBC, większym niż wcześniej sądzono dysparytetem stóp procentowych oraz pewną poprawą we wskaźnikach koniunktury.

Na rynku finansowym 6 listopada 2014 r.:

Stopa depozytowa NBP	1,00	WIBOR 3M	2,02	EURPLN	4,225
Stopa referencyjna NBP	2,00	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	1,81	USDPLN	3,3769
Stopa lombardowa NBP	3,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	2,08	CHFPLN	3,5083

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 6.11.2014 r.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, Markit, BZ WBK

Ostatnie dane były nieco bardziej optymistyczne

Ostatnie dane z polskiej gospodarki pokazały pewną poprawę, a czele z październikowym indeksem PMI, który był chyba najbardziej optymistyczną statystyką opublikowaną w ostatnich miesiącach. Pozytywnie zaskoczyły też produkcja w przemyśle i w budownictwie. Ogólnie jednak aktywność gospodarcza w III kw. była niższa niż w II kw. i uważamy, że wzrost gospodarczy spowolnił poniżej 3% r/r (choć błąd prognozy jest większy niż zwykle, gdyż nowe dane o PKB będą obliczone w oparciu o nową metodologię ESA2010). Jeśli chodzi o perspektywy na IV kw., to *Raport o koniunkturze*, opublikowany przez NBP, pokazuje, że pogarszają się oczekiwania firm na IV kw. dotyczące popytu, zamówień i inwestycji. Ponadto perspektywy gospodarcze są mocno zależne od sytuacji w strefie euro. Obserwujemy już pewne sygnały poprawy w unii walutowej, ale wciąż trudno powiedzieć, na ile są one trwałe. A zatem, nie jesteśmy zbyt optymistyczni jeśli chodzi o wzrost w IV kw. i spodziewamy się jego stabilizacji poniżej 3% r/r (i ok. 2,5% w I kw. 2015).

PMI znowu powyżej 50 pkt.

PMI dla polskiego przemysłu odbił w październiku do 51,2 pkt z 49,5 pkt we wrześniu, znacznie mocniej od prognoz i znalazł się tym samym najwyżej od kwietnia. Był to największy miesięczny wzrost od stycznia. Poprawę odnotowano w niemal wszystkich składowych indeksach, największą w produkcji oraz nowych zamówieniach krajowych (najszybszy wzrost od kwietnia). Odbicie w produkcji miało korzystny wpływ na rynek pracy – wg ankiety, zatrudnienie rośnie już piętnasty miesiąc z rzędu.

Indeks PMI potwierdza, że popyt krajowy pozostaje silny i powstrzymuje gospodarkę przed znacznym spowolnieniem. Warto przypomnieć, że październikowa poprawa wartości indeksu była drugim wzrostem z rzędu, sugerując, że gospodarka może odbijać się od dna. Wskaźniki koniunktury obliczane przez GUS również pokazały wzrost we wszystkich głównych sektorach w październiku.

Poprawa w przemyśle i budownictwie dzięki kalendarzowi

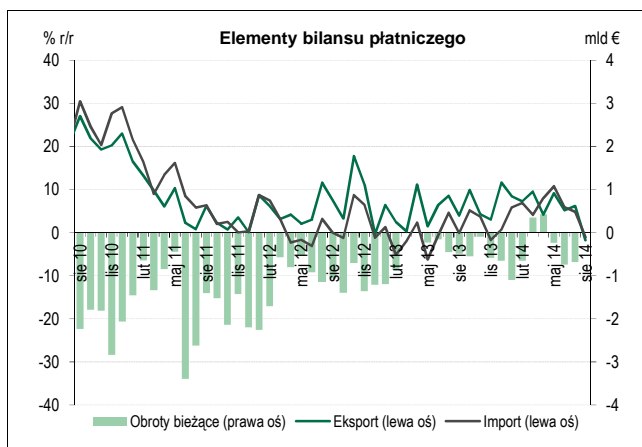
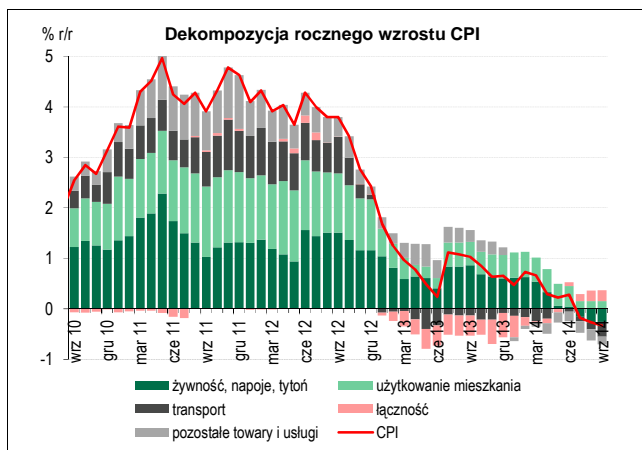
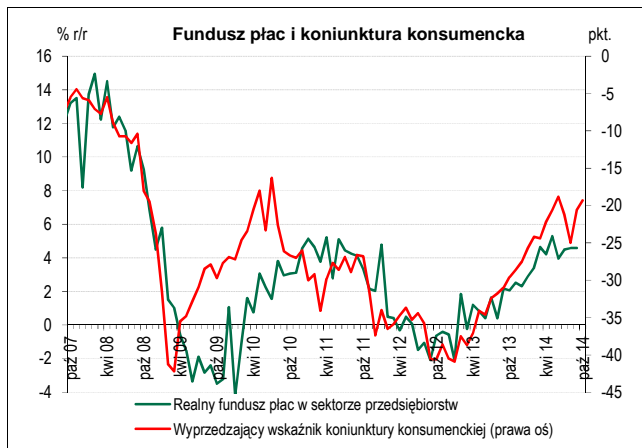
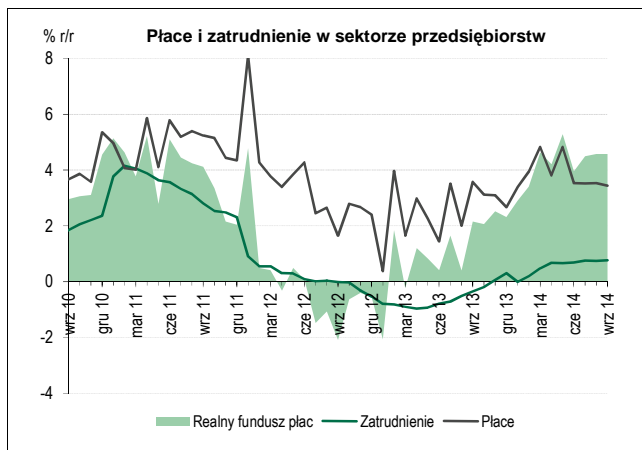
Produkcja przemysłowa wzrosła we wrześniu o 4,2% r/r a budowlano-montażowa o 5,6% r/r, oba odczyty przekroczyły oczekiwania i były lepsze niż w sierpniu (odpowiednio -1,9% r/r i -3,6% r/r). Trzeba jednocześnie pamiętać, że korzystnie na te odczyty wpłynął efekt liczby dni roboczych, więc sytuacja nie jest aż tak pozytywna jakby na to wskazywało odbicie w stosunku do poprzedniego miesiąca. Sytuacja nie jest jednocześnie tak słaba jak to mogły sugerować dane sierpniowe, bowiem wtedy czynnik sezonowy działał w przeciwnym kierunku. Wzrost produkcji przemysłowej po uwzględnieniu czynników sezonowych wyniósł 1,9% r/r wobec tylko 0,7% r/r miesiąc wcześniej. Dla porównania, średni wzrost w okresie maj-lipiec był na poziomie 2,4% r/r.

A sprzedaż detaliczna słabsza pod wpływem dobrej pogody

Wzrost sprzedaży detalicznej spowolnił we wrześniu do 1,6% r/r z 1,7% r/r w sierpniu. Wynik był słabszy od prognoz. Głównym źródłem niespodzianki była bardzo słaba sprzedaż w kategorii odzieży i obuwi. Zazwyczaj we wrześniu wydatki konsumentów na odzież i obuwie rosną znacząco, nawet o kilkanaście procent m/m (we wrześniu 2013 o 16,6% m/m; średnio w ostatnich siedmiu latach ponad 11% m/m), w efekcie wymiany po wakacjach letniej garderoby na jesienno-zimową. Tymczasem, w tym roku we wrześniu sprzedaż w tej kategorii spadła (-5,9% m/m i -3,9% r/r), co mogło być pochodną wyjątkowo dobrej pogody. Tegoroczny wrzesień był najcieplejszy od 2006 r., co mogło skłonić znaczną część konsumentów do odłożenia w czasie wydatków na nowe, cieplejsze ubrania. Jeśli tak, to należy oczekiwać, że ten odłożony w czasie popyt pojawi się w kolejnych miesiącach, przyczyniając się do poprawy wyników sprzedaży.

