

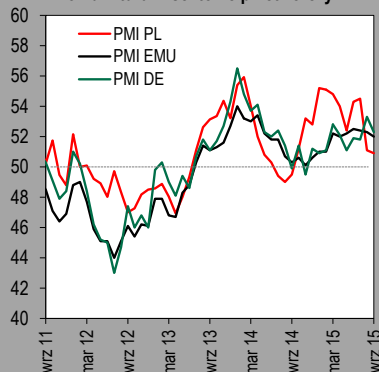
# MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

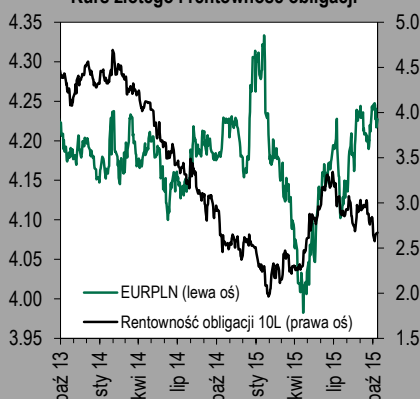
Październik 2015

## Dłuższy okres niepewności?

Koniunktura w sektorze przetwórczym



Kurs złotego i rentowność obligacji



### W tym miesiącu:

Czy krzywa rentowności jest dobrym wskaźnikiem wyprzedzającym?	2
Gospodarka Polski	3
Pod lupą: polityka pieniężna	5
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

■ Widzimy znaczne podobieństwo między obecną sytuacją w polskiej gospodarce, a tym, co obserwowaliśmy niemal dokładnie rok temu: indeks PMI dla polskiego przemysłu mocno spada, niektóre dane makroekonomiczne rozczarowują (z wyjątkiem rynku pracy, który nadal radzi sobie świetnie), a jednocześnie pojawiają się zewnętrzne czynniki ryzyka, które podsycają niepewność nt. dalszego rozwoju sytuacji ekonomicznej za granicą (obecnie spowolnienie w Chinach i gospodarkach wschodzących, rok temu sankcje będące wynikiem konfliktu między Rosją a Ukrainą). Nawet jeżeli czynników ryzyka jest teraz więcej (Chiny, Brazylia, Grecja, sprawa Volkswagena, żeby wymienić tylko kilka pierwszych z brzegu) i niepewność może obecnie potrwać dłużej, nadal wierzymy, że są solidne podstawy, aby zakładać, że polska gospodarka uniknie poważnego spowolnienia i utrzyma przyzwoite tempo wzrostu (ok. 3.5% r/r w latach 2015-16), tak jak udało się to zrobić rok temu (szczegóły na str. 3-4).

■ Na dwa tygodnie przed wyborami parlamentarnymi ich wynik jest nadal wielką niewiadomą. Różne sondaże wskazują na różne wyniki poparcia dla partii politycznych, nie wspominając już, że w przeszłości wyniki wyborów potrafiły się wyraźnie różnić od sondaży. Co więcej, jeśli wybory nie przyniosą wyraźnego zwycięzcy, okres niepewności politycznej może trwać dłużej niż tydzień czy dwa od niedzieli wyborczej – może przeciągnąć się do zimy, albo nawet dłużej. Na stronie 6 opisujemy procedurę wyłaniania rządu po wyborach wynikającą z Konstytucji oraz maksymalne dopuszczone prawem terminy na realizację poszczególnych etapów tej procedury.

■ Wstępne dane o CPI pokazały pogłębienie deflacji we wrześniu do -0,8% r/r, ale naszym zdaniem była to tylko chwilowa przerwa w trendzie wzrostowym, który pchnie inflację powyżej zera w listopadzie i do ok. 2% r/r w 2016 r. Nadal jesteśmy zdania, że w takich okolicznościach dalsze łagodzenie polityki pieniężnej w Polsce nie będzie uzasadnione, wbrew nasilającym się spekulacjom rynkowym o możliwej obniżce stóp procentowych. Te spekulacje raczej szybko nie znikną, co może jeszcze zepchnąć krzywą rentowności w dół. Wsparciem dla długiego końca krajowej krzywej mogą być spadające rentowności na rynkach bazowych, ograniczona podaź długu w październiku, a także znaczny napływ płynnych środków na rynek z tytułu wykupów obligacji oraz płatności odsetkowych. Niemniej, przestrzeń do umocnienia rynku jest naszym zdaniem ograniczona, ze względu na niezłe tempo wzrostu gospodarczego i fakt, że część inwestorów może chcieć ograniczyć swoją ekspozycję przed rozstrzygnięciem wyniku wyborów. Przed końcem roku rentowności powinny zacząć rosnąć, chociaż dodatkowym czynnikiem ryzyka jest tutaj perspektywa zmian polityki pieniężnej w USA, ponieważ po wrześniowym posiedzeniu Fed niepewność dot. terminu podwyżki w Stanach może trwać dłużej niż myśleliśmy.

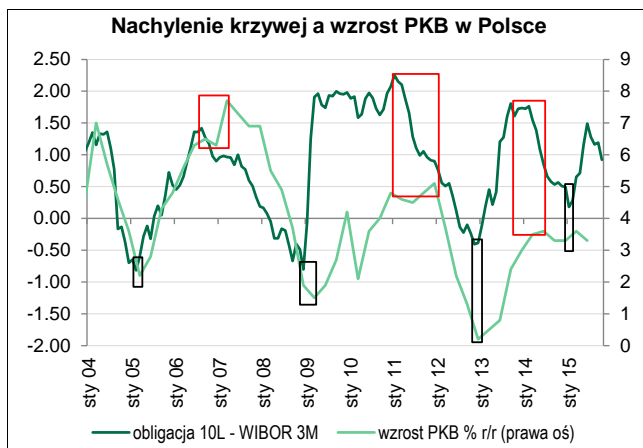
■ Zmienność EURPLN spadła znacząco we wrześniu i obecnie widzimy ryzyko osłabienia złotego wobec euro w najbliższych dniach, w związku z niepewnością odnośnie wyników wyborów parlamentarnych w Polsce i kolejnych decyzji amerykańskiego Fed. Jednak taki ruch byłby raczej krótkotrwały. Krajowa waluta powinna odzyskać siłę przed końcem roku, dzięki wsparciu kilku czynników: (1) kontynuacji całkiem szybkiego wzrostu gospodarczego; (2) wzrostowi inflacji, który ograniczy oczekiwania obniżek stóp; (3) podwyżce stóp procentowych w USA przed końcem roku (co zmniejszy obawy inwestorów o światowy wzrost gospodarczy).

### Na rynku finansowym 12 października 2015 r.:

Stopa depozytowa NBP	0,50	WIBOR 3M	1,73	EURPLN	4,2273
Stopa referencyjna NBP	1,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	1,70	USDPLN	3,7148
Stopa lombardowa NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	2,23	CHFPLN	3,8644

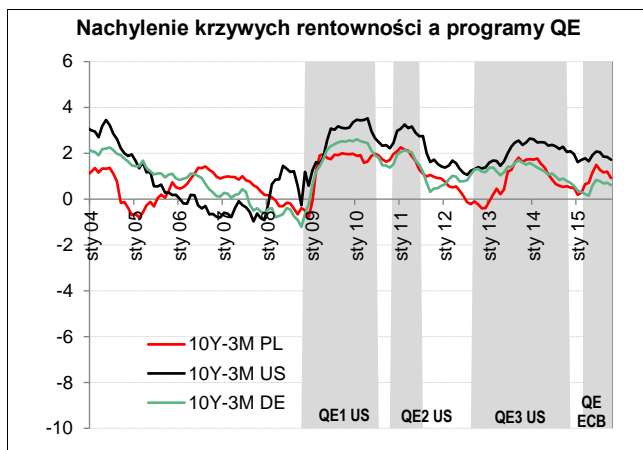
Raport został oparty na informacjach dostępnych do 12.10.2015 r.

## Czy krzywa rentowności jest dobrym wskaźnikiem wyprzedzającym?



### Model regresji liniowej – współczynnik dopasowania $R^2$ dla różnych kombinacji zmiennej objaśniającej i różnych opóźnień tej zmiennej (PKB jako zmienna objaśniana)

zmienna opóźnienie	obbligacja 10L – 2L	oblig. 10L - WIBOR 3M	koniunktura GUS	Indeks PMI	IRS 10Y- IRS 2Y
0	0.29	0.39	0.53	0.42	0.02
-1	0.39	0.57	0.49	0.44	0.19
-2	0.28	<b>0.62</b>	0.34	0.23	0.37
-3	0.12	0.46	0.15	0.12	0.39
-4	0.00	0.16	0.15	0.03	0.21



- Krzywa rentowności jest często uważana za dobry wskaźnik wyprzedzający cykli gospodarczych i istnieje sporo badań empirycznych, potwierdzających, że w niektórych krajach (np. w USA) nachylenie krzywej może być skutecznym narzędziem pozwalającym przewidywać przyszłą koniunkturę<sup>1</sup>.

- Wahania na polskim rynku stopy procentowej w ostatnich miesiącach oraz narastająca niepewność odnośnie perspektyw wzrostu gospodarczego na świecie skłoniły nas, aby przyrzeć się zależnościom pomiędzy krzywą a wzrostem gospodarczym w Polsce i zbadać, czy aktualne warunki rynkowe mogą być cenną wskazówką nt. przyszłej sytuacji ekonomicznej.

- Przeanalizowaliśmy szereg modeli ekonometrycznych, w których zmienną objaśniającą było nachylenie krzywej rentowności, a wzrost gospodarczy był zmienną objaśnianą. Eksperymentowaliśmy z różnymi definicjami nachylenia, różnymi opóźnieniami i różnymi metodami estymacji (regresja liniowa, logit, VAR, modele przełącznikowe, tzw. regime switching).

- Okazało się, że modele logitowe mają bardzo niską zdolność przewidywania spowolnienia gospodarczego na podstawie nachylenia krzywej<sup>2</sup>, ale modele VAR potwierdziły występowanie przyczynowości w sensie Grangera pomiędzy nachyleniem krzywej a wzrostem PKB. Jeśli chodzi o proste modele regresji liniowej<sup>3</sup>, najlepsze wyniki osiągały równania oszacowane dla próby obejmującej okres od I kw. 2010 do II kw. 2015 i nachylenia zdefiniowanego jako spread między rentownością 10-letniej obligacji rządowej a WIBOR 3M. Wyniki sugerowały, że nachylenie krzywej ma większą zdolność przewidywania przyszłego wzrostu PKB w ostatnich latach niż np. popularne indeksy koniunktury – indeks PMI i wskaźnik koniunktury GUS. Nachylenie krzywej wyjaśniało ok. 62% zmienności PKB z wyprzedzeniem dwóch kwartałów, podczas gdy wskaźnik GUS był w stanie wyjaśnić ok. 53% zmienności, a PMI 44% zmian PKB, z opóźnieniem odpowiednio 0 i 1 kwartał. Niemniej, próba na której oszacowano to równanie była bardzo krótka, a wraz z jej wydłużaniem wyraźnie spadała zdolność progностyczna nachylenia krzywej, sygnalizując, że wyniki nie były odporne i wiarygodne.