Spodziewamy się odbicia sprzedaży detalicznej już w październiku. Naszą prognozę wspierają m. in. informacje o rejestracjach nowych samochodów, które pokazały wzrost o prawie 20% m/m drugi miesiąc z rzędu.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, BZ WBK

Rynek pracy mocniej w trzecim kwartale

- Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw urosło o 0,8% r/r, a płace o 3,4% r/r we wrześniu. W całym III kw. zatrudnienie wzrosło średnio o 0,8% r/r, wynagrodzenia o 3,5% r/r a realny fundusz płac o 4,5% r/r.
- Spodziewamy się kontynuacji pozytywnych tendencji w sektorze przedsiębiorstw w najbliższych miesiącach, warto jednak podkreślić, że pogorszenie wyników i perspektyw przemysłu może się negatywnie przekładać na popyt na pracę w tym sektorze. Przemysł zatrudnia aż 45% pracujących w sektorze przedsiębiorstw, zatem spowolnienie w tej gałęzi będzie miało wyraźny wpływ na cały sektor.
- Stopa bezrobocia obniżyła się we wrześniu do 11,5% z 11,7% w sierpniu. Co ciekawe, liczba wyrejestrowanych bezrobotnych była wyższa niż przed rokiem (o 8,5%), po raz pierwszy od kilku miesięcy. Liczba wyrejestrowanych z tytułu podjęcia pracy również zanotowała wzrost, o 5,6% r/r, choć warto zauważyć, że po odjęciu prac subsydiowanych efekt ten był słabszy (0,6% r/r). Ponadto, liczba ofert pracy w ciągu miesiąca była najwyższa od ponad 4 lat. Analiza danych odsezonowanych potwierdza, że poprawiają się tendencje dotyczące tworzenia nowych miejsc pracy, po przejściowym osłabieniu w II kw.
- Wrześniowe dane o bezrobociu pokazują, że pozytywne tendencje na rynku pracy ulegały wzmocnieniu w III kw., po tymczasowym osłabieniu w II kw. Częściowo wynika to z większej aktywności Ministerstwa Pracy, ale nie miała ona decydującego wpływu. Poprawa popytu na pracę pozwala mieć nadzieję na dobry odczyt wzrostu konsumpcji prywatnej w drugiej połowie roku. Można jednak mieć obawy, na ile jest ona trwała, biorąc pod uwagę spowolnienie wzrostu gospodarczego.

Inflacja wciąż poniżej zera

- Inflacja CPI wyniosła we wrześniu -0,3% r/r (tyle co w sierpniu). Ceny żywności przerwały trwający siedem miesięcy trend spadkowy i zanotowały lekki wzrost we wrześniu (o 0,1% m/m). Nie spodziewamy się jednak, żeby oznaczało to odwrócenie trendu w tej kategorii, ponieważ nałożone przez Rosję sankcje na import żywności z Europy i obfite tegoroczne zbiory będą sprzyjały utrzymaniu cen żywności na bardzo niskich poziomach zapewne jeszcze przez wiele miesięcy. Jednocześnie, w innych kategoriach nie widać żadnych istotnych impulsów do wzrostu cen. W skali miesiąca wyraźnie wzrosły jedynie ceny odzieży i obuwia (1,1% m/m), co było zjawiskiem typowo sezonowym (koniec wyprzedaży i wprowadzenie na rynek nowej kolekcji). Inflacja CPI utrzyma się poniżej zera prawdopodobnie przynajmniej do grudnia.
- Inflacja bazowa po wyłączeniu żywności i energii lekko wzrosła we wrześniu do 0,7% r/r, ale w kolejnych miesiącach wciąż pozostanie niska, poniżej 1% do końca tego roku.

Mocny spadek obrotów handlu zagranicznego w sierpniu

- Eksport i import uległy znaczącemu osłabieniu w sierpniu. Dynamika eksportu (mierzonego w euro) obniżyła się z ponad 6% r/r w lipcu do -1,8% r/r w sierpniu, a dynamika importu z 4,8% do -1,1% r/r. To najniższy wynik eksportu od kiedy dostępne są spójne szeregi czasowe po zmianie metodologii (od 2011 r.), a jeśli uwzględnimy również dane w starym układzie, dynamika eksportu jest najniższa od października 2009. Wprawdzie trzeba wziąć pod uwagę, że na wartość eksportu i importu w sierpniu wpłynęła negatywnie mniejsza liczba dni roboczych niż przed rokiem (podobnie jak na dynamikę produkcji przemysłowej), ale nasze prognozy brały ten czynnik pod uwagę, a mimo to dane okazały się negatywnym rozczarowaniem również dla nas. Najwyraźniej pogorszenie koniunktury w strefie euro coraz mocniej odbija się na wynikach polskiego handlu zagranicznego.
- Saldo obrotów bieżących w sierpniu wyniosło -986 mln €. Znacząco zrewidowano saldo lipcowe, z -175 mln € do -681 mln €. Skumulowany 12-miesięczny deficyt obrotów bieżących wzrósł wg naszych szacunków do -1,4% PKB (najwyżej od 9 miesięcy).

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragmenty komunikatu RPP w listopadzie

W Stanach Zjednoczonych wzrost gospodarczy w III kw. utrzymał się na relatywnie wysokim poziomie. W strefie euro natomiast dynamika aktywności gospodarczej pozostaje niska, prognozy wzrostu gospodarczego zostały zrewidowane w dół. Jednocześnie oczekiwane tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro w przyszłym roku jest wyższe niż w obecnym.. Towarzyszy temu osłabienie wzrostu PKB w Chinach i wyhamowanie wzrostu aktywności gospodarczej w Rosji.

W Polsce dane o aktywności sygnalizują spowolnienie wzrostu gospodarczego w III kw. Dynamika produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej w III kw. była niższa niż w poprzednim kwartale. Towarzyszyło temu osłabienie wzrostu eksportu związane ze spowolnieniem gospodarczym u głównych partnerów handlowych Polski.

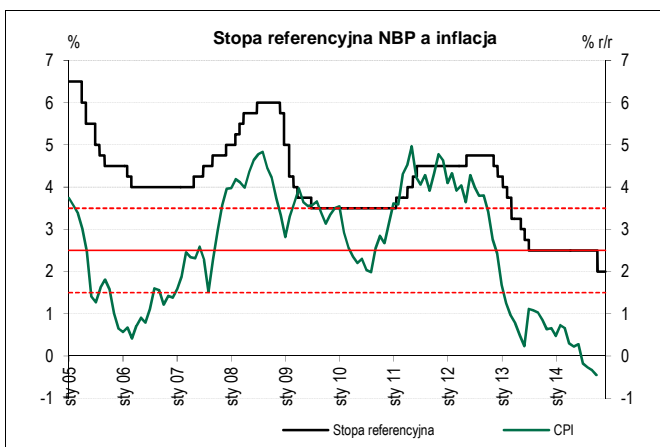
Pomimo obniżenia dynamiki aktywności gospodarczej, zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw nadal rośnie, co przyczynia się do stopniowego obniżenia się bezrobocia. Stopa bezrobocia pozostaje jednak podwyższona, co wciąż ogranicza presję płacową. W efekcie dynamika wynagrodzeń kształtuje się na poziomie wzrostu realnego PKB. Jednocześnie utrzymuje się stabilny wzrost kredytów dla gospodarstw domowych, czemu towarzyszy stopniowe zwiększenie dynamiki akcji kredytowej dla przedsiębiorstw.

Jednocześnie rozkład ryzyk dla wzrostu gospodarczego i inflacji wskazuje, że w całym horyzoncie projekcji prawdopodobieństwo kształtowania się tych zmiennych poniżej centralnej ścieżki projekcji jest większe niż powyżej centralnej ścieżki.

W ocenie Rady dokonane w październiku dostosowanie polityki pieniężnej oraz utrzymujący się – mimo pewnego spowolnienia – stabilny wzrost gospodarczy ograniczają ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. W związku z tym Rada postanowiła pozostawić stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Jednocześnie Rada podkreśla, że w otoczeniu polskiej gospodarki utrzymuje się niepewność co do przyszłej koniunktury. Z tego względu Rada nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej jeśli napływające informacje będą wskazywały na zwiększenie się ryzyka pogorszenia się perspektyw wzrostu gospodarczego. Rada przyjęła Raport o inflacji – listopad 2014.

Wyniki kolejnych projekcji NBP

	Wzrost PKB			
	Listopad 13	Marzec 14	Lipiec 14	Listopad 14
2014	2,0-3,9	2,9-4,2	3,2-4,1	2,9-3,5
2015	2,1-4,5	2,7-4,8	2,6-4,5	2,0-3,7
2016		2,3-4,8	2,3-4,5	1,9-4,2
	Inflacja CPI			
	Listopad 13	Marzec 14	Lipiec 14	Listopad 14
2014	1,1-2,2	0,8-1,4	-0,1-0,4	0,0-0,2
2015	1,1-2,6	1,0-2,6	0,5-2,1	0,4-1,7
2016		1,6-3,3	1,3-3,1	0,6-2,3



Źródła: NBP, Reuters, BZ WBK

RPP wcisnęła pauzę czy stop?

▪ Listopadową decyzję Rady Polityki Pieniężnej skomentowaliśmy już dość szeroko w naszym komentarzu na gorąco po posiedzeniu. Była ona nie tylko zaskakująca, ale i nieuzasadniona w świetle nowej projekcji banku centralnego (szczegóły poniżej) oraz niespójna z wcześniejszą komunikacją RPP.

▪ Niestety zarówno w oficjalnym komunikacie jak i w konferencji prasowej trudno doszukać się czytelnych wskazówek odnośnie przyszłych decyzji, albo chociaż jasnego uzasadnienia decyzji listopadowej. Według komunikatu, „Rada nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej, jeśli napływające informacje będą wskazywały na zwiększenie się ryzyka pogorszenia się perspektyw wzrostu gospodarczego”. Dla porównania, w poprzednim komunikacie Rada nie wykluczyła „dalszego dostosowania polityki pieniężnej jeśli napływające informacje, w tym listopadowa projekcja NBP, potwierdzą istotne ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie”. Widać więc, że nacisk w komunikacie zmienił się z inflacji na wzrost. Związane to było zapewne z faktem, że większość członków RPP widzi: 1. ścieżkę wzrostu gospodarczego na poziomie powyżej tej zarysowanej w projekcji oraz 2. inflację poniżej celu głównie za sprawą (przejściowych?) czynników podaźowych.

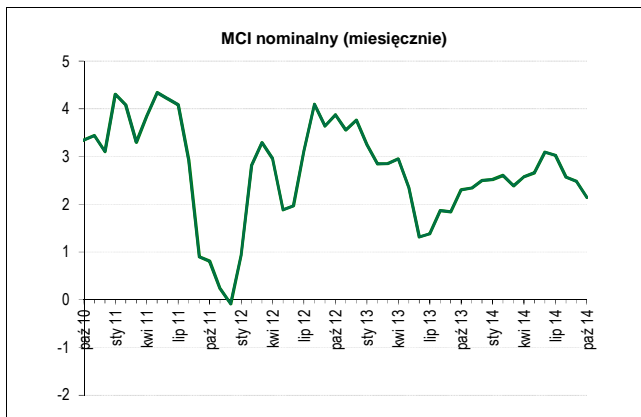
▪ Trudno mieć zdecydowaną stanowisko w sprawie możliwej decyzji RPP w grudniu. Przed listopadową decyzją spodziewaliśmy się, że po redukcji stóp o 50 pb w październiku RPP obniży stopy jeszcze o kolejne 25 pb. Wciąż wydaje nam się, że stopa referencyjna spadnie do 1,75%, aczkolwiek trudno powiedzieć, czy dane, które zostaną opublikowane w listopadzie będą wystarczające, aby już w grudniu przekonać tych, którzy ostatnio zmienili zdanie co do zmiany stóp. Najbliższe dane nie zmienią za bardzo obrazu sytuacji gospodarczej (wciąż wskazując na wzrost PKB poniżej 3%). Inflacja z kolei może zaskoczyć in minus. Teoretycznie, powinno to wystarczyć do obniżki. Ale teoretycznie, to obniżka powinna nastąpić w listopadzie.

Projekcja wspiera dalsze obniżki... Ale trzeba w nią wierzyć!

▪ Nowa projekcja PKB i inflacji przygotowana w NBP (szczegóły w tabeli obok) pokazała ścieżkę dla obydwu wskaźników znacznie poniżej poprzedniej. Nie powinno to zaskakiwać, biorąc pod uwagę dane opublikowane w ostatnich miesiącach. Jeśli chodzi o PKB, to środkowy punkt prognozy na 2015 rok został obniżony z ok. 3,5% do poniżej 3% (rewizja aż o 0,7 pkt proc!). Zmiana była mniejsza dla roku 2016 – z 3,4% na ok. 3%. Już w poprzedniej projekcji luka popytowa w roku 2014 była szacowana na poziomie -0,7 (% PKB potencjalnego) i nie spodziewano się jej domknięcia w horyzoncie projekcji. Nowe prognozy na 2015-16 i nowy niższy punkt startowy (wzrost PKB na 2014 w dół o ok. 0,5pkt proc.) oznaczają, że trudno spodziewać się presji popytowej na wzrost cen. Znalazło to odzwierciedlenie w projekcji inflacji, która została obniżona o ponad 1 pkt proc. na 2016 rok - średnioroczna na poziomie 1,2%, a koniec roku zapewne ok. 1,5% (dla przypomnienia, cel inflacyjny w Polsce to 2,5%). Co więcej, w komunikacie RPP napisała, że ryzyka dla PKB i inflacji są asymetryczne w dół.

▪ Co było najbardziej zaskakujące w projekcji, to jej odbiór przez członków RPP. Najwyraźniej nie wierzą w jej wnioski, skoro uznali, że niepotrzebne są dalsze działania. Ciekawe jest więc pytanie na jakiej podstawie większość członków RPP kontestuje projekcję? Na podstawie jakich modeli formułują swoje prognozy? Których założeń projekcji NBP nie uznają za słuszne? Mamy nadzieję, że zobaczymy odpowiedź na to pytanie w najbliższych (zapewne, jak zwykle, licznych) wywiadach. A przynajmniej próbę odpowiedzi.

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



Indeks restrykcyjności (na chwilę) w dół października

- Indeks restrykcyjności polityki pieniężnej spadł w październiku w związku z obniżeniem się stawek rynku pieniężnego w oczekiwaniu na obniżkę stóp procentowych przez RPP. W tym samym kierunku działało osłabienie złotego na skutek pogorszenia nastrojów na globalnych rynkach finansowych.
- Spodziewamy się stabilizacji wskaźnika MCI w listopadzie i odbicia w kolejnych tygodniach po tym jak okazało się, że RPP jest mniej skłonna do obniżek stóp w porównaniu z wcześniejszymi oczekiwaniami, jednocześnie złoty może się nieco umocnić. Oznacza to, że po kilku miesiącach łagodzenia polityki pieniężnej (indeks w trendzie spadkowym od czerwca), może nastąpić odwrócenie tendencji. Pytanie tylko czy jest to potrzebne, biorąc pod uwagę perspektywę dla wzrostu i inflacji.

Rzońca (1,26)

Winiecki (1,25)

Każmierczak (1,23)

Glapiński (1,21)

Hausner (1,17)

Belka (0,69)

Chojna-Duch (0,65)
PRZECIW OBNIŻCE?

Zielińska-Głębocka (0,58)

Bratkowski (0,55)

Osiatyński (0,23)



Tym razem indeks restrykcyjności członków RPP uwzględnia nasze prognozy wyników głosowania w październiku (5-5) i listopadzie (4-6, Chojna-Duch przeciw)

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.

Rozmieszczenie członków RPP na osi wynika również z naszej oceny, m.in. na podstawie ostatnich wypowiedzi.

Decyzja wbrew poprzedniej komunikacji

Nie ma wątpliwości, że listopadowa decyzja RPP była zaskoczeniem (prawie) dla wszystkich. Konsensus wskazywał na obniżkę o 25 pb, ale niektóre prognozy wskazywały na jeszcze głębszą obniżkę stóp. Rynek finansowy też wycenił obniżkę w skali większej niż 25pb. Reakcja rynku pokazuje, że tym razem Rada nie dostarczyła czego oczekiwano. Podczas konferencji prasowej Prezes Marek Belka zapytany o komunikację RPP z rynkiem w kontekście kolejnej zaskakującej decyzji odpowiedział, że nie chodzi o sztukę komunikacji, która jest na najwyższym poziomie, tylko o to, jaką decyzję podjęła Rada. Było to zapewne najlepsze podsumowanie listopadowego posiedzenia – decyzja niespójna z wcześniejszą komunikacją. Poza tym, jak opisaliśmy na poprzedniej stronie, decyzja była niespójna z nową, znacząco obniżoną, projekcją banku centralnego.