- Podejrzewaliśmy też, że relacja pomiędzy nachyleniem krzywej a wzrostem gospodarczym może nie być liniowa, dlatego przeanalizowaliśmy model przełącznikowy (tzw. regime switching model)<sup>4</sup>, którego wyniki potwierdziły, że opóźnione zmiany nachylenia krzywej były silniej powiązane ze wzrostem PKB w fazach jego spowolnienia niż ożywienia.

- Zgadzało się to z naszą intuicją, opartą na analizie wykresów przedstawiających zmiany nachylenia krzywej na tle zmian PKB, które pokazują naszym zdaniem, że zmiany nachylenia krzywej wyprzedzały zmiany wzrostu gospodarczego głównie w fazach pogarszającej się koniunktury, podczas gdy w okresach ożywienia krzywa zdawała się raczej reagować na przyspieszający wzrost niż go zapowiadać. W szczególności, nachylenie krzywej zwykle osiągało swoje lokalne minimum niemal dokładnie w tym kwartale, w którym wzrost PKB również znajdował się w dołku.

- Szczególnym przypadkiem było znaczące spłaszczenie krzywej na przełomie 2014 i 2015 roku. Chociaż tym razem krzywa nie odwróciła się całkowicie, to jednak spread między rentownością 10L obligacji a WIBOR 3M zawęził się mocno do 18pb w styczniu 2015 – po czym szybko odbił w górę w kolejnych miesiącach. Tym razem zmiana nachylenia krzywej okazała się fałszywym sygnałem, ponieważ nie nastąpiło po niej wyraźne spowolnienie wzrostu PKB, a raczej jego stabilizacja na dość wysokim poziomie (ok. 3,5% r/r).

- Naszym zdaniem, niedawne zmiany nachylenia krzywej antycypowały przede wszystkim program ilościowego łagodzenia polityki (QE) przez ECB, a w mniejszym stopniu zmiany sytuacji w krajowej gospodarce. Warto odnotować, że – w przeciwieństwie do wcześniejszych programów QE w USA – ilościowe łagodzenie w strefie euro zostało uruchomione kiedy już ta gospodarka (a w szczególności gospodarka niemiecka) znajdowała się w fazie przyspieszenia, a nie spowolnienia wzrostu gospodarczego.

- Obecnie krzywa rentowności ponownie zaczyna się wypłaszczać, ale jesteśmy zdania, że tym razem również jest to głównie pochodną oczekiwań związanych z polityką pieniężną głównych banków centralnych – spekulacji nt. rozszerzenia QE przez EBC (którego się nie spodziewamy) i opóźnienia początku podwyżek stóp procentowych w USA. Nie sądzimy, aby obecne zmiany krzywej były wiarygodną zapowiedzią nadchodzącego spowolnienia gospodarczego w Polsce.

Źródła: GUS, Reuters, Bloomberg, BZ WBK.

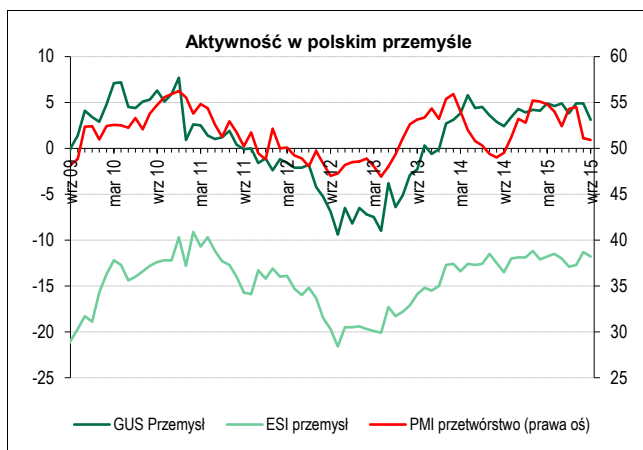
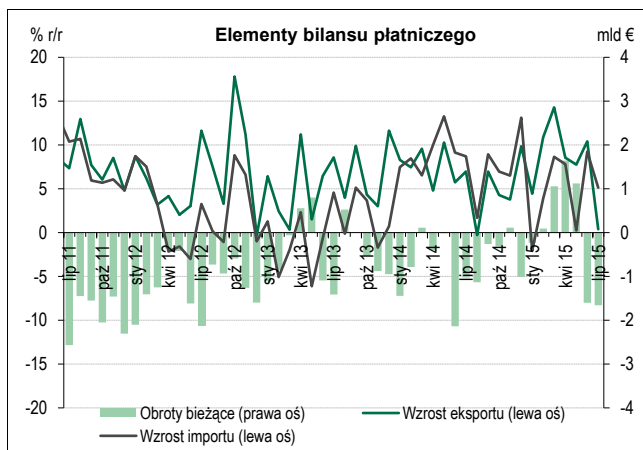
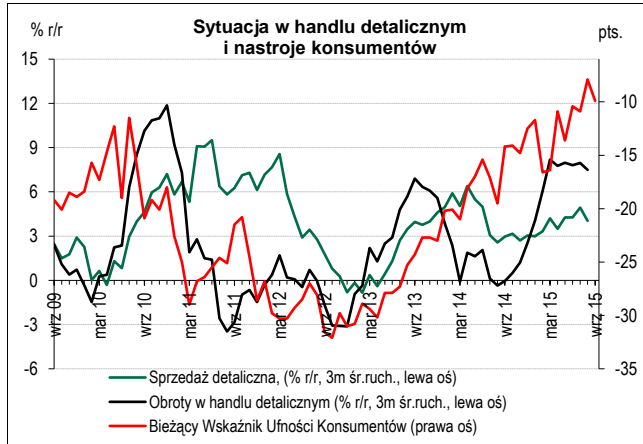
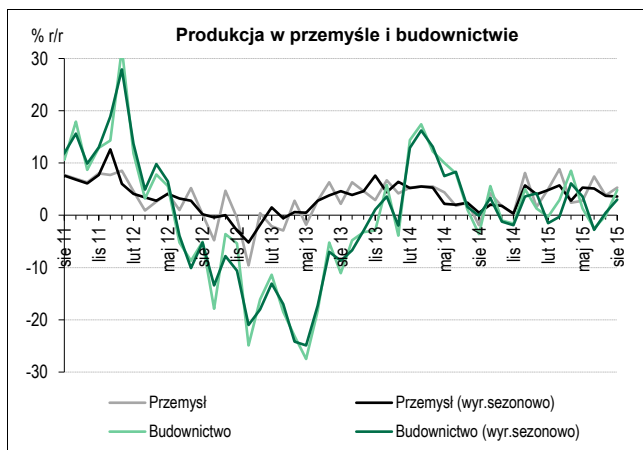
<sup>1</sup> Arturo Estrella & Frederic S. Mishkin, 1996. "The yield curve as a predictor of U.S. recessions," Current Issues in Economics and Finance, Federal Reserve Bank of New York, vol. 2(Jun).

<sup>2</sup> Nasz model logit wyjaśniał zmienną 0-1, równą 1 kiedy wzrost gospodarczy spowalniał przynajmniej dwa kwartały z rzędu o więcej niż 0,5 pkt. proc., 0 w przeciwnym przypadku.

<sup>3</sup> Zmienną objaśnianą w równaniach było roczne tempo wzrostu PKB.

<sup>4</sup> Modele przełącznikowe używały zmiany wzrostu PKB jako zmiennej objaśnianej i zmiany nachylenia krzywej jako zmiennej objaśniającej. Istniały dwa reżimy, zdefiniowane tak samo jak w modelach logit.

## Gospodarka Polski



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

**gorzej w produkcji (i nie pod wpływem przerw w zasilaniu)**

▪ Produkcja przemysłowa rozczarowała w sierpniu i urosła o 5,3% r/r. Wzrost przyspieszył w porównaniu z lipcem (3,8% r/r), ale było to głównie zasługą pozytywnego efektu dni roboczych. Wg obliczeń GUS dynamika po oczyszczeniu z wahań sezonowych wyniosła 3,6% r/r (najstabilniej od kwietnia i poniżej średniej z pierwszych siedmiu miesięcy tego roku wynoszącej 4,5% r/r).

▪ W sierpniu wprowadzono w Polsce przejściowe ograniczenia w dostawach energii elektrycznej w związku z suszą. Jednak całkowite zużycie energii w sierpniu mocno wzrosło: roczna dynamika produkcji w wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię wzrosła w sierpniu do 1% r/r z -2% r/r w lipcu. Według PSE, ograniczenia w dostawie prądu w sierpniu wyniosły ok. 55 GWh. Przeciętne zużycie w przemyśle przetwórczym szacujemy na ok. 5 tys. GWh wobec ogólnokrajowego zużycia na poziomie 13 tys. GWh. Oznacza to, że niedobór energii w przetwórstwie wyniósł maksymalnie 1% i naszym zdaniem to jest maksymalna wielkość spadku produkcji w wyniku ograniczeń w dostawie prądu (a faktyczna była zapewne mniejsza, biorąc pod uwagę, że firmy mogły oszczędzać energię w nieprodukcyjnych aktywnościach).

**Sprzedż detaliczna też słaba, zapewne wskutek pogody**

▪ Wzrost sprzedaży detalicznej w cenach stałych wyniósł w sierpniu 2,0% r/r (3,5% r/r w lipcu), a w cenach bieżących -0,3% r/r (wobec +1,2% r/r miesiąc wcześniej). Wynik był wyraźnie gorszy od prognoz. Najbardziej naszym zdaniem rozczarowała dynamika sprzedaży odzieży i obuwi oraz mebli i elektroniki. Niewykluczone, że – przynajmniej częściowo – był to efekt uboczny wyjątkowo gorącego i suchego lata. Dobra pogoda mogła zniechęcać Polaków do wizyt w większych sklepach w szczycie sezonu wakacyjnego, a zachęcać do częstszych wyjazdów za miasto, gdzie zakupy odbywały się raczej w małych sklepikach. Znajduje to potwierdzenie w danych o obrotach w handlu detalicznym, biorących pod uwagę także małe sklepy – pokazały one mocny wzrost o 6% r/r.