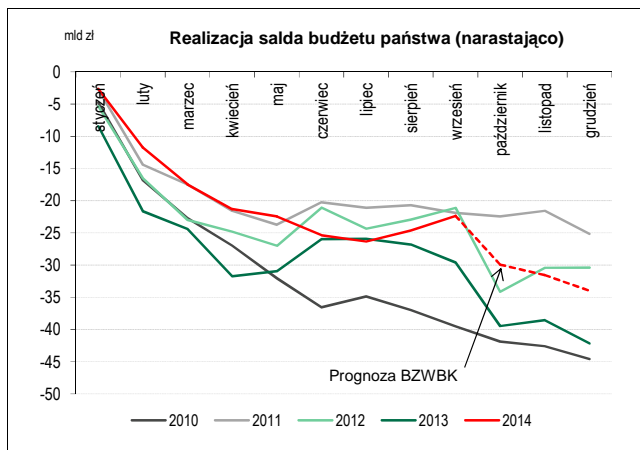
... a obecna komunikacja wygląda na niespójną

Naszym zdaniem, komunikacja podczas listopadowego posiedzenia RPP była daleko od ideału, a Prezes NBP wydawał się wyraźnie niezadowolony. Rada po prostu w kilku kwestiach nie była spójna. Przykładowo, prezes NBP powiedział, że „nie ma już ryzyka, że inflacja będzie poniżej celu, jest pewność.” To stwierdzenie było akurat spójne z nową projekcją inflacji (wg której środkowy punkt 50-procentowego przedziału ufności prognozy CPI w 2016 r. jest na poziomie ok. 1,5%, wobec celu 2,5%!). Ale jednocześnie w oficjalnym komunikacie Rady napisano, że „dokonane w październiku dostosowanie polityki pieniężnej oraz utrzymujący się – mimo pewnego spowolnienia – stabilny wzrost gospodarczy ograniczają ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie”. Wygląda więc na to, że większość członków RPP nie wierzy w wyniki projekcji. Niemniej, podczas konferencji prasowej Marek Belka powiedział, że w Radzie był konsensus co do tego, że inflacja pozostanie poniżej celu w średnim okresie. Dlaczego więc nie obniżono stóp procentowych?

Kto zmienił zdanie?

Jak powiedział Prezes NBP podczas konferencji, decyzja „oczywiście nie była jednomyślna”. Jeśli mielibyśmy się założyć, kto zmienił zdanie w porównaniu z głosowaniem październikowym, postawilibyśmy na prof. Elżbietę Chojną-Duch. , Dlaczego myślimy, że zagłosowała przeciw? Zapytany o perspektywy polityki pieniężnej, Belka zwrócił się jednoznacznie do niej o odpowiedź na to pytanie. Członkini RPP powiedziała dziś, że wzrost PKB w IV kw. powinien przyspieszyć w porównaniu do III kwartału. W naszej ocenie wzrost PKB będzie niższy i napływające dane makroekonomiczne potwierdzą taki scenariusz. Dodatkowo, spodziewamy się wyraźnie „gołębiego” sygnału ze strony danych o inflacji, które wg nas pokażą spadek w październiku do -0,5% r/r, co może być przekonującym argumentem za kolejną obniżką stóp. W sumie, wydaje nam się, że materializacja scenariusza wzrostu gospodarczego z projekcji (lub nawet nieznacznie lepszego, zgodnego z naszymi prognozami) mogłaby być przekonującym argumentem dla niektórych członków Rady, aby jeszcze raz obciążyć stopy. Trudno powiedzieć na ile prawdopodobne jest to w grudniu. Jednak pierwotny pomysł RPP z października, że łagodzenie polityki pieniężnej powinno być skoncentrowane w krótkim okresie, wciąż może być obowiązujący. Może RPP tylko na chwilę się zdekoncentrowała?

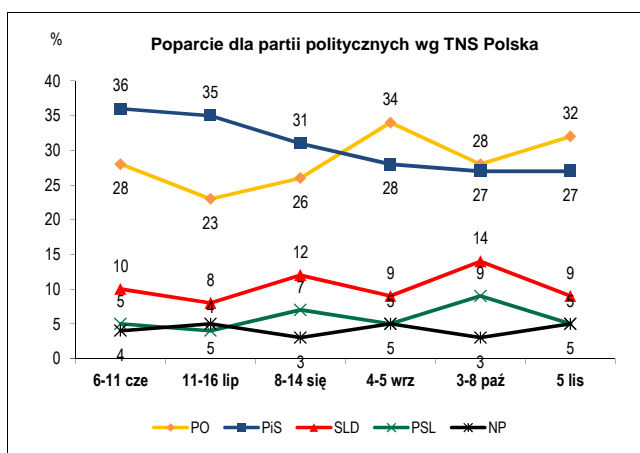
Pod lupą: polityka fiskalna



Jesienne prognozy ekonomiczne Komisji Europejskiej dla Polski

	2012	2013	2014	2015	2016
Wzrost PKB	1,8	1,7	3,0	2,8	3,3
Konsumpcja prywatna	0,9	1,0	2,5	2,7	3,0
Inwestycje brutto	-1,5	0,9	7,7	5,7	6,3
Inflacja HICP	3,7	0,8	0,2	1,1	1,9
Stopa bezrobocia ^{a)}	10,1	10,3	9,5	9,3	8,8
Bilans obrotów bieżących ^{b)}	-3,8	-1,4	-2,0	-2,4	-2,8
Saldo general government ^{b)}	-3,7	-4,0	-3,4	-2,9	-2,8
Dług publiczny ^{b)}	54,4	55,7	49,1	50,2	50,1

a) definicja Eurostatu; b) jako % PKB



	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	6.11	zmiana od 10.10.14	zmiana od 31.12.13	6.11	zmiana od 10.10.14	zmiana od 31.12.13
Polska	2,60	-7	-172	67	-2	-12
Czechy	0,89	-20	-164	47	0	-13
Węgry	3,96	-38	-175	182	17	-74
Grecja	7,86	131	-68	-	-	-
Hiszpania	2,14	8	-201	92	16	-62
Irlandia	1,74	4	-173	56	4	-64
Portugalia	3,23	26	-280	188	34	-158
Włochy	2,36	4	-173	116	20	-53
Francja	1,19	-6	-125	50	7	-4
Niemcy	-	-	-	18	0	-8

Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, GUS, BZ WBK

Tegoroczny deficyt poniżej 35 mld

▪ Deficyt budżetu centralnego wyniósł po dziewięciu miesiącach roku 22,4 mld zł, co oznacza 47% całorocznego planu. We wrześniu była nadwyżka (już drugi miesiąc z rzędu!), sięgająca 2,3 mld zł. Dobry wynik był osiągnięty dzięki wyraźnej poprawie w dochodach, które po dziewięciu miesiącach były wyższe o ok. 7,6 mld zł w porównaniu z szacunkami i harmonogramem realizacji budżetu Ministerstwa Finansów. Najlepsze wyniki osiągają dochody niepodatkowe, a podatkowe kontynuują wzrost w przyzwoitym tempie.

▪ Według wstępnych Ministerstwa Finansów za październik deficyt nie przekroczył poziomu 30 mld. Wciąż wydaje nam się, że na koniec deficyt wyniesie ok. 34 mld zł tj. 13 mld poniżej ustawowych założeń.

Komisja Europejska bardziej pesymistycznie o Polsce

▪ W nowych, jesiennych prognozach komisji Europejskiej nastąpiła wyraźna zmiana oczekiwań odnośnie sytuacji gospodarczej w wielu krajach, w tym w Polsce. Wzrost gospodarczy w naszym kraju prognozowany jest na poziomie 3% w tym roku i 2,8% w 2015 (my jesteśmy nieco bardziej optymistyczni). Według Komisji głównymi negatywnymi czynnikami są niższy popyt ze strefy euro oraz sytuacja na Ukrainie, choć skala wpływu tego drugiego czynnika ma wygasnąć w czasie. Z drugiej strony, przyzwoity popyt krajowy oraz dobra sytuacja na rynku pracy będą ograniczały ryzyko głębszego spowolnienia

▪ Komisja oczekuje, że deficyt fiskalny spadnie w Polsce do 2,9% PKB w 2015 roku z 3,4% w tym roku. Jest to spójne z naszą prognozą, choć Ministerstwo Finansów uważa, że deficyt może być niższy, gdyż Komisja nie uwzględniła w pełni działania reguły wydatkowej. Według ministra Mateusza Szczurka, deficyt może spaść poniżej 3% PKB nawet w tym roku, choć nie jest to pewne ze względu na sytuację w samorządach. Według wcześniejszych szacunków, rząd widział deficyt na poziomie 3,3% PKB w 2014 i 2,5% w 2015. Wydaje nam się, że jeśli redukcja deficytu na 2015 okaże się mniejsza, to jest uzasadnione w sytuacji spowolnienia gospodarczego, o ile cel poniżej 3% zostanie osiągnięty.

Nadchodzą wybory samorządowe

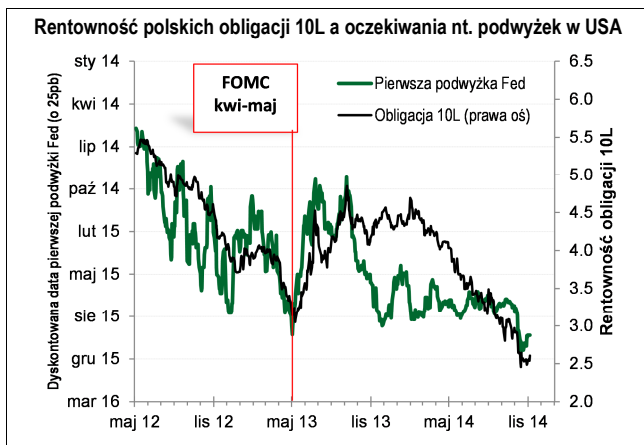
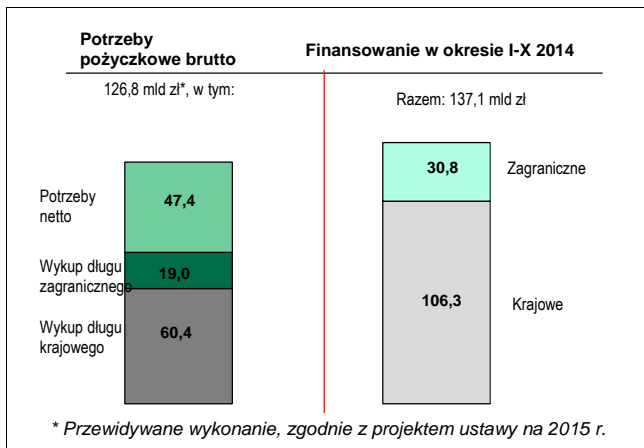
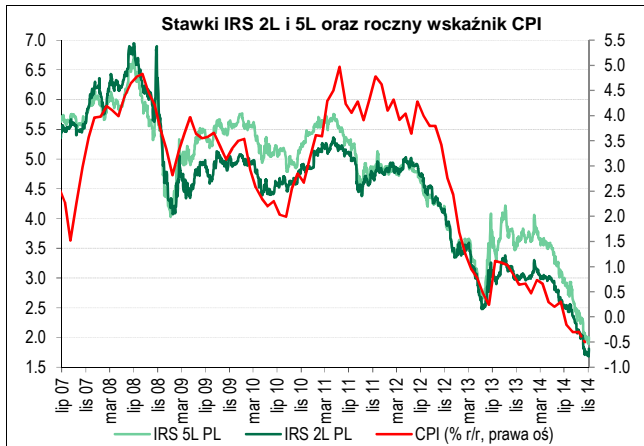
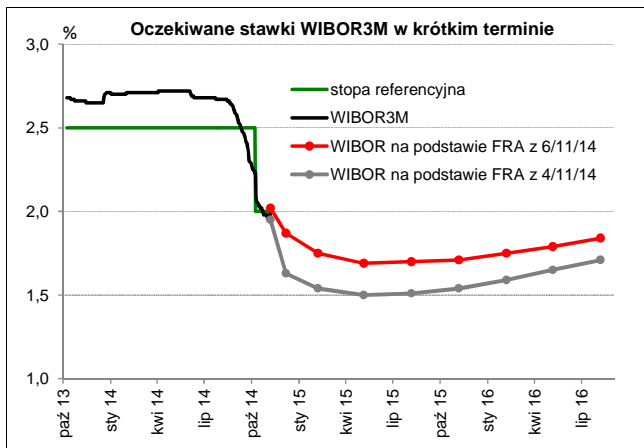
▪ Platforma Obywatelska wciąż prowadzi w sondażach, choć różnica wobec głównej partii opozycyjnej jest niewielka. 16 listopada odbędą się wybory samorządowe i tym samym kontynuujemy długi cykl wyborczy, który został rozpoczęty wyborami europejskimi w maju. W przyszłym roku wybory przysydenckie w drugim kwartale i parlamentarne na jesieni. Niepewność odnośnie ich wyniku może zacząć wpływać na rynki finansowe.

Rynki bazowe pozostają silne

▪ W minionym miesiącu rentowności obligacji na długim końcu krzywych (na rynkach bazowych i peryferyjnych) kontynuowały trend spadkowy, wspierany słabymi perspektywami wzrostu gospodarki światowej. W efekcie rentowność niemieckiej 10-latk obniżyła się do 0,75% (nowe historyczne minimum), podczas gdy rentowności 10-letnek hiszpańskiej i włoskiej obniżyły się minimalnych poziomów odnotowanych we wrześniu odpowiednio na 2,05% i 2,26%. W tym samym czasie spread wobec Bundów rozszerzył się w skali miesiąca (najbardziej dla Grecji) w wyniku większej koncentracji inwestorów na fundamentach poszczególnych krajów.

▪ W listopadzie EBC nie zmienił parametrów polityki monetarnej. W naszej ocenie, słabe dane makro i niska inflacja będą podtrzymywały oczekiwania na wprowadzenie programu QE przez EBC. W efekcie wciąż widzimy miejsce do nieznacznych spadków rentowności na rynkach bazowych. Z drugiej strony, dług Włoch znajdzie się pod presją słabych danych z tamtejszej gospodarki, podczas gdy nieoficjalne referendum w Katalonii może ciążyć hiszpańskim obligacjom.

Rynek stopy procentowej



Źródła: Reuters, Bloomberg, MF, BZ WBK

Stawki WIBOR mogą się jeszcze obniżyć

Październik był piątym miesiącem z rzędu spadku stawek na rynku pieniężnym, które znacząco się obniżyły w wyniku nieoczekiwanej redukcji stóp o 50 pb i słabych danych z krajowej gospodarki. Stawki WIBOR spadły o 29-40 pb w skali miesiąca, w tym najbardziej stawka 1M. W przypadku stawek FRA, trend spadkowy wyhamował po jastrzębich wypowiedziach niektórych członków RPP.

Początek listopada przyniósł dalszy znaczący spadek tych stawek w oczekiwaniu na dalsze luzowanie polityki monetarnej przez RPP (niektórzy inwestorzy oczekiwali redukcji stóp o 50 pb). Rada zaskoczyła rynek utrzymując stopy procentowe na niezmiennym poziomie, co dało impuls do znaczącego wzrostu WIBORów i stawek FRA (odpowiednio o 6-11 pb oraz o 20-26 pb). Po tej decyzji inwestorzy dostosowali swoje oczekiwania do nowych warunków rynkowych i bieżąca wycena FRA sugeruje, że redukcję stóp o 25 pb w perspektywie 3 miesięcy (vs nieco ponad 50 pb poprzednio wycenianych).

Wciąż widzimy przestrzeń dla jednej obniżki o 25 pb (choć nie jest pewne, czy w grudniu). Taki scenariusz będzie wspierany przez nadchodzące dane makro, które powinny pokazać słabą aktywność gospodarczą oraz inflację bliską zeru (w październiku na -0,5% r/r). W związku z tym oczekujemy, że stawki rynku pieniężnego powrócą do trendu spadkowego w najbliższych tygodniach.

Korekta po silnym umocnieniu

Krajowy dług i IRS znacząco umocniły się w październiku; rentowności i stawki IRS osiągnęły nowe historyczne minima. Wsparciem dla trendu spadkowego były także nastroje na rynkach globalnych (rentowność niemieckiej 10-latki osiągnęła nowe historyczne minimum). Korekta wzrostowa (w wyniku wzrostu awersji do ryzyka oraz jastrzębkiej retoryki niektórych członków RPP) była krótkotrwała. W skali miesiąca nastąpiło wypłaszczenie krajowych krzywych w ślad za rynkami bazowymi. Co więcej, spread wobec niemieckich obligacji zawężił się dla wszystkich sektorów, w tym dla 10L tymczasowo spadł do 160 pb, najniższego poziomu w historii.

Podczas gdy początek listopada był wciąż sprzyjający dla krajowego rynku stopy procentowej (rentowność 10L osiągnęła nowe historyczne minimum na 2,50%), to decyzja RPP utrzymująca stopy na niezmiennym poziomie przyczyniła się do znaczącej przeceny. Dzień po decyzji Rady rentowności i IRS wzrosły o 10-15 pb. Najbardziej osłabiły się krótkie końce krzywych, co skutkowało zawężeniem spreadów 2-10L na obu rynkach. Dość znaczące spadki cen uaktywniły stronę popytową; niektórzy inwestorzy wykorzystywali korektę do odbudowania swoich pozycji na rynku obligacji i IRS.