**Eksport mocno w dół**

▪ Saldo obrotów bieżących wyniosło w lipcu -1660 mln €, co jest największym deficytem od ponad trzech lat. Znaczne pogorszenie bilansu w porównaniu z czerwcem było głównie wynikiem zaskakująco słabego eksportu (roczne tempo wzrostu spadło z ok. 10,5% w czerwcu do ok. 0,5% w lipcu). Wg komunikatu NBP osłabienie dynamiki eksportu było głównie związane ze spadkiem sprzedaży za granicę telefonów komórkowych. To zapewne wynik działań rządu w kierunku eliminacji nadużyć podatkowych (wprowadzenie odwróconego VAT na elektronikę w lipcu). To jednak nie wyjaśnia całości spowolnienia, które, jak sądzimy, zostało częściowo odwrócone w sierpniu.

**PMI ponownie się obniżył**

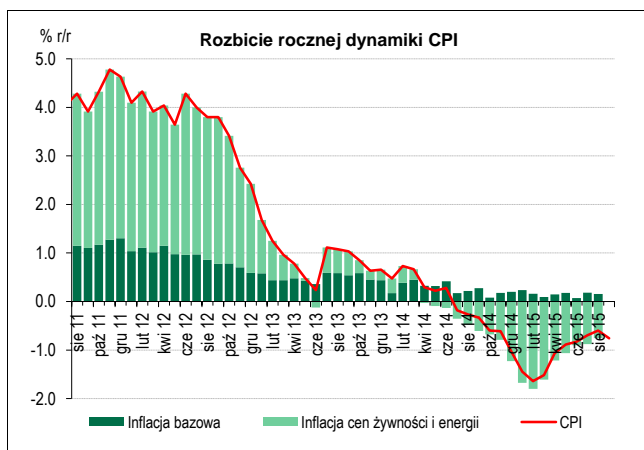
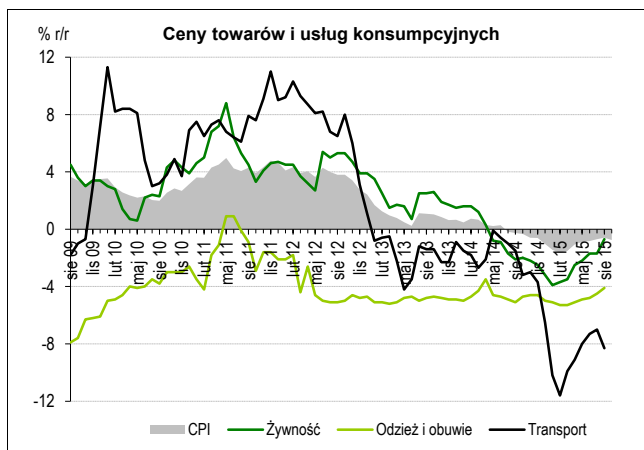
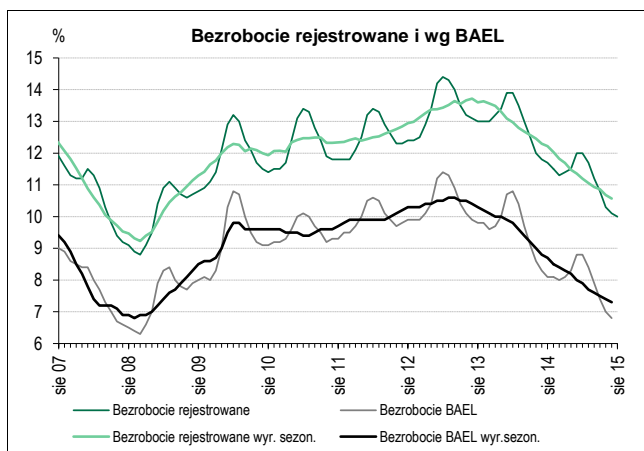
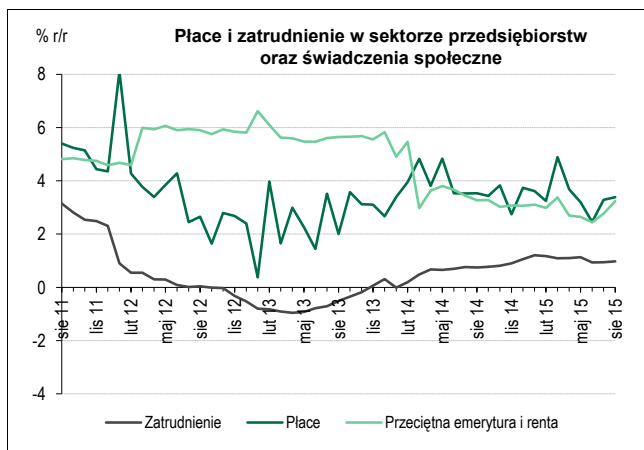
▪ Indeks PMI dla polskiego przemysłu rozczarował drugi miesiąc z rzędu i pogłębił ruch w dół osiągając 50,9 pkt, najniższy poziom od roku. Tempo wzrostu produkcji i zamówień nie uległo istotnej zmianie w stosunku do sierpnia, ale nowe zamówienia eksportowe spadły pierwszy raz od 11 miesięcy. Kolejny słabszy od oczekiwań odczyt PMI rzuca dodatkowy cień niepewności na perspektywy polskiego przemysłu i ogólnie gospodarki. Inne wskaźniki koniunktury nie były równie słabe, ale też nieco się pogorszyły.

**Ale my pozostajemy optymistyczni, choć ostrożni**

▪ Ogólnie ostatnie dane z Polski były dość słabe. Jednak, jak zwróciliśmy uwagę powyżej, część tego zaskoczenia wynikała z czynników jednorazowych i wciąż uważamy, że są podstawy, by spodziewać się zdrowego wzrostu krajowej gospodarki (ok. 3,5% w 2015 i 2016 r.). Kluczowe pozostają perspektywy gospodarki w strefie euro. Ostatnie sygnały z zagranicy (słabe dane z Niemiec, afera spalinowa, dane z Chin) były niepokojące, więc ryzyko jest asymetryczne w dół, ale wciąż uważamy, że solidny wzrost w strefie euro napędzi polski eksport w kolejnych kwartałach.



## Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, Eurostat, BZ WBK

## Rynek pracy wciąż mocny

Średnie zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w sierpniu o 1,0% r/r, mocniej od oczekiwań. W ujęciu miesięcznym w sektorze firm przybyło 5 tys. miejsc pracy, co było najlepszym wynikiem od 2007 r. Dotychczas byliśmy raczej sceptyczni, jeśli chodzi o możliwości dalszego wzrostu zatrudnienia w gospodarce i spodziewaliśmy się spowolnienia tempa wzrostu liczby etatów w związku z malejącą liczbą wolnych zasobów siły roboczej. Słaby wzrost zatrudnienia w pierwszej połowie roku potwierdzał naszą tezę. Tymczasem, od lipca widoczne jest przyspieszenie wzrostu zatrudnienia (lipiec również był najlepszy od kilku lat). Warto jednak podkreślić, że przyspieszenie jest widoczne w zasadzie w tylko jednej kategorii – administrowaniu i działalności wspierającej – co nie oznacza odwrócenia trendu w całym sektorze. Spodziewamy się stabilizacji tempa wzrostu zatrudnienia, a w kolejnych miesiącach nawet lekkiego wyhamowania.

Dane o płacach (3,4% r/r) nie wnoszą wiele nowego do obrazu gospodarki i jedynie potwierdzają pozytywne tendencje zarysowane we wcześniejszych miesiącach – wzrost płac utrzymuje się na umiarkowanym poziomie, co sprzyja wzrostowi siły nabywczej gospodarstw domowych. Fundusz płac w sektorze firm wzrósł w sierpniu o 4,4% r/r w ujęciu nominalnym i o 5,2% r/r w ujęciu realnym.

Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w sierpniu do 10%, a według Ministerstwa Pracy we wrześniu obniżyła się do 9,9% (jednocyfrowy poziom odnotowano pierwszy raz od 2008). Dane odsezonowane wg BAEL pokazały spadek do 7,2% w sierpniu, a wcześniejsze odczyty zostały zrewidowane w dół. Stopa bezrobocia jest teraz blisko rekordowego minimum 6,8%, które wg nas może zostać ponownie osiągnięte na przełomie 2015 i 2016.

Dane z rynku pracy potwierdzają, że jest on nadal w dobrej formie, co dobrze wróży konsumpcji prywatnej w III kw.

## CPI powoli idzie w górę

Inflacja CPI wyniosła w sierpniu -0,6% r/r wobec -0,7% r/r w lipcu, powyżej oczekiwań. W skali miesięcznej ceny spadły o 0,4%. Zmniejszenie deflacji wynikało przede wszystkim z wolniejszego tempa spadku cen żywności (-0,7% r/r wobec -1,7% w lipcu). Naszym zdaniem, susza może wyrzucić dodatnią presję na ceny żywności. Wydawało nam się, że w sierpniu było jeszcze zbyt wcześnie na ujawnienie tego efektu, tymczasem ceny warzyw spadły jedynie o 5,9% m/m, a ceny owoców o 3,2% m/m, w obu przypadkach najstabilniej co najmniej od sierpnia 2008 r. Według przyspieszonego szacunku GUS we wrześniu inflacja spadła do -0,8% r/r, mocniej od oczekiwań. Jednak szczegóły odnośnie zmian cen we wrześniu nie zostały jeszcze opublikowane.

Susza będzie dalej miała dodatni wpływ na krajową inflację, jednak naszym zdaniem będzie on ograniczony z co najmniej dwóch powodów. Po pierwsze, wzrost cen żywności powinien być ograniczany przez jej wyższy (i stosunkowo tani) import. Warto zauważyć, że światowe ceny żywności są na wieloletnich minimach. W sierpniu indeks cen żywności FAO zanotował największy spadek od 2008 i znalazł się najniżej od początku 2009. Światowe spadki cen wynikają z dużej podaży, spadku cen energii i obaw o spowolnienie w Chinach. Po drugie, wpływ droższej żywności powinien być częściowo zneutralizowany tańszym paliwem (ceny na stacjach spadły w sierpniu o 2,5% i wg naszych szacunków mogły spaść o dalsze 4% we wrześniu) i wrześniową obniżką cen gazu. Podtrzymujemy naszą prognozę wzrostu inflacji CPI do +0,5% r/r w grudniu (głównie w wyniku bardzo niskiej ubiegłorocznej bazy) i potem dalszego powolnego wzrostu w kierunku celu (niska baza + odbicie cen surowców + silny popyt krajowy).

Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła 0,4% r/r w sierpniu, a inflacja PPI osiągnęła -2,7% r/r.