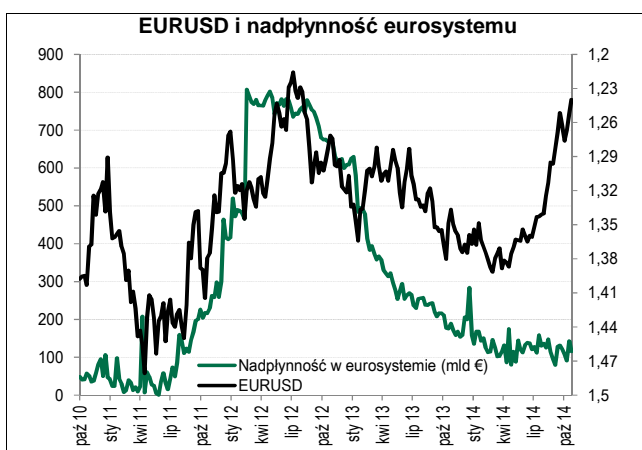
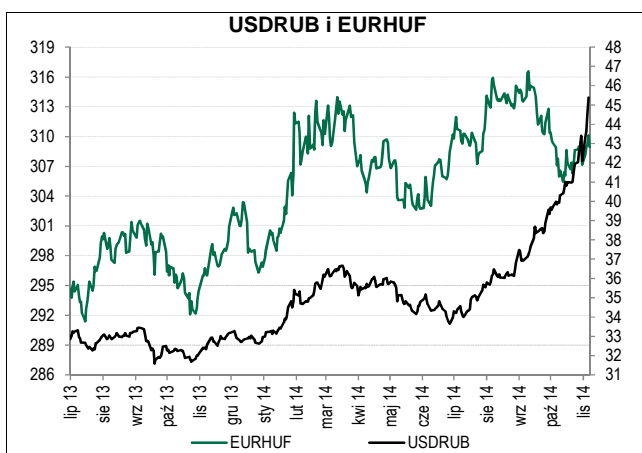
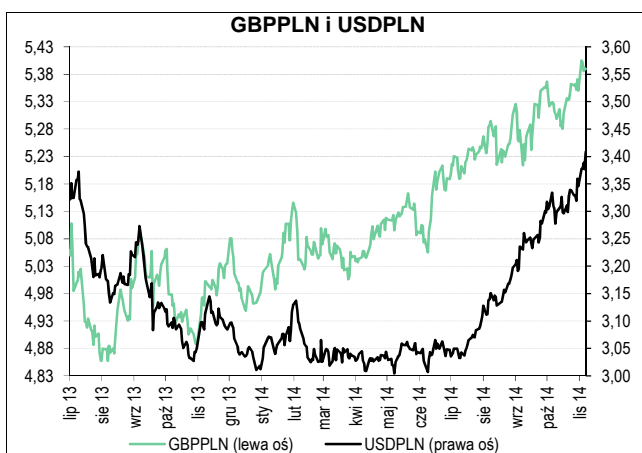
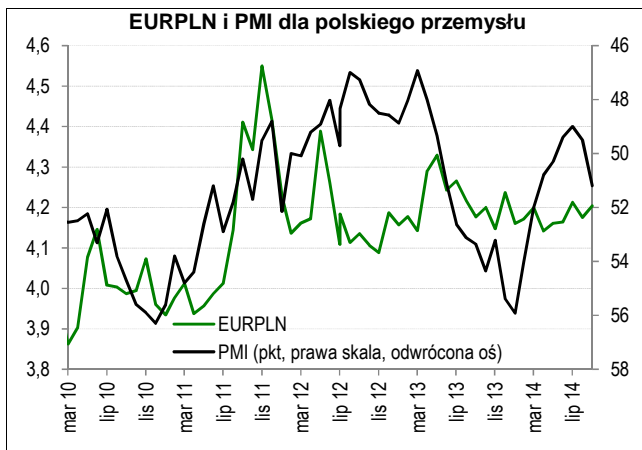
Nieznaczny spadek rentowności wciąż możliwy

Uwzględniając fundamenty krajowej gospodarki wciąż widzimy możliwość obniżki stóp o 25 pb do końca I kw. 2015, jeśli nie nastąpi ona w grudniu. Uważamy, że korekta na rynku obligacji i IRS po decyzji Rady może być krótkotrwała, a niski odczyt inflacji za październik (-0,5% r/r) może spowodować powrót do trendu spadkowego rentowności. W związku z tym utrzymujemy nasze prognozy rentowności obligacji i IRS na koniec tego roku.

Ministerstwo Finansów zakończyło finansowanie potrzeb pożyczkowych na 2014 r. Na koniec października wartość finansowania wyniosła 137,1 mld zł wobec oczekiwanej realizacji potrzeb pożyczkowych brutto na poziomie 126,8 mld zł. Niska podaż na rynku pierwotnym powinna wspierać rynek długu do końca roku.

Krajowy dług (głównie sektor 10L – patrz wykres) wydaje się być silnie zależny od oczekiwań na podwyżki stóp przez Fed. Każda zmiana tych oczekiwań w kierunku wcześniejszego zacieśnienia polityki monetarnej w USA będzie negatywnie wpływała na wycenę krajowego długu (przynajmniej do momentu rozpoczęcia przez EBC zwiekszania bilansu).

Rynek walutowy



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

Wzrost zmienności złotego

▪ Miesiąc temu wskazywaliśmy na wyjątkowo niską zmienność złotego w relacji do euro i wkrótce potem na rynku odnotowano dość silny ruch. EURPLN wzrósł w połowie października do prawie 4,24 (najwyżej od marca). 3-miesięczna implikowana zmienność (która we wrześniu była na poziomie sprzed kryzysu finansowego 2007) podskoczyła w ciągu kilku dni z 5,04 do 6,03 (najwyżej od połowy sierpnia). Te nagłe osłabienie było spowodowane globalną awersją do ryzyka wywołaną przez obawy o światowy wzrost gospodarczy. Doprowadziła ona do znacznego osłabienia walut i obligacji państw rozwijających się.

▪ W kolejnych tygodniach kurs EURPLN ustabilizował się na tym podwyższonym poziomie, podczas gdy USDPLN w dalszym ciągu rósł w wyniku wznowienia trendu spadkowego EURUSD. Kurs przekroczył chwilowo 3,40 i znalazł się najwyżej od lipca 2012.

Potencjał do umocnienia pod koniec roku...

▪ Nadal uważamy, że jest potencjał do lekkiego umocnienia złotego do końca roku. RPP wyraźnie zaskoczyła zostawiając stopy NBP bez zmian w listopadzie i teraz rynek będzie zapewne dużo ostrożniejszy w wycenianiu dalszego luzowania polityki pieniężnej w najbliższym czasie. Nasza prognoza październikowej inflacji (-0,5% r/r) jest poniżej konsensusu (-0,4% r/r), ale dane o aktywności ekonomicznej mogą zaskoczyć pozytywnie. Szczególnie pozytywnej niespodzianki spodziewamy się ze strony sprzedaży detalicznej, która powinna być wyraźnie wsparta przez sprzedaż samochodów. Poza tym, w ostatnim czasie pojawiły się pozytywne sygnały ze strefy euro (odbicie PMI dla przemysłu Niemiec i całego Eurolandu), a gospodarka USA w dalszym ciągu rośnie w solidnym tempie. Okoliczności te mogą wspierać nadzieje, że dołek spowolnienia globalna gospodarka ma już za sobą i kolejne kwartały przyniosą dalszą poprawę lub chociaż stabilizację.

▪ Nawet jeśli EBC nie zwiększy w najbliższym czasie skali swojego programu skupu aktywów o obligacje rządowe czy korporacyjne, to przez kolejne co najmniej 2 lata polityka pieniężna w strefie euro będzie bardzo luźna. Nadzieje na to, że niskie stopy procentowe będą wspierać gospodarkę i że dysparytet stóp między Polską a strefą euro nie będzie się już zawężał w najbliższym czasie powinny korzystnie wpływać na krajową walutę.

▪ Oczywiście, jest kilka czynników ryzyka dla tego scenariusza. Po pierwsze, ryzyko szybszych podwyżek stóp w USA. Po drugie, dalsza deprecjacja rubla i wciąż napięta sytuacja na Ukrainie. Po trzecie, ryzyko dalszego spowolnienia w strefie euro generujące obawy o jej stabilność (niepewność i tak już rośnie w wyniku planów Grecji wcześniejszego zakończenia programu pomocowego) i jej wpływ na globalny wzrost gospodarczy.