## Pod lupą: polityka pieniężna

### Najważniejsze fragmenty komunikatu RPP w październiku

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany. W strefie euro trwa ożywienie gospodarcze, a ostatnie dane sugerują utrzymanie stabilnego wzrostu PKB w tym obszarze walutowym. Także dane dotyczące Stanów Zjednoczonych wskazują na dalszy wzrost aktywności gospodarczej. Z kolei w Chinach następuje dalsze osłabianie się koniunktury, a Rosja i Brazylia pozostają w recesji. W związku z tym utrzymują się obawy dotyczące perspektyw wzrostu w gospodarkach wschodzących, co zwiększa niepewność dotyczącą globalnej koniunktury.

Inflacja w otoczeniu polskiej gospodarki pozostaje bardzo niska i w wielu krajach ponownie się obniżyła, do czego przyczyniła się głównie nowa fala spadków cen surowców w ostatnich miesiącach. W strefie euro dynamika cen spadła ponownie poniżej zera, a prognozy na kolejne kwartały zostały obniżone.

W takich warunkach Rezerwa Federalna i EBC utrzymują stopy procentowe w pobliżu zera. EBC kontynuuje także program zakupu aktywów, sygnalizując jego rozszerzenie. Z kolei Rezerwa Federalna nadal zapowiada możliwość podwyższenia stóp procentowych. Niepewność dotycząca polityki pieniężnej głównych banków centralnych i utrzymywanie się obaw dotyczących perspektyw wzrostu gospodarczego w krajach rozwijających się powodują podwyższoną zmienność na międzynarodowych rynkach finansowych.

W Polsce, kontynuowany jest stabilny wzrost aktywności gospodarczej, wspierany głównie przez wzrost popytu krajowego. Sprzyja mu korzystna sytuacja na rynku pracy, dobre nastroje konsumentów, polepszenie sytuacji finansowej firm, a także stabilny wzrost akcji kredytowej. Jednocześnie niektóre wskaźniki dotyczące aktywności gospodarczej były w ostatnim okresie nieco niższe od oczekiwań, choć ich obniżenie było prawdopodobnie przejściowe.

W ocenie Rady w najbliższych kwartałach dynamika cen będzie powoli rosła. Jej wzrostowi będzie sprzyjać oczekiwane domykanie się luki popytowej, następujące w warunkach poprawy koniunktury w strefie euro i dobrej sytuacji na krajowym rynku pracy. Jednocześnie utrzymujące się ryzyko silniejszego spowolnienia w gospodarkach wschodzących, niskie ceny surowców oraz obniżenie prognoz inflacji w otoczeniu polskiej gospodarki zwiększają niepewność dotyczącą tempa powrotu inflacji do celu.

### RPP nie boi się o polską gospodarkę

▪ Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe bez zmian w październiku (referencyjna na poziomie 1,5%). Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, ostatnie dane (choć rozczarowujące) nie zmieniły istotnie oceny perspektyw gospodarczych przez bank centralny, który nadal spodziewa się, że inflacja będzie powoli rosła, a wzrost gospodarczy pozostanie stabilny i dość solidny (luka popytowa będzie się stopniowo domykała).

▪ Co ciekawe, dwaj członkowie obecnej RPP, którzy najdłużej pozostaną na stanowisku (prezes NBP Marek Belka do połowy 2016 r. i Jerzy Osiatyński do końca 2019 r.) nie są chętni do zmian stóp, jako że wzrost jest zdrowy i bliski potencjału. Prezes NBP Marek Belka powiedział podczas konferencji po posiedzeniu RPP, że nie ma miejsca na zauważalne zmiany w polityce pieniężnej ani obecnie, ani prawdopodobnie po zmianie kadencji. Co więcej, najbardziej gołębni członek obecnej Rady Jerzy Osiatyński zasugerował, że nie widzi przesłanek do dalszego łagodzenia polityki pieniężnej, ponieważ efektywność takich działań byłaby niewielka. To dość ważna informacja, jako że niedawno Osiatyński twierdził, że należy zbadać czy istnieje miejsce do obniżek stóp. Wygląda na to, że doszedł on do wniosku, że jednak taki ruch nie miałby sensu, nawet pomimo niepewności co do tempa wzrostu na świecie.

▪ Nadal jest bardzo prawdopodobne, że polityka pieniężna nie zmieni się do końca kadencji obecnej RPP. Naszym zdaniem również w 2016 r. stopy pozostaną bez zmian, przy stabilnym wzroście PKB i inflacji stopniowo rosnącej w kierunku 2%. Co ciekawe, oczekiwania rynku co do obniżek stóp w Polsce uległy wzmocnieniu na początku października, a rynek FRA przez moment wycenił obniżkę o 25 punktów w ciągu 6 miesięcy i ok. 60% szans na obniżkę o 50 punktów w ciągu 9 miesięcy.

### ... a niektórzy członkowie zastanawiają się nad podwyżkami

▪ Według minutes z wrześniowego posiedzenia RPP, „niektórzy członkowie Rady byli zdania, że w kolejnych miesiącach uzasadnione może być rozważenie podwyższenia stóp” wobec podwyższonego ryzyka zewnętrznych szoków. Argumentem za takim rozwiązaniem jest idea, że bank centralny powinien zacieśnić politykę pieniężną dopóki wzrost gospodarczy jest mocny, aby zwiększyć „przestrzeń dla łagodzenia polityki pieniężnej w sytuacji wystąpienia negatywnych wstrząsów”.

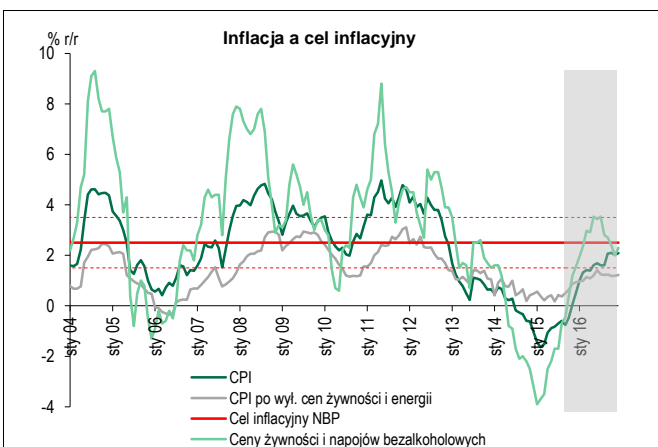
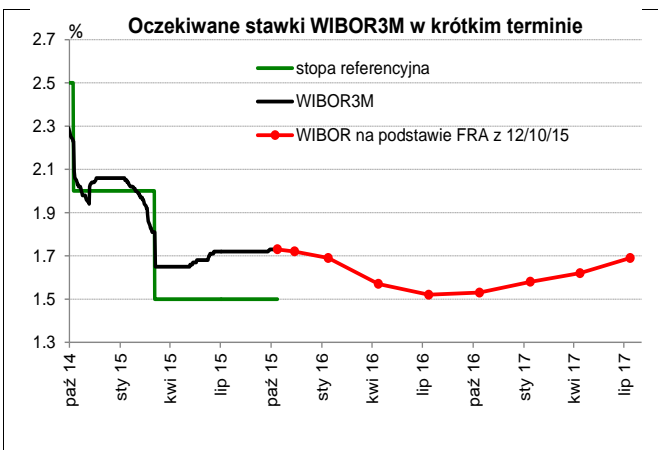
▪ „Niekktórzy” to prawdopodobnie tylko Andrzej Rzońca, który ujawnił się jako autor tego pomysłu w jednym z późniejszych wywiadów. Na szczęście taki pogląd jest w zdecydowanej mniejszości w ramach RPP, a naszym zdaniem lepszym przygotowaniem gospodarki na ewentualne szoki zewnętrzne będzie utrzymanie stóp procentowych na rekordowo niskim poziomie.

### Bez zmian w założeniach polityki pieniężnej

▪ Założenia polityki pieniężnej na 2016 r., zatwierdzone przez RPP, nie wprowadziły istotnych zmian w ramach i instrumentarium polityki pieniężnej.

▪ Cel inflacyjny pozostał bez zmian (pomimo wcześniejszych komentarzy niektórych członków RPP, że zmiana w poziomie celu powinna zostać rozważona), podobnie jak inne składniki strategii polityki pieniężnej.

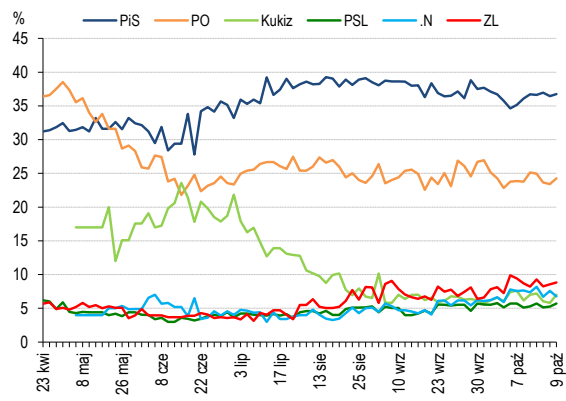
▪ RPP zastrzegła, że możliwe jest okresowe odchylenie inflacji od celu ze względu na występowanie wstrząsów w gospodarce. Dopuszczanie do takich okresowych odchylenia może być uzasadnione z punktu widzenia potencjalnych kosztów wynikających z nadmiernie częstych zmian stóp procentowych i ewentualnego zagrożenia dla stabilności finansowej.



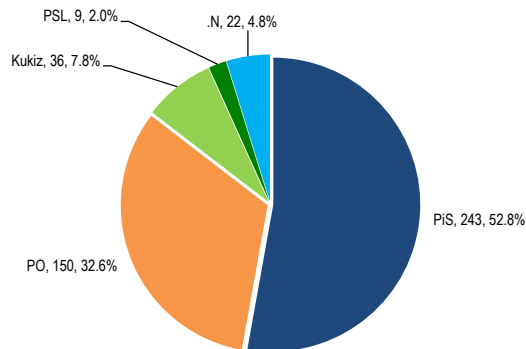
Źródła: NBP, Reuters, BZ WBK

## Pod lupą: polityka fiskalna

Poparcie dla partii (średnia z pięciu ostatnich sondaży)



Hipotetyczny rozkład mandatów w Sejmie (symulacja na podstawie średniej z pięciu ostatnich sondaży)



Oś czasu po wyborach – wymogi proceduralne określone przez Konstytucję Polski

Ostateczny termin	Wymogi proceduralne
Paź 25	Dzień wyborów
↓	+ max 30 dni
Lis 24	Pierwsza sesja nowego parlamentu
↓	+ max 14 dni
Gru 8	Prezydent powołuje rząd – pierwsze podejście
↓	+ max 14 dni
Gru 22	Głosowanie wotum zaufania dla rządu w Sejmie (wymagana bezwzględna większość)
↓ w razie porażki	+ max 14 dni
Sty 05	Sejm powołuje rząd – drugie podejście (wymagana bezwzględna większość)
↓ w razie porażki	+ max 14 dni
Sty 19	Prezydent powołuje rząd – trzecie podejście
↓	+ max 14 dni
Lut 02	Głosowanie wotum zaufania dla rządu w Sejmie (wymagana zwykła większość)
↓ w razie porażki	
Lut 02	Prezydent ogłasza wcześniejsze wybory
↓	+ max 45 dni
Mar 18	Nowe wybory

Źródła: ośrodki sondażowe, PiS, Sejm, Ministerstwo Finansów, Reuters, BZ WBK

### Wciąż duża niepewność nt. wyniku wyborów ...

W poprzednim miesiącu pisaliśmy, że trudno przewidzieć, kto będzie rządził krajem po październikowych wyborach. Niestety w ostatnich tygodniach sytuacja nie stała się bardziej klarowna. PiS nadal prowadzi w sondażach, ale niektóre z nich w ostatnim okresie pokazywały zawężanie jego przewagi nad PO. Jednocześnie, poparcie dla niektórych mniejszych partii opozycyjnych nieco rośnie. Nadal ogromną niewiadomą jest, czy PiS zdobędzie ponad 50% mandatów w Sejmie i będzie mogło samodzielnie rządzić.

Wykresy obok przedstawiają uśrednione poparcie dla partii politycznych na podstawie ostatnich sondaży różnych instytucji badawczych oraz jego implikacje dla rozkładu mandatów w Sejmie.

### ... i (teoretycznie) może potrwać do zimy, a nawet dłużej

Warto zauważyć, że – o ile nie zrealizuje się scenariusz, w którym jedna partia zdobędzie więcej niż połowę mandatów w Sejmie – niepewność polityczna po wyborach może potrwać dość długo.

Jeśli PiS nie zdobędzie większości w Sejmie to będzie musiał szukać partnera(ów) koalicyjnych, co może być trudne, w naszej ocenie, jeśli np. Ruch Kukiza nie wejdzie do parlamentu. W takiej sytuacji nie można wykluczyć, że nowy rząd byłby tworzony przez Platformę Obywatelską (PO) i mniejsze partie, z PiS jako największą partią opozycyjną. Jednak to może zająć trochę czasu. Tabela obok pokazuje harmonogram kolejnych kroków wg procedury określonej przez polską Konstytucję wraz z ostatecznymi datami, które określa prawo. W rzeczywistości, realizacja tych procedur może być szybsza, jednak będzie to zależało od politycznych decyzji. Dla przykładu Prezydent prawdopodobnie zwoła pierwsze posiedzenie Sejmu w terminie krótszym niż 30 dni od wyborów.

Polskie prawo dopuszcza trzy próby utworzenia nowego rządu. W pierwszym podejściu Premier i jego rząd są mianowani przez Prezydenta. Ten zazwyczaj misję utworzenia rządu powierza na początku kandydatowi najsilniejszej partii w nowym parlamencie (najprawdopodobniej PiS, na co wskazują sondaże). Rząd ma dwa tygodnie na uzyskanie w Sejmie wotum zaufania, które musi zostać przegłosowane bezwzględną większością głosów, tj. zdobyć poparcie ponad 50% głosujących. Jeśli wotum zaufania dla rządu zostanie odrzucone to Sejm ma dwa tygodnie na zatwierdzenie alternatywnego premiera i rządu – teoretycznie nie musi on być związany z najsilniejszą partią w parlamencie. Jeśli drugie podejście zakończy się fiaskiem, to Prezydent po raz kolejny ma możliwość powołania rządu, ale tym razem procedura jest mniej restrykcyjna niż poprzednio i wymagana jest zwykła większość do jego zatwierdzenia. Jeśli wszystkie trzy próby zawiodą, Prezydent skraca kadencję parlamentu i ogłasza nowe wybory. Do tego czasu krajem będzie rządził rząd mianowany przez Prezydenta w trzecim kroku.

Na dwa tygodnie przed wyborami możemy tylko stwierdzić, że ich wynik jest bardzo niepewny (uwzględniając różnice w sondażach i ich trafność w niektórych poprzednich wyborach) i okres niepewności nie musi się skończyć tydzień ani dwa tygodnie po wyborach.

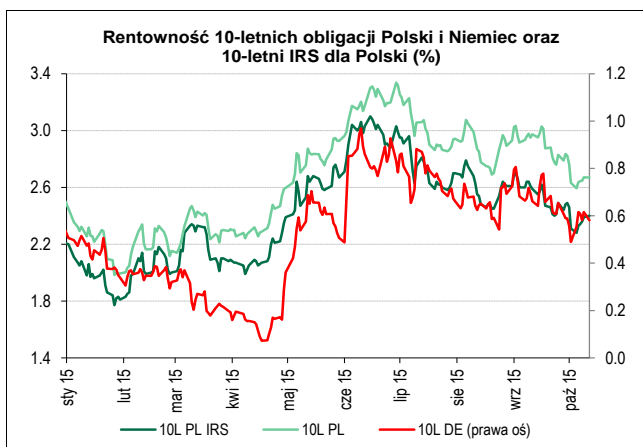
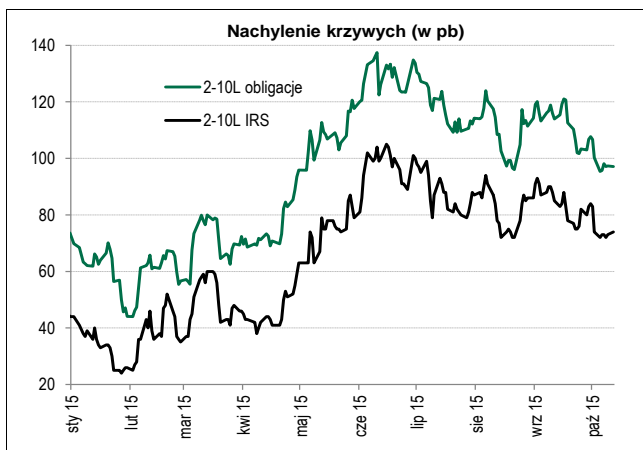
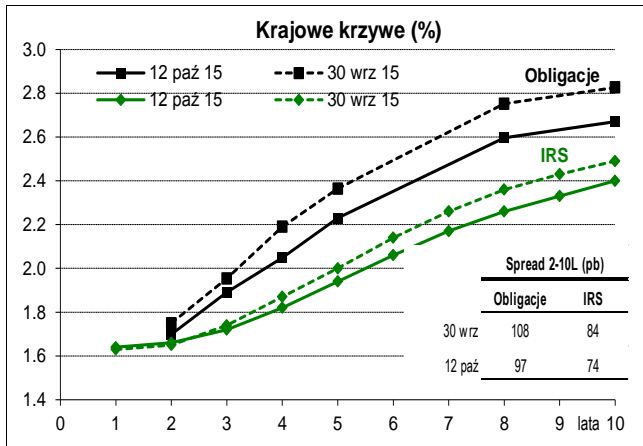
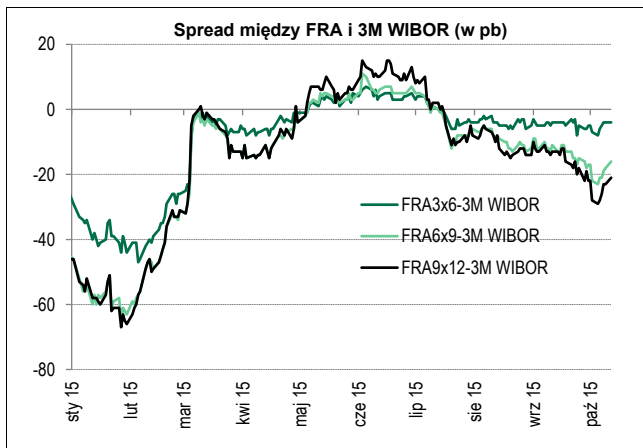
### ... i to samo dotyczy perspektyw polityki gospodarczej

Partie obiecują coraz więcej w trwającej kampanii wyborczej. Trzy główne propozycje lidera sondaży (PiS) to: zasiłki na dzieci, wyższe dochody wolne od podatku i wcześniejsze emerytury. Oficjalna propozycja w odniesieniu do trzeciego postulatu została niedawno przedstawiona przez Prezydenta, ale nie będzie dyskutowana przez obecny parlament. Nie sądzimy, aby te kosztowne propozycje były uwzględnione w budżecie na 2016 r. (jeśli PiS będzie tworzył rząd) ze względu na: 1. brak czasu; 2. brak miejsca w wydatkach (obecny rząd wykorzystał 100% możliwości wynikających z reguły wydatkowej); 3. brak dodatkowych przychodów (PiS zakłada znacznie wyższą ściążalność podatków).

Kwestia ewentualnej pomocy dla „frankowiczów” zesłała na drugi plan. Partia opozycyjna nie przedstawiła jeszcze również szczegółów odnośnie podatku bankowego.



## Rynek stopy procentowej



Źródła: Reuters, Bloomberg, MF, BZ WBK

**Silne umocnienie w wyniku późniejszych podwyżek stóp Fed**

- Krajowy rynek stopy procentowej, podobnie jak rynki bazowe i peryferyjne strefy euro, mocno zyskały na wrześniowej decyzji FOMC utrzymującej stopy procentowe na niezmiennym poziomie i dość gołej retoryce. Spadki rentowności i stawek IRS pogłębiły się na początku października po rozczarowujących danych z rynku pracy w USA, które zostały odczytane jako oddalające w czasie moment pierwszej podwyżki stóp przez FOMC. W konsekwencji rentowność 10-latkii spadła tymczasowo do 2,57%, najniższej od kwietnia.
- Spread 2-10L zawęził się dość znacząco na początku października, głównie w wyniku silnego spadku rentowności 10-latkii. Spread wobec Bundów również się zawęził i dla sektora 10L spadł tymczasowo do ok. 200 pb, najniższego poziomu od końca marca.
- Na rynku pieniężnym stawki FRA początkowo spadły znacząco w wyniku wzrostu oczekiwań na kolejne dostosowania w polityce monetarnej (spadek stóp o 50 pb). Jednak mniej gołębia retoryka RPP (na konferencji prasowej szef NBP Marek Belka powiedział, że nie ma miejsca na zauważalne zmiany w polityce pieniężnej ani obecnie, ani prawdopodobnie po zmianie kadencji RPP) i korekta na rynku IRS spowodowały ostatecznie wzrosty stawek FRA. W konsekwencji oczekiwania co do przyszłych obniżek stóp nieco osłabły. Obecnie rynek widzi ok. 80% szans na redukcję stóp w perspektywie 6 miesięcy i w pełni wycenia obniżkę o 25 pb w ciągu 9 miesięcy (FRA6x9 na 1,55% i FRA9x12 na 1,50%).

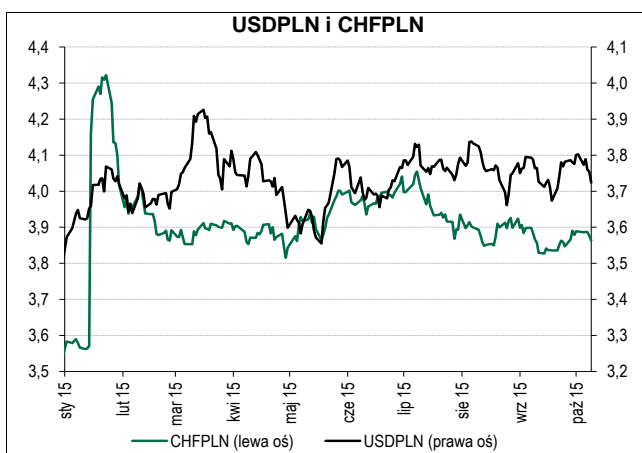
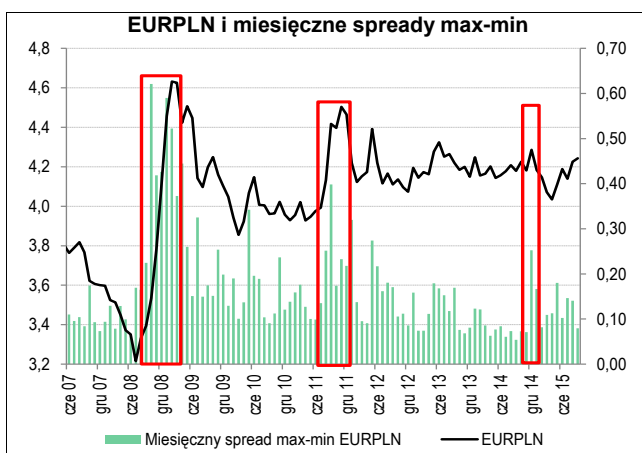
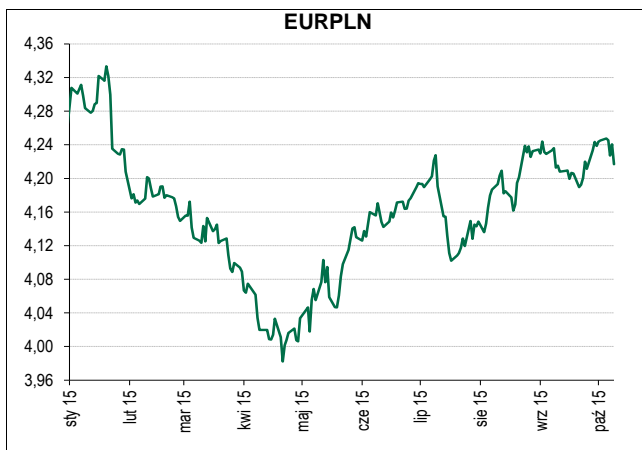
**Czas rozpocząć finansowanie potrzeb pożyczkowych na 2016 r**

- Początek października przyniósł emisję długu na rynku krajowym i zagranicznym. Ministerstwo uplasowało 6-letnie obligacje (wykup 14 października 2021 r.) denominowane w euro o wartości 1,75 mld € (przy popycie przekraczającym 2,5 mld €). Obligacje te wyceniono na 45 pb powyżej średniej stawki swap, co odpowiadało rentowności 0,94%, najniższej w historii polskich emisji na rynek euro.
- W ramach aukcji zamiany resort finansów sprzedał nową serię obligacji 5-letnich PS0421 o wartości 3.14 mld zł z rentownością 2,29% i 10-letni benchmark DS0726 o wartości 2,5 mld zł z rentownością 2,78% (nieznacznie powyżej poziomu z rynku wrotnego sprzed aukcji).
- Sądzymy, że Ministerstwo Finansów do końca października w pełni sfinansuje potrzeby pożyczkowe zaplanowane na ten rok. Aukcje zamiany i emisje na rynek zagraniczny w IV kw. 2015 r. pozwolą na sfinansowanie ok. 20% potrzeb pożyczkowych na 2016 r. (180 mld zł).

**Wybory parlamentarne i posiedzenie FOMC w centrum uwagi**

- Rentowności i stawki IRS nieznacznie wzrosły w wyniku realizacji zysków po silnym umocnieniu na początku października. Najbliższe tygodnie przyniosą wiele istotnych wydarzeń w kraju i za granicą, które wyznaczą kierunek rynków. Publikowane w tym miesiącu dane makro powinny być solidne i część inwestorów może chcieć zredukować swoje pozycje przed wyborami parlamentarnymi (25 października). Te czynniki mogą dodać zmienności na rynku i pchnąć rentowności/stawki IRS w górę ze względu na niepewność polityczną.
- Sądzymy, że czynniki krajowe mogą być jednak w cieniu wyników posiedzeń banków centralnych EBC i Fed. Oczekuje się, że EBC może zwiększyć i/lub wydłużyć program QE. Taka możliwość jest sugerowana przez szefa EBC Mario Draghi'ego, który potwierdza gotowość do użycia wszystkich instrumentów polityki monetarnej jeśli będzie taka konieczność. Sądzymy, że FOMC również w tym miesiącu pozostawi stopy procentowe stabilne. Łagodnego nastawienia w polityce monetarnej powinno wspierać rynki bazowe, a w konsekwencji i polskie aktywa. Biorąc pod uwagę powyższe czynniki ewentualne wzrosty rentowności i stawek IRS są ograniczone. W krótkim terminie nie wykluczamy nawet spadku w kierunku lokalnych minimów. Wsparciem dla rynku będzie również ograniczona podaż SPW w październiku i znaczący napływ kapitału z tytułu wykupu DS1015 i płatności odsetkowych.
- Perspektywa podwyżek stóp przez Fed w nadchodzących miesiącach, oraz solidny wzrost PKB i stopniowy wzrost inflacji przyczynią się do wzrostu rentowności/stawek IRS do końca roku.

## Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

## EURPLN czeka na impuls

▪ Pozostawienie przez FOMC stóp procentowych bez zmian we wrześniu, pojawiające się obawy o globalny wzrost oraz skandal w niemieckim przemyśle motoryzacyjnym nie zdołały wywołać przełomowych zmian na rynku walutowym Polski i całego regionu CEE. Wrześniowa różnica między maksimum i minimum EURPLN wyniosła ok. 8 groszy i była najmniejsza od listopada 2014. 10-groszowa różnica dla USDPLN była najmniejsza od lutego br., a 14-groszowa dla GBPPLN od sierpnia 2014. Spadek tak mierzonej zmienności widać też w przypadku innych walut CEE jak i EURUSD, gdzie analogiczne zakresy wahań także osiągnęły wielomiesięczne minima.

▪ Okresy niskiej zmienności kończą się często bardzo gwałtownie, co zazwyczaj oznacza spadek popytu na ryzykowne aktywa. Jeśli weźmiemy pod uwagę ostatnie 20 lat miesięcznych danych, to jedynie w 9 na 32 przypadkach złoty zdołał się umocnić do euro przy miesięcznym zakresie wahań przekraczającym 25 groszy. Trudno przewidzieć moment nagłego wzrostu wahań, ale niepewność przed wynikiem polskich wyborów parlamentarnych (25 października) czy decyzją FOMC (28 października) może dodać zmienności na polskim rynku.

▪ Uważamy jednak, że ewentualne osłabienie może być jednak tylko przejściowe i nawet na koniec miesiąca – po wyborach parlamentarnych – krajowa waluta może odrobić straty w myśl zasady „kupuj plotki, sprzedawaj fakty”.

▪ Nadal uważamy, że w kolejnych miesiącach złoty będzie się umacniał dzięki solidnemu wzrostowi PKB czy rosnącej inflacji (ograniczającej spekulacje o obniżkach stóp). Co więcej, sądzimy że podwyżka stóp Fed dokonana przed końcem roku wzmocni przekonanie, że globalna gospodarka jest w dobrej kondycji. Z powodu przedłużającej się stabilizacji na podwyższonym poziomie, zrewidowaliśmy nasze prognozy EUR/PLN lekko w górę.