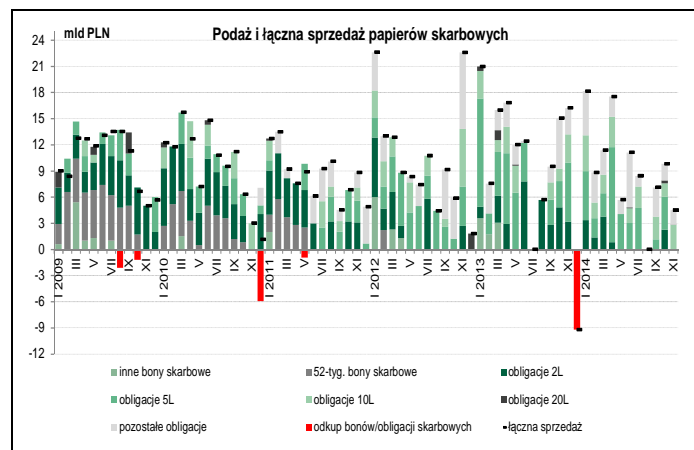
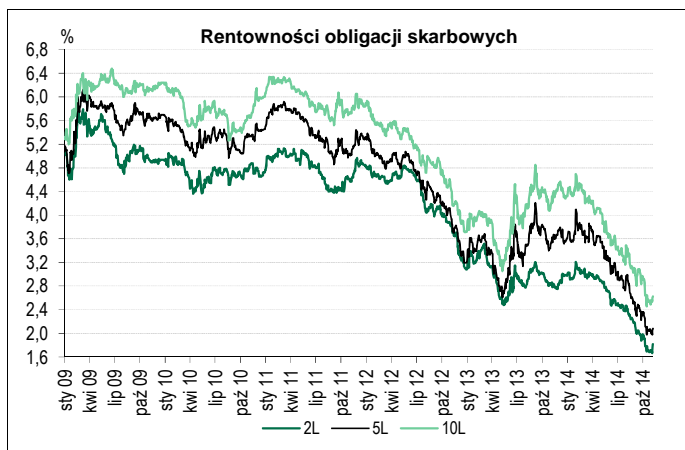
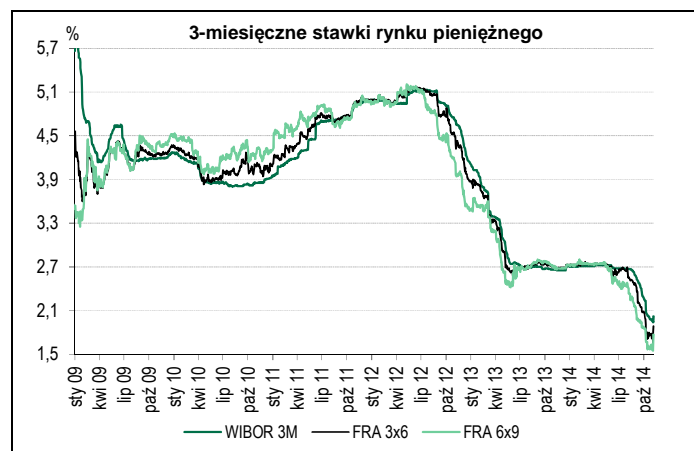
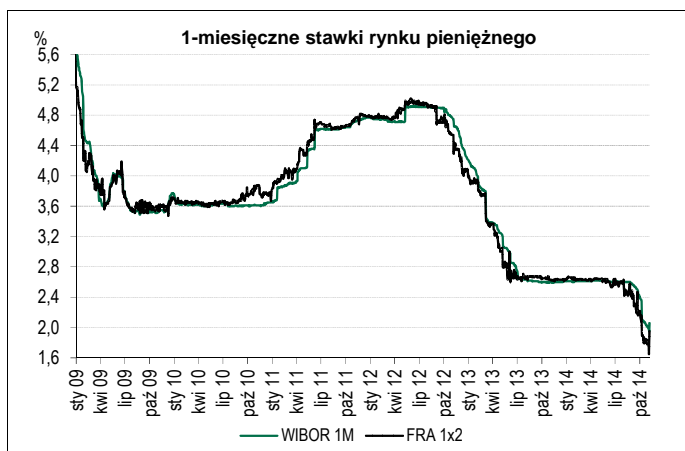
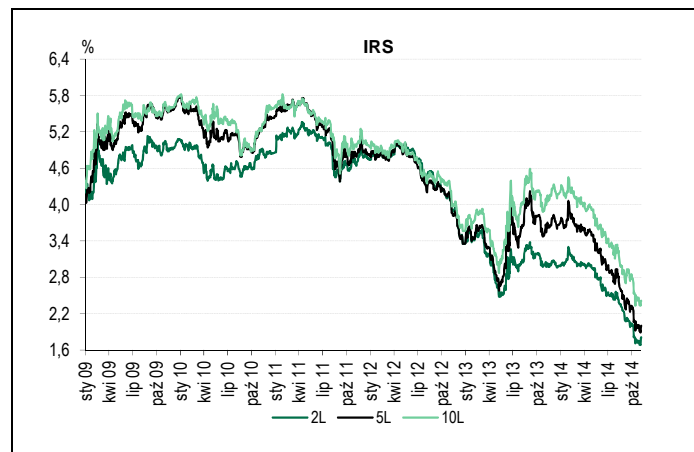
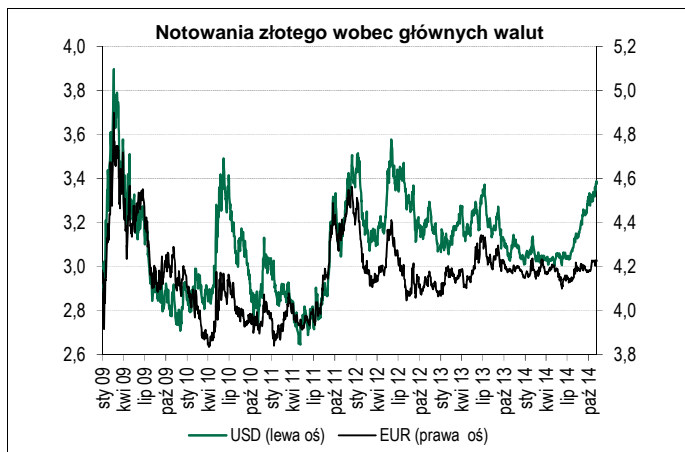
... także w relacji do dolara

▪ Widzimy też szanse na umocnienie złotego do dolara. EBC nie wydaje się spieszyć z rozszerzeniem programu skupu aktywów po tym jak nie podjął dodatkowych działań w listopadzie. Ostatni wykres na tej stronie sugeruje, że inwestorzy wycenili już napływ dodatkowej płynności na europejski rynek i że potencjał do dalszego spadku EURUSD wyraża się być ograniczony. Poza tym, ostatnie dane ze strefy euro zaskoczyły na plus, co może skłonić inwestorów do realizacji przynajmniej części zysków z ostatnich silnych spadków kursu.

▪ Wzrost EURUSD do 1,26 lub nawet 1,28 w ciągu najbliższych dwóch miesięcy mógłby istotnie wesprzeć złotego do dolara – kurs USDPLN mógłby spaść do nawet 3,30.

▪ Czynnikiem ryzyka dla tego scenariusza są ewentualne wyjątkowo silne dane z USA, które mogłyby przekonać inwestorów, że Fed podniesie stopy wcześniej, niż pod koniec 2015.

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
Listopad'13	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-	12129,7			
luty	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-	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	6062,1					2.10	WZ0115/PS0415	WZ0124/DS0725/WS0428
listopad	6.11	WZ/DS/WS	2000-4000	4495,7					20.11	WZ0115/PS0415/OK0715	Do ustalenia

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja odkupu

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
10 listopada 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)
17 PL: Inflacja bazowa (X) US: Produkcja przemysłowa (X)	18 DE: Indeks ZEW (XI)	19 PL: Place i zatrudnienie (X) US: Rozpoczęcie budowy domów (X) US: Pozwolenia na budowę (X) US: Minutes FOMC	20 PL: Produkcja przemysłowa (X) PL: Minutes RPP CN, DE, EZ: Wstępny PMI – przemysł (XI) US: CPI (X) US: Indeks Philly Fed (XI) US: Sprzedaż domów (X)	21 US: Wstępny Michigan (X)
24 DE: Indeks Ifo (XI)	25 PL: Sprzedaż detaliczna (X) PL: Stopa bezrobocia (X) DE: PKB (III kw.) HU: Decyzja banku centralnego US: Drugi szacunek PKB (III kw.) US: Indeks nastrojów konsumentów (XI)	26 US: Zamówienia na dobra trwałe użytku (X) US: Dochody osobiste (X) US: Wydatki konsumentów (X) US: Indeks Michigan (XI) US: Niezakończona sprzedaż domów (X) US: Sprzedaż nowych domów (X)	27	28 PL: PKB (III kw.) PL: Oczekiwania inflacyjne (XI) CZ: Wstępny PKB (II kw.) EZ: Wstępny HICP (XI)
1 grudnia PL: PMI – przemysł (XI) CN: PMI – przemysł (XI) DE: PMI – przemysł (XI) EZ: PMI – przemysł (XI) US: ISM – przemysł (XI)	2	3 PL: Decyzja RPP HU: PKB (III kw.) DE, EZ: PMI – usługi (XI) US: ISM – usługi (XI) US: Raport ADP (XI) US: Beżowa Księga Fed	4 EZ: Decyzja EBC	5 DE: Zamówienia przemysłowe (X) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (XI) US: Stopa bezrobocia (XI) US: Zamówienia przemysłowe (X)
8 DE: Produkcja przemysłowa (X) CZ: Produkcja przemysłowa (X)	9 DE: Eksport (X) CZ: CPI (XI)	10	11 HU: CPI (XI) US: Sprzedaż detaliczna (XI)	12 PL: Podaż pieniądza (XI) EZ: Produkcja przemysłowa (X) US: Wstępny Michigan (XI)
15 PL: CPI (XI) PL: Bilans płatniczy (X) US: Produkcja przemysłowa (XI)	16 PL: Inflacja bazowa (XI) PL: Place i zatrudnienie (XI) DE: Indeks ZEW (XII) HU: Decyzja banku centralnego US: Rozpoczęcie budowy domów (XI) US: Pozwolenia na budowę (XI)	17 PL: Produkcja przemysłowa (XI) PL: PPI (XI) CZ: Decyzja banku centralnego EZ: HICP (XI) US: CPI (XI) US: Decyzja FOMC	18 PL: Minutes RPP DE: Indeks Ifo (XII) US: Indeks Philly Fed (XII)	19