## EURUSD nadal w trendzie bocznym

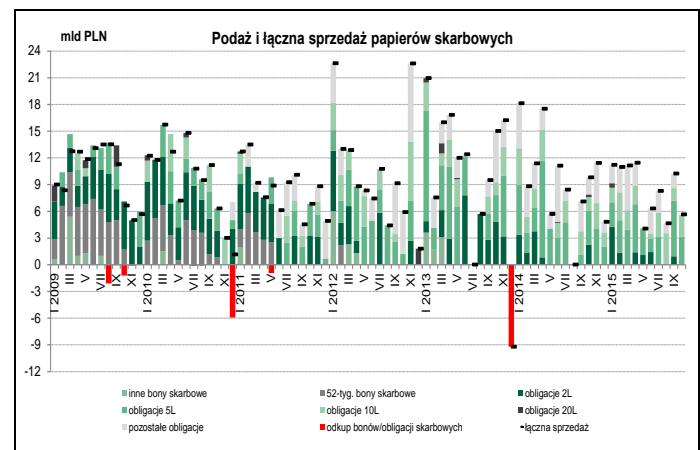
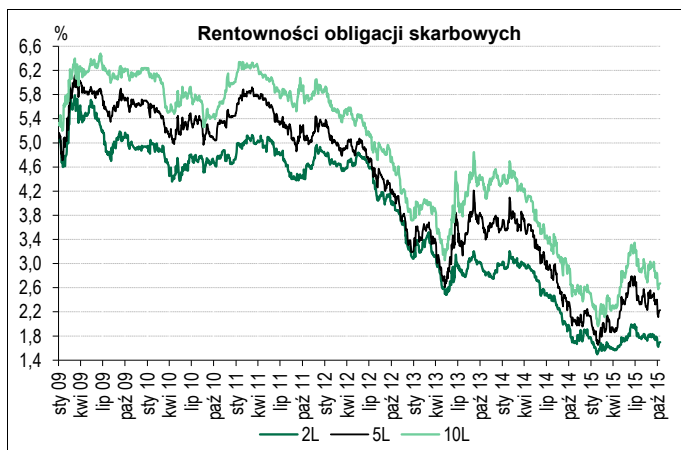
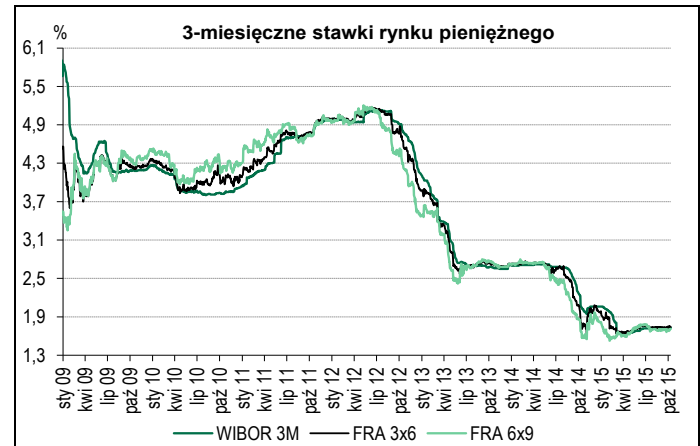
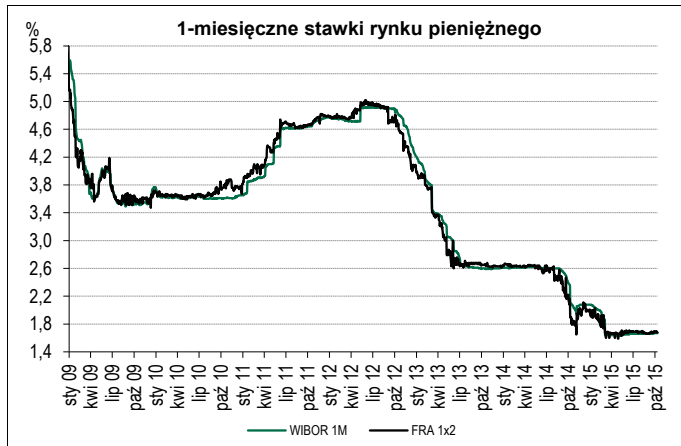
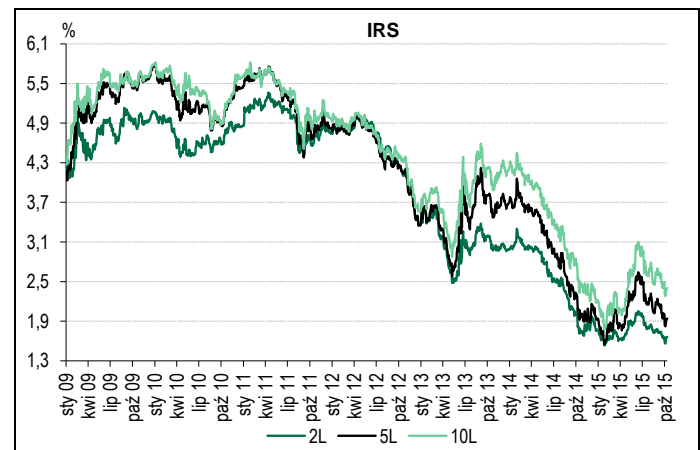
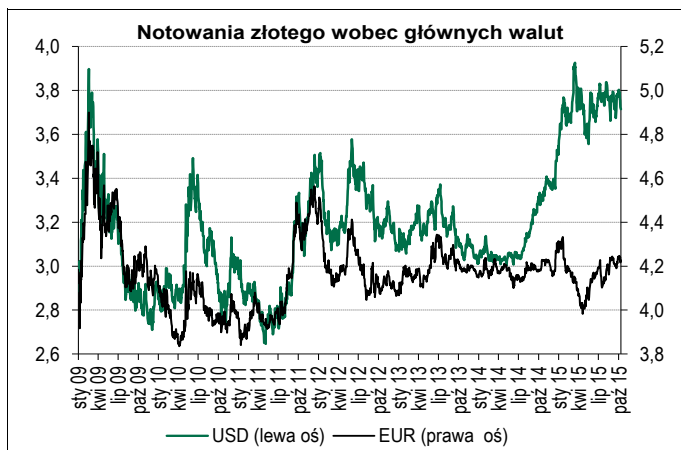
▪ We wrześniu EURUSD poruszał się raczej w trendzie bocznym wahając się powyżej ok. 1,11. Miesięczna różnica między maksimum i minimum była najmniejsza od lutego mimo utrzymania stóp Fed bez zmian, słabych danych z Niemiec i skandalu w tamtejszym przemyśle motoryzacyjnym. Dzięki słabym miesięcznym danym z rynku pracy USA kurs zdołał osiągnąć ok. 1,14.

▪ Po rozczarowujących danych o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA, rynek jeszcze bardziej oddalił oczekiwany termin pierwszej podwyżki stóp Fed i teraz widzi jedynie 8% szans na taki ruch w tym miesiącu. Dane z USA musiałyby być naprawdę silne, aby zmienić te oczekiwania i jeśli tak się stanie, to sądzimy, że FOMC nie zmieni stóp w październiku, by nie zaskoczyć za mocno rynku. W takim scenariuszu EURUSD pozostanie zapewne powyżej 1,11.

▪ Nadal uważamy, że bardziej prawdopodobna jest dalsza aprecjacja euro i wzrostu kursu do 1,16 na koniec roku. Ryzykiem dla naszego scenariusza są obawy o globalny wzrost, które mogą wzmacniać spekulacje, że EBC zwiększy swój program skupu aktywów w wyniku słabszej aktywności ekonomicznej i dłuższego pozostawiania inflacji poniżej celu. Jeśli jednak obawy o globalny wzrost faktycznie się na silą, to FOMC opóźni podwyżkę stóp (więc zniknie czynnik wspierający dolara), więc potencjał do spadku EURUSD jest również ograniczony.



# Monitor rynku



## Przetargi obligacji skarbowych w 2014/2015 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg			Przetarg zamiany			
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	Obligacje	sprzedaż
Październik'	23.10	OK0716/PS0719	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	WZ0119/PS0719
grudzień									18.12	WZ0115/PS0415/OK0715	PS0719/WZ0124/DS0725
styczeń '15	15.01	WZ/DS/WS	3000-5000	4198,5	22.01	OK0717/PS0420	5000-9000	7005,2			
luty	5.02	WZ/DS/WS	3000-5000	5980,0	12.02	OK0717/PS0420	3000-5000				
marzec	5.03	USD20150716/ USD20151019**	500 mln \$	400,6 mln \$	12.03	OK0717/PS0420	3000-4000	4639,0	26.03	PS0415/OK0715/DS1015	WZ0120/PS0420
kwiecień	9.04	WZ0124/DS0725	2500-4500	3788,0	23.04	OK0717/WZ0120/PS0420	5000-9000	7654,3			
maj	7.05	OK/WZ	3000-5000	odwołany	21.05	OK0717/PS0420	2000-4000	4056,0			
czerwiec	11.06	OK0717/WZ0120	2000-4000	4236,5					25.06	OK0715/DS1015	PS0420/DS0725
lipiec	9.07	WZ0120/WZ0124	1000-2000	2430,3	23.07	PS0420/DS0725	3000-6000	5852,7			
sierpień	6.08	DS0725/WZ0126	1000-4000	4655,9							
wrzesień	10.09	WZ0126/DS0726	2000-4000	3019,0	24.09	OK0717/PS0420	4000-6000	7214,0			
październik	29.10	Do ogłoszenia	5000-10000						8.10	DS1015/OK0116	PS0421/DS0726

\* razem z przetargiem uzupełniającym, \*\* - aukcja odkupu

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
12	13 DE: Indeks ZEW (X)	14 <b>PL: Bilans płatniczy (VIII)</b> <b>PL: Podaż pieniądza (IX)</b> EZ: Produkcja przemysłowa (VIII) US: Sprzedaż detaliczna (IX) US: Beżowa księga Fed	15 <b>PL: CPI (IX)</b> US: CPI (IX) US: Indeks Philly Fed (X)	16 <b>PL: Inflacja bazowa (IX)</b> <b>PL: Place i zatrudnienie (IX)</b> EZ: HICP (IX) US: Produkcja przemysłowa (IX) US: Wstępny Michigan (X)
19 <b>PL: Produkcja przemysłowa (IX)</b> <b>PL: PPI (IX)</b> <b>PL: Sprzedaż detaliczna (IX)</b>	20 HU: Decyzja banku centralnego US: Rozpoczęte budowy domów (IX) US: Pozwolenia na budowę (IX)	21	22 <b>PL: Minutes RPP</b> EZ: Decyzja EBC US: Sprzedaż domów (IX)	23 <b>PL: Stopa bezrobocia (IX)</b> CN: Wstępny PMI – przemysł (X) DE: Wstępny PMI – przemysł (X) EZ: Wstępny PMI – przemysł (X)
26 DE: Indeks Ifo (X) US: Sprzedaż nowych domów (IX)	27 US: Indeks nastrojów konsumentów (X) US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (IX)	28 US: Decyzja FOMC	29 US: Pierwszy szacunek PKB (III kw.) US: Niezakończona sprzedaż domów (IX)	30 <b>PL: Wstępny CPI (X)</b> <b>PL: Oczekiwania inflacyjne (X)</b> EZ: Wstępny HICP (X) US: Dochody osobiste (IX) US: Wydatki konsumentów (IX) US: Indeks Michigan (X)
2 listopada <b>PL: PMI – przemysł (X)</b> CN: PMI – przemysł (X) DE: PMI – przemysł (X) EZ: PMI – przemysł (X) US: ISM – przemysł (X)	3 US: Zamówienia przemysłowe (IX)	4 <b>PL: Decyzja RPP</b> DE: PMI – usługi (X) EZ: PMI – usługi (X) US: ISM – usługi (X) US: Raport ADP (X)	5 DE: Zamówienia przemysłowe (IX) CZ: Decyzja banku centralnego	6 DE: Produkcja przemysłowa (IX) CZ: Produkcja przemysłowa (IX) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (X) US: Stopa bezrobocia (X)
9 DE: Eksport (IX) CZ: CPI (X)	10 HU: CPI (X)	11 <b>PL: Święto Niepodległości</b>	12 EZ: Produkcja przemysłowa (IX)	13 PL, DE, CZ, HU, EZ: Wstępny PKB (III kw.) <b>PL: CPI (IX)</b> <b>PL: Bilans płatniczy (IX)</b> <b>PL: Podaż pieniądza (X)</b> US: Sprzedaż detaliczna (X) US: Wstępny Michigan (XI)
16 <b>PL: Inflacja bazowa (X)</b> EZ: HICP (X)	17 DE: Indeks ZEW (XI) HU: Decyzja banku centralnego US: CPI (X) US: Produkcja przemysłowa (X)	18 <b>PL: Place i zatrudnienie (X)</b> US: Rozpoczęte budowy domów (X) US: Pozwolenia na budowę (X) US: Minutes FOMC	19 <b>PL: Minutes RPP</b> <b>PL: Produkcja przemysłowa (X)</b> <b>PL: PPI (X)</b> <b>PL: Sprzedaż detaliczna (X)</b> US: Indeks Philly Fed (XI)	20

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Bloomberg

## Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2015 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie EBC	22	-	5	15	-	3	16	-	3	22	-	3
Posiedzenie RPP	13-14	3-4	3-4	14-15	5-6	2-3	7-8	-	1-2	5-6	3-4	1-2
Minutes RPP	22	19	19	23	21	18	-	20	17	22	19	17
Szybki szacunek PKB*		13			15			14			13	
PKB*	-	27	-	-	29	-	-	28	-	-	30	-
Inflacja CPI	15	13 <sup>a</sup>	13 <sup>b</sup>	15	14	15	15	13	15	15	13	15
Inflacja bazowa	16	-	16	16	15	16	16	14	16	16	16	16
Ceny producenta	21	18	18	20	20	18	17	19	17	19	19	17
Produkcja przemysłowa	21	18	18	20	20	18	17	19	17	19	19	17
Sprzedaż detaliczna	27	18	18	20	20	18	17	19	17	19	19	17
Place brutto, zatrudnienie	20	17	17	17	19	17	16	18	16	16	19	16
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*			31			30			30			30
Bilans płatniczy	13	13	16	13	15	15	14	13	14	14	13	14
Podaż pieniądza	14	13	13	14	14	12	14	13	14	14	13	14

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

## Dane i prognozy ekonomiczne

## Wskaźniki miesięczne

		wrz 14	paź 14	lis 14	gru 14	sty 15	lut 15	mar 15	kwi 15	maj 15	cze 15	lip 15	sie 15	wrz 15	paź 15
PMI	pkt.	49,5	51,2	53,2	52,8	55,2	55,1	54,8	54,0	52,4	54,3	54,5	51,1	50,9	52,5
Produkcja przemysłowa	% r/r	4,2	1,7	0,3	8,1	1,6	5,0	8,8	2,4	2,8	7,4	3,8	5,3	3,9	1,3
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	5,6	-1,0	-1,6	5,0	1,3	-0,3	2,9	8,5	1,3	-2,5	-0,1	4,8	1,4	3,2
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	1,6	2,3	-0,2	1,8	0,1	-1,3	3,0	-1,5	1,8	3,8	1,2	-0,3	1,4	2,2
Stopa bezrobocia	%	11,5	11,3	11,4	11,5	12,0	12,0	11,7	11,2	10,8	10,3	10,1	10,0	9,8	9,7
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw <sup>a</sup>	% r/r	3,4	3,8	2,7	3,7	3,6	3,2	4,9	3,7	3,2	2,5	3,3	3,4	3,3	2,8
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	0,8	0,8	0,9	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	0,9	0,9	1,0	1,0	0,9
Eksport (w euro)	% r/r	7,0	4,3	3,8	9,8	4,4	10,9	14,3	8,5	7,8	10,4	0,4	7,5	9,6	10,0
Import (w euro)	% r/r	8,9	7,0	6,5	13,1	-2,1	3,9	8,7	7,8	0,3	9,2	5,1	5,5	6,7	8,0
Bilans handlowy	mIn EUR	313	-384	-231	-629	639	526	485	-142	539	-47	-1 071	-84	753	-117
Rachunek bieżący	mIn EUR	-258	-319	114	-1 011	-228	93	1 054	1 642	1 124	-1 602	-1 660	-767	-261	-713
Rachunek bieżący	% PKB	-2,3	-2,2	-2,0	-2,0	-1,7	-1,5	-1,3	-0,8	-0,5	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-22,4	-27,2	-24,8	-29,8	-0,6	-11,3	-16,7	-16,7	-19,6	-26,1	-26,6	-25,9	-34,6	-39,8
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	47,1	57,4	52,1	62,7	1,3	24,6	36,2	36,2	42,6	56,7	57,7	56,1	75,1	86,4
Inflacja (CPI)	% r/r	-0,3	-0,6	-0,6	-1,0	-1,4	-1,6	-1,5	-1,1	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-0,5
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	0,7	0,2	0,4	0,5	0,6	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,4	0,4	0,5	0,6
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,6	-1,3	-1,6	-2,7	-2,8	-2,8	-2,5	-2,7	-2,1	-1,4	-1,8	-2,7	-2,9	-2,3
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	7,9	7,7	8,4	8,2	8,6	8,7	8,9	7,2	7,6	8,3	8,6	7,3	7,7	7,8
Zobowiązania	% r/r	8,1	8,4	9,0	9,0	9,1	9,0	9,2	7,8	7,8	8,7	8,8	7,7	8,2	8,3
Należności	% r/r	5,2	6,5	6,8	7,2	8,0	7,7	7,8	6,4	7,7	7,9	7,9	7,6	8,0	7,8
EUR/PLN	PLN	4,19	4,21	4,21	4,21	4,28	4,18	4,13	4,02	4,08	4,16	4,15	4,19	4,22	4,22
USD/PLN	PLN	3,25	3,32	3,38	3,42	3,68	3,68	3,81	3,73	3,66	3,71	3,78	3,77	3,75	3,73
CHF/PLN	PLN	3,47	3,48	3,50	3,50	3,96	3,93	3,89	3,88	3,93	3,98	3,96	3,89	3,86	3,85
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 3M	%	2,45	2,07	2,03	2,06	2,03	1,92	1,67	1,65	1,67	1,70	1,72	1,72	1,72	1,73
Rentowność obligacji 2L	%	2,02	1,77	1,78	1,84	1,60	1,60	1,62	1,60	1,74	1,91	1,82	1,79	1,79	1,71
Rentowność obligacji 5L	%	2,40	2,12	2,04	2,16	1,82	1,88	1,99	1,98	2,38	2,68	2,45	2,40	2,43	2,22
Rentowność obligacji 10L	%	2,98	2,63	2,54	2,55	2,21	2,20	2,32	2,36	2,83	3,20	3,00	2,88	2,91	2,75

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK;

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



## Wskaźniki kwartalne i roczne

		2013	2014	2015	2016	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16
PKB	mld PLN	1 662,1	1 728,7	1 794,4	1 886,8	417,8	433,8	443,1	499,7	438,1	457,5	465,2	526,1
PKB	% r/r	1,7	3,4	3,5	3,5	3,6	3,3	3,4	3,5	3,1	3,6	3,6	3,6
Popyt krajowy	% r/r	0,2	4,9	3,3	3,5	2,6	3,3	3,3	3,7	3,3	3,6	3,5	3,7
Spożycie indywidualne	% r/r	1,1	3,1	3,2	3,2	3,1	3,0	3,3	3,3	3,3	3,2	3,1	3,1
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	0,9	9,2	7,0	6,0	11,4	6,4	6,2	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	2,3	3,4	4,5	4,9	5,3	3,9	4,3	4,4	3,8	5,7	5,5	4,7
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-10,3	4,3	2,0	4,0	1,4	1,9	2,0	2,5	3,7	5,8	4,1	2,9
Sprzedż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	2,6	3,1	1,4	5,3	0,7	1,4	0,9	2,6	3,3	3,4	6,5	7,5
Stopa bezrobocia <sup>b</sup>	%	13,4	11,5	10,0	9,2	11,7	10,3	9,8	10,0	10,3	9,3	9,0	9,2
Płace brutto w gospodarce narodowej <sup>a</sup>	% r/r	3,4	3,6	3,4	4,9	4,1	3,1	3,1	3,3	3,2	5,1	5,7	5,5
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	-1,1	0,2	0,7	0,6	0,8	0,8	0,6	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7
Eksport (w euro)	% r/r	5,7	6,4	9,6	10,7	9,8	8,9	9,6	10,0	11,0	11,0	10,5	10,3
Import (w euro)	% r/r	0,2	8,3	6,0	10,8	3,5	5,7	6,7	8,0	10,0	11,0	11,0	11,0
Bilans handlowy	mIn EUR	-335	-3 255	2 206	2 324	1 651	350	729	-524	2 241	389	592	-898
Rachunek bieżący	mIn EUR	-5 031	-8 303	-1 032	-246	900	1 110	-1 557	-1 485	1 462	1 033	-1 452	-1 289
Rachunek bieżący	% PKB	-1,3	-2,0	-0,2	-0,1	-1,3	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-4,0	-3,2	-2,7	-2,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	0,9	0,0	-0,8	1,7	-1,5	-0,9	-0,7	0,0	1,2	1,6	1,8	2,1
Inflacja (CPI) <sup>b</sup>	% r/r	0,7	-1,0	0,5	2,1	-1,5	-0,8	-0,8	0,5	1,4	1,7	2,1	2,1
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	1,2	0,6	0,5	1,2	0,4	0,3	0,4	0,8	1,0	1,2	1,2	1,2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,3	-1,5	-2,2	-1,4	-2,7	-2,1	-2,5	-1,7	-1,5	-1,9	-1,3	-0,7
Podaż pieniądza (M3) <sup>b</sup>	% r/r	6,2	8,2	8,0	7,8	8,9	8,3	7,7	8,0	7,9	7,9	7,8	7,8
Zobowiązania <sup>b</sup>	% r/r	6,6	9,0	7,3	8,1	9,2	8,7	8,2	7,3	7,5	7,7	7,9	8,1
Należności <sup>b</sup>	% r/r	3,5	7,2	6,5	5,5	7,8	7,9	8,0	6,5	6,3	6,0	5,7	5,5
EUR/PLN	PLN	4,20	4,18	4,17	4,11	4,20	4,09	4,19	4,19	4,13	4,11	4,10	4,10
USD/PLN	PLN	3,16	3,15	3,71	3,46	3,72	3,70	3,77	3,65	3,51	3,47	3,43	3,42
CHF/PLN	PLN	3,41	3,45	3,89	3,56	3,93	3,93	3,90	3,81	3,73	3,63	3,50	3,39
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 3M	%	3,02	2,52	1,75	1,75	1,87	1,67	1,72	1,73	1,74	1,75	1,75	1,75
Rentowność obligacji 2L	%	2,98	2,46	1,72	2,00	1,61	1,75	1,80	1,72	1,82	1,95	2,07	2,17
Rentowność obligacji 5L	%	3,46	2,96	2,25	2,68	1,90	2,35	2,43	2,31	2,54	2,63	2,72	2,82
Rentowność obligacji 10L	%	4,04	3,49	2,70	3,42	2,24	2,79	2,93	2,84	3,17	3,35	3,50	3,65

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 14.09.2015 r. zostało przygotowane przez:

### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, fax 22 586 83 40

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

**Maciej Reluga – Główny Ekonomista**

tel. 22 5341888, Email: [maciej.reluga@bzwbk.pl](mailto: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 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](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)