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	23	25	-
Place 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			30
Bilans płatniczy	17	12	17	11	15	13	14	13	15	14	13	15
Podaż pieniądza	14	14	14	14	14	13	14	14	12	14	14	12
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

		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	lis 14
PMI	pkt.	53,4	54,4	53,2	55,4	55,9	54,0	52,0	50,8	50,3	49,4	49,0	49,5	51,2	50,8
Produkcja przemysłowa	% r/r	4,6	2,9	6,7	4,2	5,3	5,5	5,5	4,4	1,8	2,4	-1,9	4,2	2,1	-3,1
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-3,2	-2,9	5,8	-3,9	14,4	17,4	12,2	10,0	8,0	1,1	-3,6	5,6	1,6	-3,0
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	3,2	3,8	5,8	4,8	7,0	3,1	8,4	3,8	1,2	2,1	1,7	1,6	3,1	2,9
Stopa bezrobocia	%	13,0	13,2	13,4	13,9	13,9	13,5	13,0	12,5	12,0	11,8	11,7	11,5	11,4	11,5
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	3,1	3,1	2,7	3,4	4,0	4,8	3,8	4,8	3,5	3,5	3,5	3,4	3,3	4,0
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-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	0,7
Eksport (w euro)	% r/r	4,3	3,0	11,6	8,4	7,3	9,5	4,1	9,2	5,2	6,2	-1,8	7,4	5,0	5,0
Import (w euro)	% r/r	3,7	-1,7	0,7	5,8	6,9	4,1	8,0	10,8	5,9	4,8	-1,1	6,3	8,2	8,2
Bilans handlowy	mIn EUR	80	206	-150	105	-79	132	29	-178	222	71	-64	797	-370	-201
Rachunek bieżący	mIn EUR	-92	-584	-652	-1,100	-651	345	421	-237	-746	-681	-986	28	-973	-960
Rachunek bieżący	% PKB	-1,7	-1,5	-1,3	-1,3	-1,3	-1,2	-1,1	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4	-1,2	-1,4	-1,5
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-39,5	-38,5	-42,2	-2,6	-11,7	-17,5	-21,3	-22,5	-25,4	-26,4	-24,6	-22,4	-29,9	-31,6
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	76,5	74,7	81,8	5,6	24,7	36,8	44,8	47,3	53,4	55,5	51,9	47,1	63,0	66,4
Inflacja (CPI)	% r/r	0,8	0,6	0,7	0,5	0,7	0,7	0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,5	-0,3
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	1,4	1,1	1,0	0,4	0,9	1,1	0,8	0,8	1,0	0,4	0,5	0,7	0,3	0,7
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,4	-1,5	-1,0	-1,0	-1,4	-1,3	-0,7	-1,0	-1,8	-2,0	-1,5	-1,6	-1,1	-0,6
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	5,9	5,7	6,2	5,4	5,2	5,2	5,4	5,2	5,2	6,0	7,4	7,8	8,1	8,2
Zobowiązania	% r/r	5,9	5,2	6,0	4,9	4,7	4,7	5,4	5,5	5,5	6,7	7,8	7,4	8,2	8,6
Należności	% r/r	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	6,8
EUR/PLN	PLN	4,19	4,19	4,18	4,18	4,18	4,20	4,18	4,18	4,14	4,14	4,19	4,19	4,21	4,20
USD/PLN	PLN	3,07	3,10	3,05	3,07	3,06	3,04	3,03	3,04	3,04	3,06	3,15	3,25	3,32	3,34
CHF/PLN	PLN	3,40	3,40	3,41	3,39	3,42	3,45	3,43	3,42	3,39	3,41	3,46	3,47	3,48	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	2,00	2,00
WIBOR 3M	%	2,67	2,65	2,67	2,70	2,71	2,71	2,72	2,72	2,69	2,68	2,65	2,45	2,07	2,00
Rentowność obligacji 2L	%	2,90	2,80	2,94	2,99	3,06	2,99	2,94	2,79	2,54	2,45	2,30	2,02	1,77	1,75
Rentowność obligacji 5L	%	3,62	3,64	3,65	3,67	3,79	3,68	3,60	3,36	3,10	2,89	2,73	2,40	2,12	2,10
Rentowność obligacji 10L	%	4,28	4,38	4,41	4,42	4,47	4,26	4,10	3,80	3,54	3,34	3,23	2,98	2,63	2,65

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	1 696,9	1 758,3	397,4	413,5	419,3	466,7	403,5	426,2	437,1	491,5
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	3,1	2,9	4,9	3,7	1,8	1,9	1,6	2,4	3,4	4,2
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-1,0	-10,3	5,3	6,6	9,8	9,9	1,1	3,9	4,3	4,0	8,7	7,8
Sprzedż detaliczna ^a	% r/r	6,0	2,6	3,7	6,6	5,1	4,6	1,9	3,3	4,3	5,1	8,2	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	4,0	4,2	3,5	3,1	3,3	3,6	3,7	4,7	4,6
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,0	-1,1	0,1	0,3	-0,3	0,1	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,3
Eksport (w euro)	% r/r	6,5	5,7	5,9	7,5	8,4	6,1	4,2	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0
Import (w euro)	% r/r	2,2	0,2	6,4	9,9	5,6	8,2	3,5	8,2	9,0	10,0	10,0	10,5
Bilans handlowy	mIn EUR	-7 146	635	-57	-3 792	159	71	804	-1 091	-985	-1 087	95	-1 816
Rachunek bieżący	mIn EUR	-13 697	-5 245	-6 466	-11 062	-1 403	-553	-1 639	-2 871	-2 957	-1 587	-3 032	-3 487
Rachunek bieżący	% PKB	-3,6	-1,3	-1,6	-2,6	-1,2	-1,2	-1,2	-1,6	-2,0	-2,2	-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	0,6	0,6	0,3	-0,3	-0,4	-0,2	0,5	0,8	1,4
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	2,4	0,7	-0,4	1,6	0,7	0,3	-0,3	-0,4	-0,1	0,6	1,0	1,6
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	2,2	1,2	0,7	1,1	0,8	0,8	0,5	0,6	0,9	1,1	1,2	1,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,4	-1,3	-1,2	0,7	-1,2	-1,2	-1,7	-0,7	0,1	0,9	0,9	0,8
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	4,5	6,2	6,6	5,3	5,2	5,2	7,8	6,6	6,3	6,0	5,6	5,3
Zobowiązania ^b	% r/r	4,7	6,0	6,5	6,5	4,7	5,5	7,4	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
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	4,18	4,13	4,19	4,17	4,18	4,20	4,18	4,15	4,11	4,06
USD/PLN	PLN	3,26	3,16	3,14	3,24	3,06	3,04	3,15	3,31	3,24	3,26	3,26	3,19
CHF/PLN	PLN	3,47	3,41	3,44	3,30	3,42	3,42	3,45	3,46	3,40	3,35	3,29	3,17
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	2,50	1,92	2,71	2,71	2,59	1,99	1,90	1,91	1,92	1,94
Rentowność obligacji 2L	%	4,30	2,98	2,45	1,79	3,01	2,76	2,26	1,76	1,75	1,75	1,78	1,87
Rentowność obligacji 5L	%	4,53	3,46	2,96	2,13	3,71	3,35	2,67	2,11	2,10	2,10	2,13	2,18
Rentowność obligacji 10L	%	5,02	4,04	3,51	2,76	4,38	3,82	3,18	2,64	2,65	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 6.11.2014 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

Al. Jana Pawła II 17, 00-854 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
00-854 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, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl