

W tym miesiącu:

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

Maciej Reluga

Główny Ekonomista
22 534 18 88

Piotr Bielski

22 534 18 87

Agnieszka Decewicz

22 534 18 86

Marcin Luzziński

22 534 18 85

Marcin Sulewski

22 534 18 84

Email: ekonomia@bzwbk.pl

Polityka na pierwszym planie

W ostatnim okresie polityka nabrała szczególnego znaczenia wśród czynników wpływających na sytuację na rynkach finansowych na świecie. Na pierwszym planie znalazł się oczywiście spór budżetowy w USA, który doprowadził do częściowego paraliżu administracji rządowej i ryzyka niewypłacalności kraju. W tej chwili jest to najpoważniejszy czynnik ryzyka, mogący prowadzić do poważnych zawirowań na rynkach. W międzyczasie, mieliśmy do czynienia z ryzykiem przedterminowych wyborów we Włoszech, które na szczęście zostało szybko zażegnane. Nadal nie jest jednak rozstrzygnięta kwestia kształtu koalicji rządzącej po wyborach w Niemczech. Na krajowym podwórku, miesiąc po pierwszej prezentacji rządowych pomysłów zmian w OFE, poznaliśmy wreszcie treść projektu ustawy, która wydaje się bardziej pozytywna dla rozwoju sytuacji na polskim rynku kapitałowym, niż się początkowo obawiano.

Oprócz polityki w klasycznym rozumieniu, ciągle w centrum uwagi jest polityka pieniężna głównych banków centralnych. Obawy związane z impasem politycznym w USA były jedną z przyczyn wstrzymania się Fed z rozpoczęciem ograniczania skupu aktywów we wrześniu. Trwający paraliż administracyjny (którego efektem jest m.in. brak publikacji ważnych danych z amerykańskiej gospodarki) i brak decyzji nt. podniesienia limitu zadłużenia sprawiają, że również w październiku decyzja o rozpoczęciu „QEexit” wydaje się mało prawdopodobna, co stabilizuje nastroje rynkowe. Dodatkowo, nominacja Janet Yellen na stanowisko szefa Fed (po tym jak z końcem stycznia skończy się kadencja Bernanke) zmniejszyła obawy inwestorów o zbyt szybkie wycofywanie się z ultra-luźnej polityki w średnim terminie. Wciąż jednak zakładamy, że Fed zacznie niebawem (być może w grudniu) ograniczać tempo skupu aktywów, co w średnim horyzoncie będzie sprzyjać wzrostowej tendencji rynkowych stóp procentowych i rentowności obligacji.

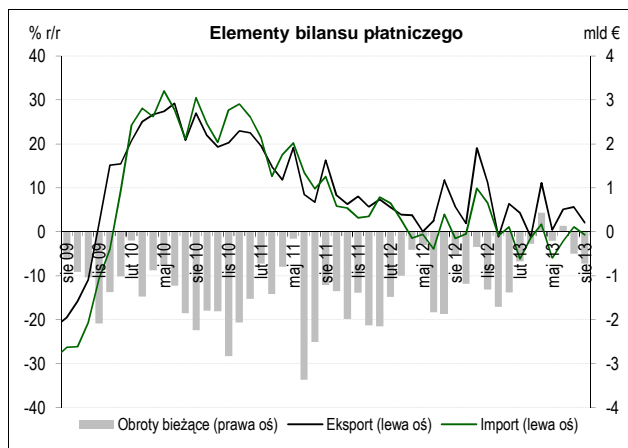
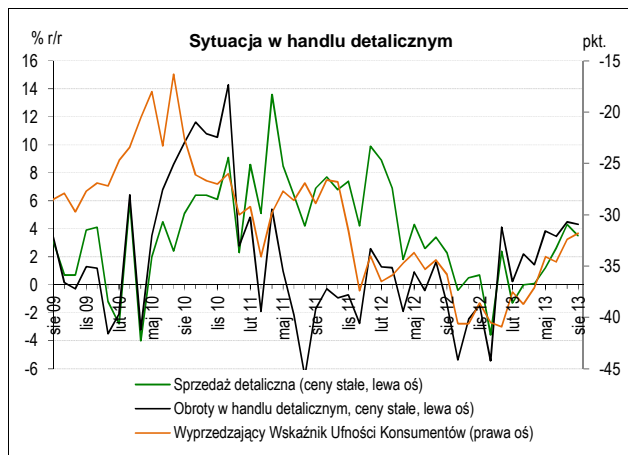
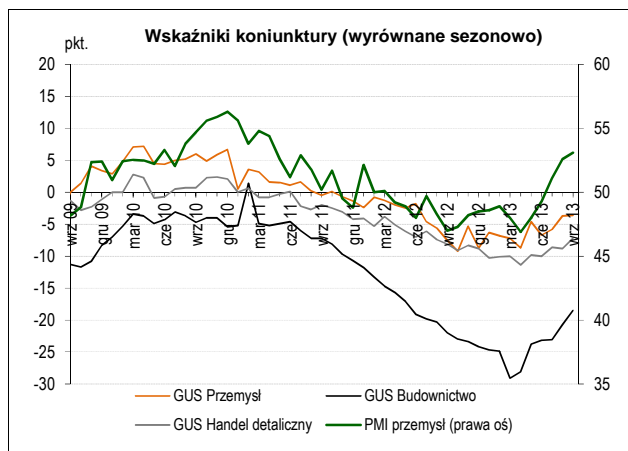
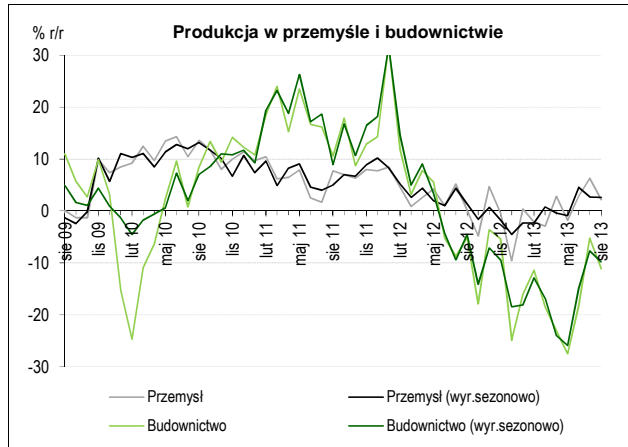
Informacje napływające z gospodarki potwierdzają scenariusz stopniowego ożywienia gospodarczego. W kraju, oprócz wciąż pozytywnych tendencji w handlu zagranicznym, widzimy poprawę sytuacji na rynku pracy i sygnały, potwierdzające stopniowe ożywienie konsumpcji. Napawa to optymizmem odnośnie tempa wzrostu gospodarczego w Polsce w II półroczu. Nie sposób jednak nie zauważyć, że oceny instytucji międzynarodowych odnośnie trwałości i siły ożywienia w gospodarce światowej są nadal bardzo ostrożne – ostatnio MFW obniżył prognozy światowego wzrostu na 2014 r., głównie dla krajów rozwijających się (choć prognozę dla Polski podwyższono!), natomiast EBC wciąż nie wyklucza złagodzenia polityki pieniężnej gdyby ożywienie okazało się nietrwałe.

W krajowej polityce pieniężnej chwilowo powiało nudą. Wiadomo, że do końca tego roku stopy procentowe się nie zmienią i chociaż przynajmniej połowa członków RPP deklarowała w różnych wypowiedziach, że okres stabilizacji stóp może się przedłużyć, ich opinie na temat tego jak długo mogłoby to potrwać są zróżnicowane. Dyskusji nt. wydłużenia tej deklaracji będzie sprzyjać publikacja listopadowych projekcji NBP. Z drugiej strony, Marek Belka stwierdził ostatnio, że przydatność podejścia *forward guidance* w polskich warunkach jest niewielka, co może sugerować, że Rada nie będzie chciała utrzymywać formalnego zobowiązania w sprawie stabilności stóp. Odejście z RPP Zyty Gilowskiej, która należała do jej najbardziej jastrzębich przedstawicieli, może nieco przesunąć środek ciężkości poglądów w Radzie. Nadal jednak podtrzymujemy opinię, że polityka pieniężna pozostanie bez zmian do połowy przyszłego roku, po czym stopy procentowe zaczną rosnać.

Na rynku finansowym 11 października 2013 r.:					
Stopa depozytowa NBP	1,00	WIBOR 3M	2,68	EURPLN	4,1861
Stopa referencyjna NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	2,92	USDPLN	3,0850
Stopa lombardowa NBP	4,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	3,74	CHFPLN	3,3977

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 11.10.2013 r.

Gospodarka Polski



Solidna produkcja, PMI szybuje w górę

■ W sierpniu produkcja przemysłowa wzrosła o 2,2% r/r. Najszybszy wzrost zarejestrowano w produkcji pojazdów samochodowych, przyczep i naczep (15,4% r/r) oraz produkcji pozostałego sprzętu transportowego (8,2%). Sierpniowy wynik był nieco słabszy niż w lipcu (6,3% r/r), ale to przede wszystkim skutek mniej korzystnego efektu dni roboczych. Dane oczyszczone z efektów kalendarzowych pokazały wzrost o 2,6% r/r (w lipcu było 2,8% r/r) i ta liczba nieco lepiej oddaje tendencje obecne w polskim przemyśle. Spodziewamy się, że ze względu na korzystną różnicę w dniach roboczych wzrost produkcji przyspieszy ponownie już we wrześniu. Tym samym, wzrost produkcji przemysłowej w trzecim kwartale będzie średnio znacząco wyższy (wzrost nawet o ok. 5% r/r) niż w pierwszej połowie roku (minimalny spadek). Dalszemu ożywieniu w sektorze przemysłowym sprzyjać będzie poprawa sytuacji gospodarczej u głównych partnerów handlowych Polski, zwłaszcza w strefie euro.

■ Produkcja budowlano-montażowa w sierpniu spadła o 11,1% r/r, czyli nieco mocniej niż wskazywały prognozy. Niemniej, wydaje nam się, że ten sektor również wyszedł już z dołka i można liczyć na poprawę w dalszej części roku.

■ Wrześniowy odczyt PMI po raz kolejny wyraźnie przekroczył oczekiwania, osiągając 53,1 pkt, najwyższy poziom od kwietnia 2011. W ciągu pięciu miesięcy po osiągnięciu dołka, PMI urósł aż o 6,2 pkt, czyli szybciej niż po kryzysie z 2008 r. (4,3 pkt.). Tym razem wzrost należy zawdzięczać subindeksowi zatrudnienia, który osiągnął w ubiegłym miesiącu najwyższy poziom od maja 2007. Był to jednocześnie czwarty najwyższy odczyt w historii badania (od 1998). Indeksy produkcji i nowych zamówień nieco się obniżyły, ale pozostają wyraźnie powyżej 50 pkt, a firmy informują o pozyskiwaniu nowych klientów oraz o zwiększonym popycie, zarówno z rynku krajowego, jak i z zagranicy.

Odbicie w sprzedaży detalicznej

■ W sierpniu sprzedaż detaliczna w cenach bieżących wzrosła o 3,4% r/r, nieco poniżej tempa z lipca (4,3%). W cenach stałych sprzedaż detaliczna ogółem wzrosła o 3,5% r/r (4,3% r/r w lipcu).

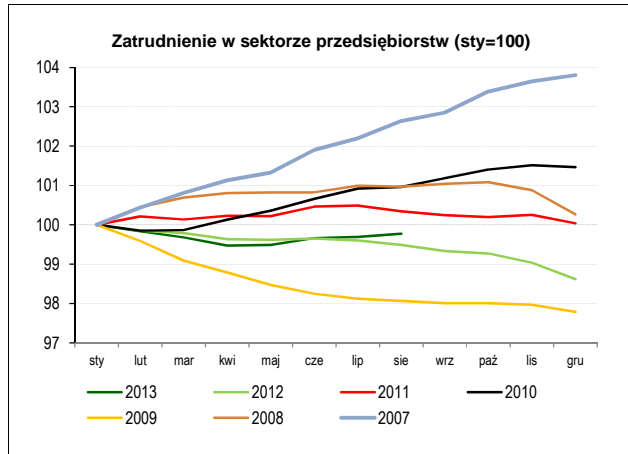
■ Średnio w II kw. sprzedaż wzrosła realnie o 1,5% r/r, w całej I połowie bieżącego roku o 0,8% r/r, podczas gdy pierwsze dwa miesiące III kwartału przyniosły wzrost średnio o prawie 4% r/r. O sile odbicia sprzedaży dobrze świadczą także dane o obrotach w handlu detalicznym (które m.in. uwzględniają małe placówki handlowe, w odróżnieniu od danych o sprzedaży detalicznej). Tam co prawda też odnotowano spowolnienie, ale tylko do 4,3% r/r z 4,5% r/r w lipcu. Dane potwierdzają oczekiwany przez nas scenariusz zakładający, że popyt wewnętrzny będzie stopniowo dołączał do samotnie wspierającego odbicie gospodarki eksportu w I poł. roku. Pomoże w tym dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy.

Dane o bilansie płatniczym najlepsze od lat

■ Dane o bilansie płatniczym za II kw. 2013 pokazały, że dodatnie saldo na rachunku bieżącym było wprawdzie wyraźnie niższe od szacunków opartych na danych miesięcznych (362 mln € zamiast 1453 mln €), ale jednak dodatnie po raz pierwszy, od kiedy dostępne są porównywalne dane (2000). Co ważne, dane potwierdziły wyraźną nadwyżkę w obrotach towarowych (1,2 mld €), a rewizja dotyczyła przede wszystkim rachunku dochodów (deficyt 4,6 mld €).

■ W lipcu i sierpniu saldo obrotów bieżących było na minusie (-497 mln € i -719 mln €). Przyczyniło się do tego rosnące ujemne saldo dochodów oraz niższa nadwyżka transferów, będąca pochodną słabszego napływu środków z UE. Jednak bilans obrotów towarowych pozostał na plusie i spodziewamy się, że ta sytuacja utrzyma się w kolejnych miesiącach i kwartałach. Na koniec br. deficyt obrotów bieżących ma szansę zbliżyć się do ok. 1% PKB.

Gospodarka Polski



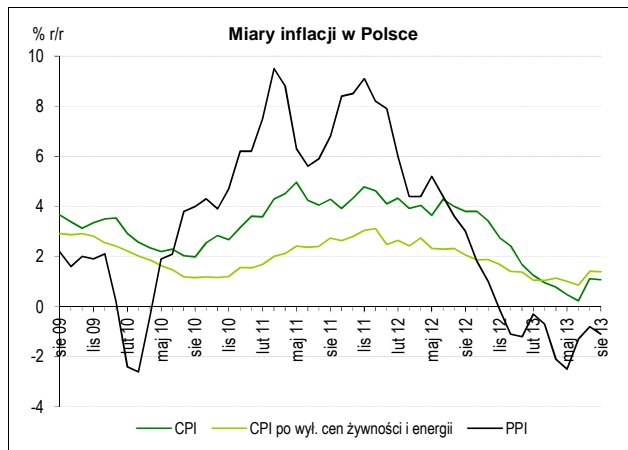
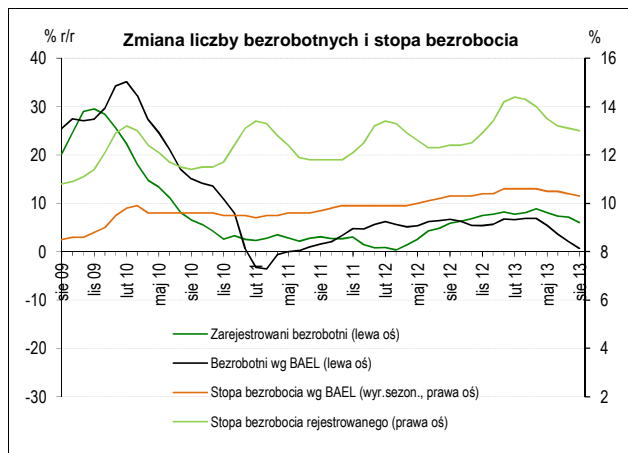
Pozytywne tendencje na rynku pracy umacniają się

W sierpniu spadek zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw zmniejszył się do 0,5% r/r, co było wynikiem lepszym od oczekiwań. W porównaniu z lipcem liczba zatrudnionych wzrosła o 4 tys. (spodziewaliśmy się spadku o 2 tys.) i był to już czwarty z rzędu miesiąc stopniowego wzrostu zatrudnienia. Warto zauważyć, że to największy sierpniowy przyrost zatrudnienia od roku 2007, kiedy polska gospodarka znajdowała się w fazie boomu. Wykres obok pokazuje, że o ile w pierwszych miesiącach tego roku zmiany liczby etatów w sektorze firm odpowiadały wzorcowi z lat spowolnienia gospodarczego, w ostatnich kilku miesiącach nastąpił wyraźny zwrot i przesunięcie w kierunku tendencji charakterystycznych dla okresu ożywienia. W okresie od kwietnia do sierpnia w sektorze przedsiębiorstw przybyło ponad 16 tys. miejsc pracy, podczas gdy w analogicznym okresie ub.r. ubyło 8 tys.

Jednocześnie, stopniowemu wzrostowi zatrudnienia nie towarzyszy presja płacowa, co naszym zdaniem jest korzystne z punktu widzenia konkurencyjności krajowego przemysłu. Spowolnienie wzrostu wynagrodzeń do 2,0% r/r z 3,5% r/r w lipcu w pewnym stopniu mogło wynikać z przesunięcia terminu płatności premii w niektórych spółkach, chociaż trudno dokładnie oszacować ten efekt. Średnio w okresie lipiec-sierpień przeciętna płaca wzrosła o ok. 2,8% r/r, podczas gdy w I półroczu było to 2,1% r/r.

Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w sierpniu do 13,0% z 13,1% w lipcu. W stosunku do lipca, liczba bezrobotnych spadła o prawie 10 tys. osób i był to już szósty miesiąc z rzędu trwania tej tendencji. Roczna dynamika przyrostu bezrobotnych wyniosła 6% i była najniższa od sierpnia ub. r. Dane MPIP sugerują, że liczba bezrobotnych spadła także we wrześniu, co jest niezgodne ze wzorcem sezonowym i ostatni raz zdarzyło się w 2008 r.

Dane BAEL (wyr. sezonowo) potwierdzają, że pozytywne tendencje w zakresie popytu na pracę zaczynają się umacniać.



Presja inflacyjna wciąż niska

Stopa inflacji pozostała w sierpniu na takim samym poziomie jak w lipcu, tj. 1,1% r/r. Zanotowano sezonowe spadki cen żywności i napojów bezalkoholowych (-1,2% m/m) oraz odzieży i obuwi (-2,7% m/m). W pozostałych kategoriach zmiany cen towarów i usług były kosmetyczne. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii również pozostała w sierpniu stabilna, na poziomie 1,4% r/r.

Inflacja PPI wyniosła w sierpniu -1,1% r/r. W ujęciu m/m ceny produkcji sprzedanej przemysłu obniżyły się o 0,3%. Naszym zdaniem spadki cen wynikają z umocnienia złotego w sierpniu, co obniżyło ceny eksportowanych produktów.

Inflacja w kolejnych miesiącach będzie prawdopodobnie stopniowo rosła, ale raczej stopniowo – spodziewamy się, że dopiero na początku 2014 r. osiągnie 2%, a w połowie przyszłego roku zbliży się do celu inflacyjnego.

Wpływ proponowanych zmian w systemie emerytalnym na dług publiczny i koszty obsługi długu Skarbu Państwa w latach 2014-2017				
	2014	2015	2016	2017
Wpływ na koszty obsługi długu Skarbu Państwa				
mld zł	-4,8	-5,9	-7,2	-8,7
% PKB	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4
Wpływ na państwowy dług publiczny				
mld zł	-145,4	-166,9	-191,4	-216,6
% PKB	-8,4	-9,1	-9,8	-10,4
Wpływ na dług sektora general government				
mld zł	-158,2	-179,6	-203,9	-229,1
% PKB	-9,2	-9,8	-10,4	-11,0

Projekt ustawy o OFE opublikowany

Rząd opublikował projekt ustawy o zmianach w OFE. Ogólnie, jest on zgodny z wcześniejszymi zapowiedziami. Ustawa ma wejść w życie 31 stycznia 2014 r., a już 3 lutego 2014 OFE mają przekazać do ZUS 51,5% aktywów. OFE będą miały zakaz inwestowania w obligacje skarbowe krajowe i zagraniczne. Pozostałe limity inwestycyjne zostaną jednak zmienione. Akcje będą musiały stanowić co najmniej 75% aktywów funduszy, stopniowo ma za to rosnąć limit na inwestycje zagraniczne. Wyboru, czy nowe składki mają trafiać do ZUS czy do OFE, można będzie dokonać między 1 kwietnia a 30 czerwca 2014. Zmiana wyboru będzie możliwa po 2 latach, a potem co 4 lata. Tak jak zapowiadano, obowiązywać będzie tzw. suwak bezpieczeństwa. Wg szacunków rządowych, w wyniku zmian w OFE dług publiczny (w metodologii krajowej) obniży się w 2014 r. o 8,4% PKB. Potrzeby pożyczkowe mają być niższe o 20-25 mld zł rocznie.

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragmenty komunikatu RPP w październiku

W III kw., pomimo pewnej poprawy, koniunktura w gospodarce światowej pozostała umiarkowana. Poprawa wskaźników aktywności gospodarczej była widoczna w największych gospodarkach rozwiniętych, w tym w Stanach Zjednoczonych i strefie euro. Z kolei w największych gospodarkach wschodzących dynamika aktywności kształtowała się wciąż na niskim – jak na te kraje – poziomie. Umiarkowany wzrost aktywności gospodarczej na świecie sprzyjał utrzymaniu się niskiej inflacji w wielu krajach.

W Polsce, dane dotyczące produkcji przemysłowej, produkcji budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej w sierpniu wskazują na utrzymywanie się relatywnie niskiego, choć wyższego niż w poprzednim kwartale, wzrostu gospodarczego. Jednocześnie poprawiające się wskaźniki koniunktury sygnalizują możliwość kontynuacji stopniowego ożywienia aktywności w kolejnych kwartałach.

Inflacja CPI w sierpniu utrzymała się na poziomie 1,1% r/r, pozostając wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). (...) Kształtowanie się wskaźników inflacji potwierdza utrzymywanie się niskiej presji popytowej i kosztowej w gospodarce. Towarzyszy temu niski poziom oczekiwań inflacyjnych, mimo ich pewnego wzrostu we wrześniu.

W ocenie Rady, w najbliższych kwartałach prawdopodobna jest kontynuacja stopniowej poprawy koniunktury, jednak presja inflacyjna pozostanie ograniczona.

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

Parametry polityki pieniężnej bez zmian

▪ Na październikowym posiedzeniu, zgodnie z oczekiwaniami, Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe bez zmian, pozostawiając stopę referencyjną na rekordowo niskim poziomie 2,5%. Jednocześnie, w oficjalnym komunikacie Rada napisała ponownie, że stopy procentowe powinny pozostać na niezmiennym poziomie przynajmniej do końca bieżącego roku. Podczas konferencji prasowej Prezes NBP Marek Belka poinformował, że Rada nie zastanawiała się podczas tego posiedzenia nad wydłużeniem tego sugerowanego okresu stabilnych stóp.

▪ Z komunikatu wynika, że według większości RPP (a być może nawet całości), ocena sytuacji gospodarczej nie uległa większym zmianom, a ton samego komunikatu pozostał dość gołębi. Pomimo pewnej poprawy, koniunktura w gospodarce światowej pozostaje umiarkowana, co sprzyja utrzymaniu się niskiej inflacji w wielu krajach. Zdaniem RPP, dane z Polski wskazują z kolei na utrzymywanie się relatywnie niskiego (choć wyższego niż w poprzednim kwartale) wzrostu gospodarczego, a poprawiające się wskaźniki koniunktury sygnalizują możliwość kontynuacji stopniowego ożywienia aktywności w kolejnych kwartałach. Rada podtrzymuje zdanie, że kształtowanie się wskaźników inflacji potwierdza utrzymywanie się niskiej presji popytowej i kosztowej w gospodarce, przy niskim poziomie oczekiwań inflacyjnych (mimo ich pewnego wzrostu we wrześniu).

▪ W sumie, zarówno stopy procentowe jak i główny przekaz komunikatu pozostają bez zmian. RPP ani nie zastanawiała się nad obniżkami stóp, ani nad podwyżkami, ani nawet nad okresem, w którym stopy mogą pozostać stabilne. Jeśli chodzi o ten ostatni element, to jest szansa, że coś zmieni się po kolejnym posiedzeniu RPP, gdy dostanie ona nową projekcję inflacji.

Wyniki głosowań Zyty Gilowskiej w okresie listopad 2012-lipiec 2013

	XI 12	XI 12	XII 12	XI 12	XII 12	I 13
Wniosek	-50	-25	-150	-50	-25	-125
Z. Gilowska	nie	nie	nie	nie	tak	nie
RPP	nie	tak	nie	nie	tak	nie
I 13	I 13	II 13	II 13	II 13	II 13	III 13
Wniosek	-50	-25	-100	-50	-25	-50
Z. Gilowska	nie	-	-	-	nie	nie
RPP	nie	tak	nie	nie	tak	tak
V 13	V 13	VI 13	VI 13	VI 13	VII 13	
Wniosek	-50	-25	-50	-25	-25	
Z. Gilowska	nie	nie	nie	nie	nie	
RPP	nie	tak	nie	tak	tak	

... ale skład Rady się zmieni

▪ Zyta Gilowska zrezygnowała z funkcji członka RPP i 4 października została odwołana przez prezydenta Komorowskiego. Prezydent ma trzy miesiące na powołanie następcy, ale wg kancelarii „nie będzie z tą decyzją zwlekał”.

▪ Na razie nie znamy nazwiska kandydata. Gilowska należała jednak do najbardziej jastrzębich przedstawicieli RPP (na naszej osi restrykcyjności ma ona nawet najwyższą wartość indeksu, ale wynik ten jest zaburzony przez jej niską frekwencję na posiedzeniach), tak więc istnieje spore prawdopodobieństwo, że zmiana przesunie bilans sił w Radzie w kierunku gołębiego.

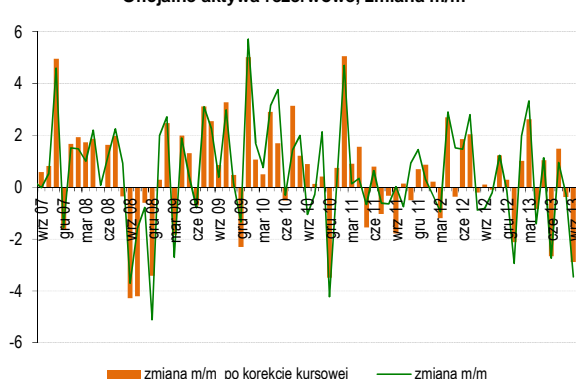
▪ Warto pamiętać, że ostatnie decyzje nt. obniżek stóp zapadały przy remisie 5:5 i decydującym głosem Marka Belki. Nowa osoba w RPP może w obecnych warunkach oznaczać, że dyskusja nt. pierwszej podwyżki stóp rozpocznie się nieco później.

Wyraźny spadek rezerw walutowych we wrześniu

▪ Stan oficjalnych aktywów rezerwowych Polski na koniec września zmniejszył się dość wyraźnie w porównaniu z poprzednim miesiącem: o 3,5 mld €. Wg naszych szacunków, zmiana po korekcie wynikającej z różnic kursowych była nieco mniejsza i wyniosła ok. -2,9 mld €, ale wciąż jest to skala spadku rezerw zbliżona m.in. do tej z czerwca br., kiedy NBP interweniował na rynku walutowym, hamując deprecjację złotego.

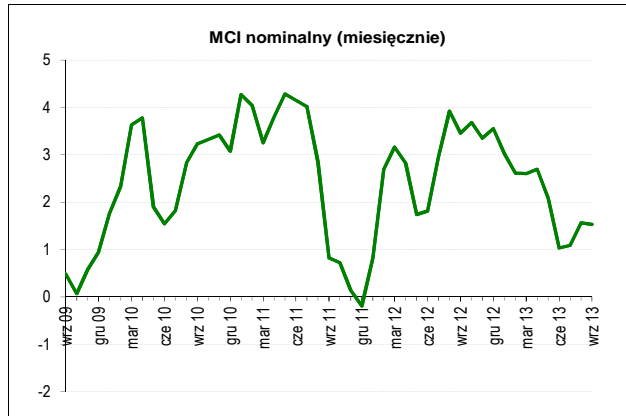
▪ We wrześniu mieliśmy wprawdzie do czynienia ze sporymi wahaniami kursu (obawy przed ograniczeniem QE3, ogłoszenie rządowych planów reformy OFE), jednak nic nie wiadomo o tym, aby bank centralny podejmował działania stabilizujące rynek. Informacje od dealerów wskazują natomiast, że transakcje sprzedaży walut wykonywał BGK, co przyczyniło się do obniżenia kursu EURPLN przed końcem miesiąca.

mld EUR **Oficjalne aktywa rezerwowe, zmiana m/m**



Źródło: GUS, NBP, BZ WBK

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



MCI stabilizuje się, ale będzie rósł

- Nasz indeks restrykcyjności polityki pieniężnej zakotwiczył się w ostatnich miesiącach na średnim poziomie pod wpływem ustabilizowania rynkowych stóp procentowych (w sierpniu i wrześniu średni trzymiesięczny WIBOR wyniósł odpowiednio 2,70 i 2,69) oraz niedużych zmian średniego kursu złotego (w sierpniu i wrześniu EURPLN średnio wyniósł odpowiednio 4,23 i 4,24).
- Spodziewamy się, że indeks może nieco wzrosnąć w nadchodzących miesiącach wskutek umocnienia kursu złotego oraz pewnego wzrostu rynkowych stóp procentowych, które będą mocniej dyskontowały podwyżki stóp NBP w przyszłym roku. Realizacja naszego scenariusza dla stóp pchnie indeks restrykcyjności dalej w górę.



Rzońca (1,44)

Winiecki (1,45)

Gilowska (1,51)

Kaźmierczak (1,41)

Glapiński (1,38)

Hausner (1,03)

Belka (0,96)

Zielińska-Głębocka (0,81)

Chojna-Duch (0,73)

Bratkowski (0,58)



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.

Do końca roku brak zmian w polityce pieniężnej

Ostatnie posiedzenia RPP nie były źródłem wielu emocji. Deklaracja, jaką Rada zapisała w oficjalnym komunikacie, sprawia, że również w dwóch kolejnych miesiącach nie należy liczyć na niespodziankę ze strony stóp procentowych. Marek Belka stwierdził jakiś czas temu, że w tej kwestii jest w Radzie „bardzo szeroki konsensus”. Warto jednak zwrócić uwagę na to, jak krótki jest horyzont czasowy zobowiązania w sprawie stabilności stóp. Sugeruje to, że oczekiwania członków RPP dotyczące rozwoju sytuacji w średnim i dłuższym terminie oraz implikacji dla polityki pieniężnej nie są już tak bardzo zbieżne.

Czy deklaracja stabilnych stóp zostanie przedłużona?

W wypowiedziach przedstawicieli Rady z ostatnich tygodni coraz częściej zaczęły pojawiać się sugestie, że okres stabilizacji stóp na rekordowo niskim poziomie może potrwać dłużej niż do końca 2013 roku. W opiniach tych widać już jednak większe zróżnicowanie. Według Adama Glapińskiego stopy mogą pozostać bez zmian do końca I kwartału 2014. Według Marka Belki i Jerzego Hausnera – do połowy roku, a według Andrzeja Bratkowskiego – niewykluczone, że aż do czwartego kwartału 2014 r. Z kolei Elżbieta Chojna-Duch sugerowała ostatnio, że w przyszłym roku Rada może powrócić do dyskusji o obniżkach stóp procentowych, a przynajmniej do zmiany nastawienia polityki pieniężnej na łagodne. Tym, co różni poszczególnych członków Rady, są oczekiwania dotyczące tempa ożywienia gospodarczego. W sumie jednak, co najmniej pięcioro członków RPP nie wyklucza wydłużenia okresu stabilnych stóp. Pytanie tylko, czy będą w stanie porozumieć się w sprawie optymalnego horyzontu takiej nowej deklaracji? Dyskusji na ten temat sprzyjać będzie publikacja listopadowych projekcji NBP odnośnie inflacji i PKB.

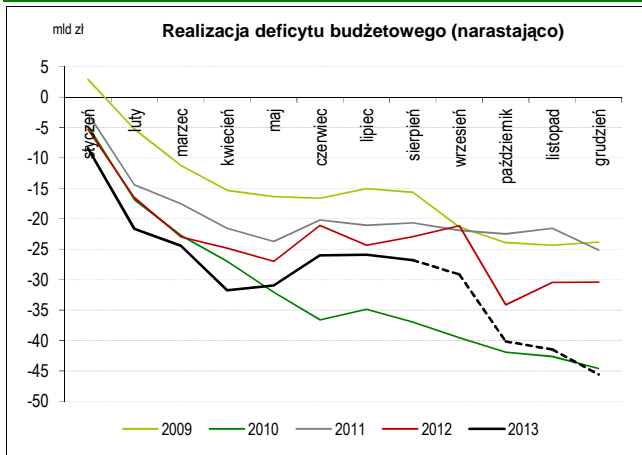
Forward guidance nieprzydatne w polskich warunkach

Prezes NBP przyznał, że RPP analizowała w październiku koncepcję polityki pieniężnej *forward guidance* stosowaną obecnie przez inne banki centralne na świecie. Określił to jednak jako „ćwiczenie akademickie”, stwierdzając jednocześnie, że taki sposób prowadzenia polityki raczej nie byłby zbyt przydatny w Polsce. Trudno się z tym stwierdzeniem nie zgodzić. Po pierwsze, wydaje się, że polityka tego typu ma większy sens i zastosowanie w sytuacji zerowych lub prawie zerowych stóp procentowych (do czego w Polsce wciąż daleko). Po drugie, polityka oparta na *forward guidance* wymaga dużej wewnętrznej spójności poglądów w banku centralnym (z czym, jak pisaliśmy wyżej, jest pewien problem w polskich warunkach), a poza tym dużej wiarygodności organu prowadzącego politykę pieniężną w oczach rynku (z tym niestety problem jest jeszcze większy, na co zresztą RPP zapracowała swoimi poprzednimi decyzjami). Jeśli Rada podziela opinię prezesa, że przydatność *forward guidance* w polskich warunkach jest niewielka, to być może nie zdecyduje się jednak na przedłużenie okresu deklarowanej stabilności stóp na niskim poziomie. Wprawdzie na początku konferencji po ostatnim posiedzeniu RPP Marek Belka przyznał, że Rada będzie musiała zająć się tą kwestią w listopadzie lub grudniu, ale wynik tej dyskusji naszym zdaniem nie jest przesądzony.

Kolejna zmiana stóp będzie podwyżką

Podtrzymujemy opinię, że poprawiające się perspektywy wzrostu PKB i stopniowy wzrost inflacji skłonią RPP do podniesienia stóp procentowych w połowie przyszłego roku. W efekcie, oś na naszym wykresie restrykcyjności polityki pieniężnej skierowana jest „w górę”.

Pod lupą: polityka fiskalna



Niższa realizacja deficytu na koniec roku

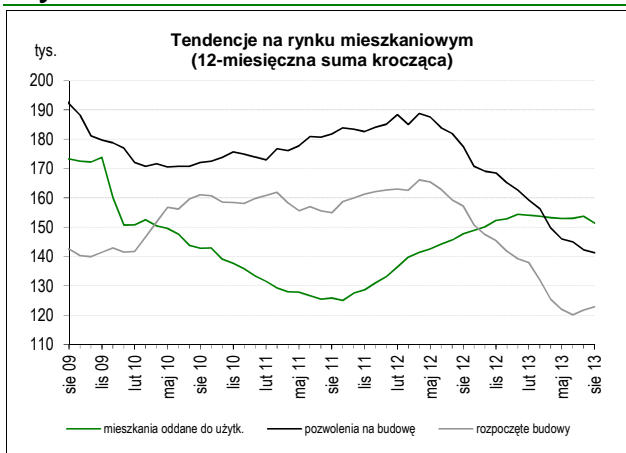
- Na koniec sierpnia deficyt budżetowy wyniósł ok. 26,8 mld zł, co stanowiło prawie 52% tegorocznego planu po nowelizacji. Dochody stanowiły 65,6% planu, a wydatki 63,5%. Po stronie dochodowej odnotowano spadek wpływów z VAT (o 5,9% r/r) i akcyzy (o 1,3% r/r), podczas gdy dochody z PIT i CIT wzrosły (odpowiednio o 1,5% r/r i 2,1% r/r).
- Ministerstwo Finansów szacuje, że po wrześniu deficyt budżetu nieco przewyższał 29 mld zł. Realizacja dochodów, w tym wpływów z VAT, przebiegała zgodnie z planem. Napływające dane z gospodarki realnej potwierdzają nasz scenariusz, że niedobór w dochodach podatkowych może okazać się mniejszy, co będzie skutkowało niższą realizacją deficytu na koniec roku.
- Finansowanie potrzeb pożyczkowych brutto w tym roku (166,8 mld zł po nowelizacji) będzie pochodziło nie tylko z emisji SPW, ale również ze „zwiększonej skali sprzedaży środków walutowych”.

	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	11.10	zmiana od 9.09.13	zmiana od 31.12.12	11.10	zmiana od 9.09.13	zmiana od 31.12.12
Polska	257	-16	16	88	-6	8
Czechy	63	-5	9	60	-4	-3
Węgry	384	-95	-107	273	-51	4
Grecja	714	-154	-338	0	0	0
Hiszpania	246	-12	-154	219	-19	-69
Irlandia	187	-20	-132	139	-10	-77
Portugalia	439	-70	-129	450	-54	13
Włochy	244	-12	-78	247	-3	-27
Niemcy	-	-	-	25	-4	-14

Fed wstrzymuje się z działaniami, ale na jak długo...

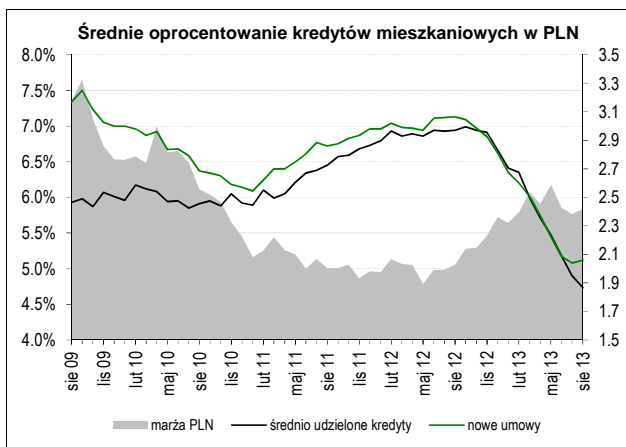
- FOMC zaskoczył rynki decyzją przesuwającą w czasie moment rozpoczęcia ograniczania QE3. Rentowności niemieckich i amerykańskich obligacji oddaliły się od swoich maksimum. Na wartości zyskał również dług krajów peryferyjnych. Kryzys polityczny we Włoszech przejściowo ograniczył zyski na tamtejszym rynku.
- Kryzys fiskalny w USA (nieuchwalenie budżetu na 2014 r., ryzyko niewypłacalności) dał kolejny impuls do wzmocnienia obligacji na rynkach bazowych. Pod presją znalazł się dług peryferii, co skutkowało rozszerzeniem spreadów wobec Bundów.
- Przedłużający się pat polityczny za oceanem wspiera rynki bazowe, podczas gdy kraje peryferyjne strefy euro pozostają pod presją. Rozpoczęcie ograniczania QE jest tylko kwestią czasu, dlatego też w średnim terminie oczekujemy powrotu do trendu wzrostowego rentowności.

Rynek nieruchomości



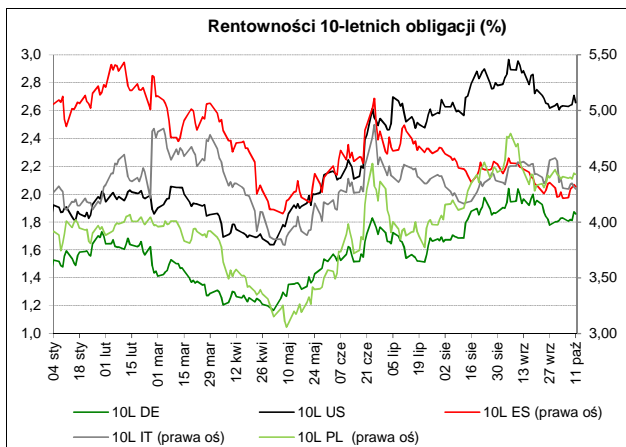
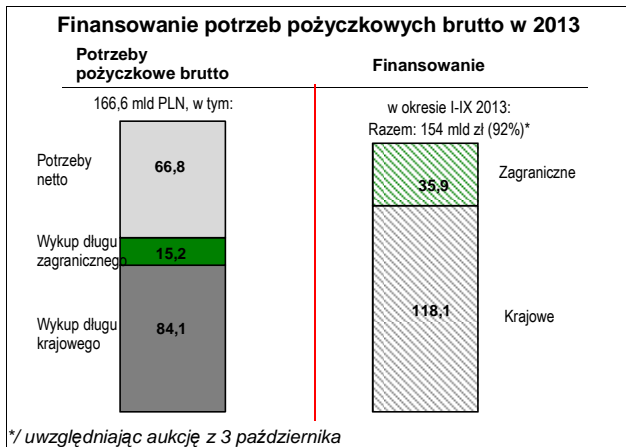
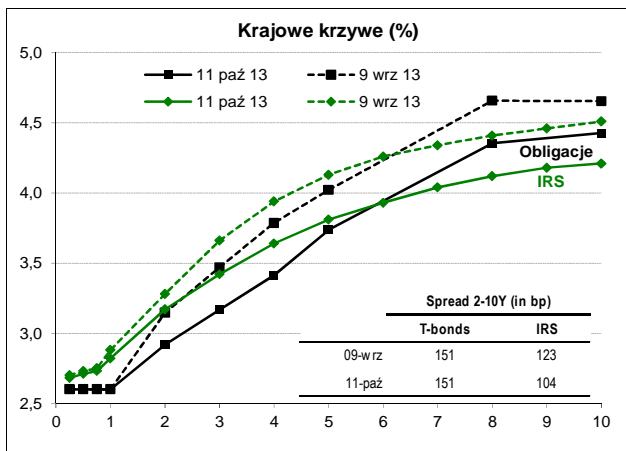
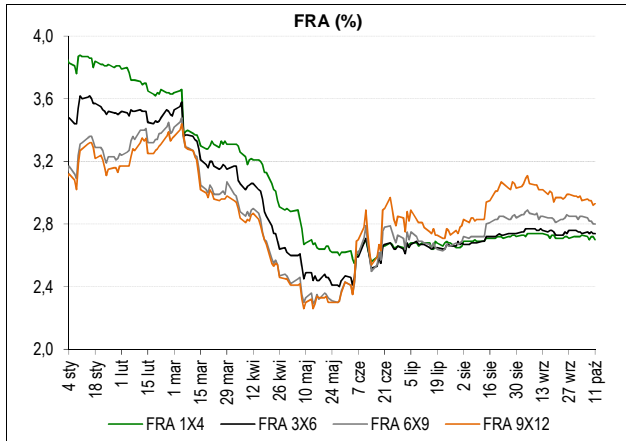
Stabilizacja na rynku nieruchomości

- Ostatnie kwartały przyniosły pewną stabilizację na rynku nieruchomości. Deweloperzy znacząco zredukowali swoje plany inwestycyjne – w okresie styczeń-sierpień liczba pozwoleń na budowę mieszkań spadła o 20,6% r/r, a liczba rozpoczętych budów o 18,2% r/r. Dodatkowo wstrzymywano lub zrezygnowano z już rozpoczętych inwestycji. Natomiast spadek cen mieszkań uaktywnił popyt, głównie tak zwanych inwestorów „gotówkowych”, którzy w niewielkim stopniu finansują zakup mieszkań kredytem. W związku z tym zaobserwowano wzrost liczby transakcji, a w największych miastach Polski sprzedano więcej mieszkań niż wprowadzono ich na rynek, co przełożyło się na spadek wielkości oferty, zlikwidowanie nadpodaży mieszkań i zatrzymanie spadkowego trendu cen. Niemniej, umiarkowany wzrost płac przyczynił się do dalszego wzrostu indeksu dostępności mieszkań.
- Na rynku kredytowym nastąpił mocny spadek oprocentowania w związku z obniżką stóp NBP. Od końca 2012 r. do sierpnia 2013 r. oprocentowanie nowych umów złotych spadło o ok. 150 pb, a marże były względnie stabilne. Nie miało to jak na razie mocnego przełożenia na wzrost popytu na kredyt. Wg raportu AMRON-SARFiN w II kw. udzielono nowych kredytów o wartości 9,2 mld zł, czyli o 9% mniej niż rok wcześniej. Jednak sytuacja poprawiła się w stosunku do I kwartału (wzrost o 14%). Kredyty walutowe prawie całkiem wypadły z rynku – w II kw. ich udział w nowych kredytach wyniósł zaledwie 1%.
- Uważamy, że spadek stóp procentowych, wraz z dalszą poprawą sytuacji na rynku pracy powinien stymulować popyt na kredyt mieszkaniowy. Pewnym ograniczeniem może być polityka kredytowa banków (np. nowe regulacje dotyczące LtV), niemniej wydaje nam się, że rynek nieruchomości będzie zbliżał się do stanu równowagi w nadchodzących kwartałach, a w 2014 r. możliwe jest pewne ożywienie.



Źródło: GUS, NBP, Reuters, Ministerstwo Finansów, BZ WBK, REAS, AMRON-SARFiN

Rynek stopy procentowej



Źródło: Reuters, MF, BZ WBK

Oczekiwania rynkowe co do zmian stóp nie zmieniły się

- Wrzesień przyniósł nieznaczny spadek stawek WIBOR wzdłuż krzywej (o 2-3 pb). Spadki nastąpiły po ogłoszeniu przez FOMC utrzymania programu QE3 na niezmiennym poziomie. Wsparciem dla rynku były również wypowiedzi członków RPP, wskazujące, że stopy mogą pozostać na niezmiennym poziomie nawet do połowy 2014 r. Październikowa decyzja i komentarz RPP nie zmieniły ogólnego postrzegania perspektyw stóp procentowych. Niemniej stawki do 3 miesięcy wzrosły o 1 pb.
- Rynek FRA pozostaje bardziej wrażliwy na napływające informacje (krajowe i zagraniczne), które mogą zmienić optykę rynku co do przyszłej ścieżki stóp. Nieoczekiwana wrześniowa decyzja Fed, wspierana łagodną retoryką EBC i RPP, dała impuls do spadku stawek FRA. Niemniej, oczekiwania rynkowe co do przyszłych działań krajowej Rady nie uległy większym zmianom. Rynek dyskontuje, że kolejnym ruchem będzie podwyżka stóp i może ona nastąpić w perspektywie 9 miesięcy, co mniej więcej jest zgodne z naszymi oczekiwaniami.

- Oczekujemy, że najbliższe tygodnie przyniosą stabilizację stawek WIBOR blisko bieżących poziomów. Jednak w perspektywie do końca roku oczekujemy nieznacznego wzrostu stawek na rynku pieniężnym. Będzie to efekt utrzymującego się wzrostu inflacji, ale również coraz silniejszych sygnałów ożywienia gospodarczego.

Odreagowanie po zaskakującej decyzji Fed

- We wrześniu krajowy rynek długu był pod wpływem zarówno krajowych, jak i zewnętrznych czynników. Ogłoszone przez rząd zmiany w systemie OFE, w połączeniu z obawami, że Fed rozpocznie ograniczanie QE3 dały silny impuls do wyprzedaży obligacji i IRS. Jednak nieoczekiwana decyzja FOMC, przesuująca w czasie „QEexit” wsparła rynki, umożliwiając odrobienie wcześniejszych strat. Euforia na rynku była krótkotrwała. Do kolejnej fali wyprzedaży doszło na koniec września w wyniku obaw o rozwój sytuacji fiskalnej w USA oraz polityczny kryzys we Włoszech. Pozytywne rozstrzygnięcia we Włoszech dały nieco oddechu rynkowi. Jednak pat polityczny w USA (brak konsensusu w sprawie budżetu, rosnące ryzyko niewypłacalności) zwiększa zmienność na rynku.

- Wrzesień przyniósł większe umocnienie stawek IRS niż obligacji. To skutkowało zawężeniem asset swap spreadu głównie w sektorach 5 i 10 lat. Krzywe pozostały jednak strome (spread 2-10L dla obligacji oscyluje wokół 140 pb, a dla IRS nieco powyżej 105 pb), co wynika z jednej strony z odległych perspektyw zmian stóp, a z drugiej strony niepewności co do dalszego rozwoju sytuacji w USA. Co więcej, w sektorze 10 lat nastąpiło rozszerzenie spreadu wobec niemieckiej obligacji (wzrost powyżej 260 pb).

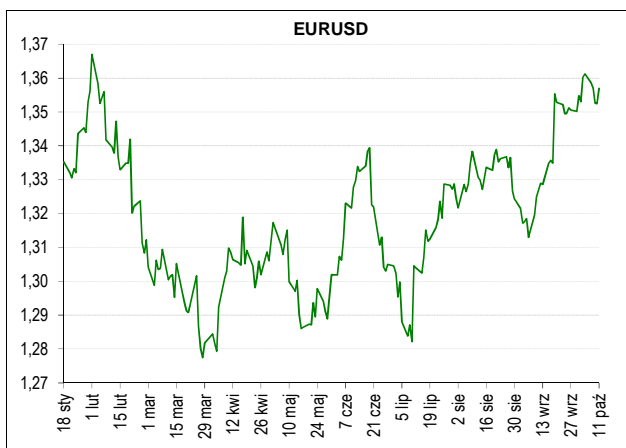
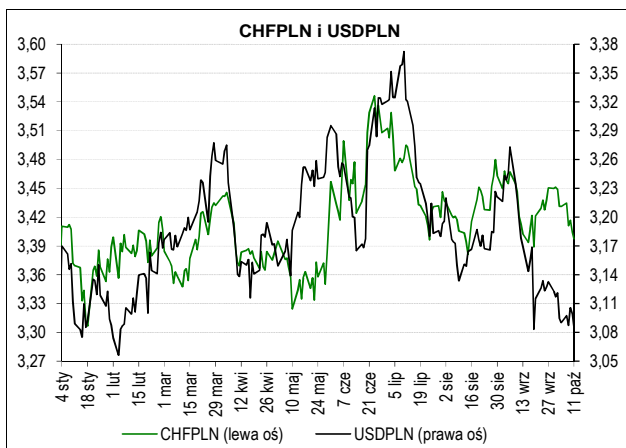
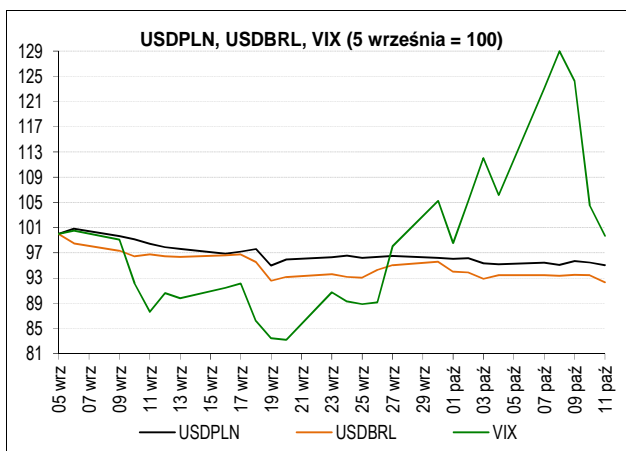
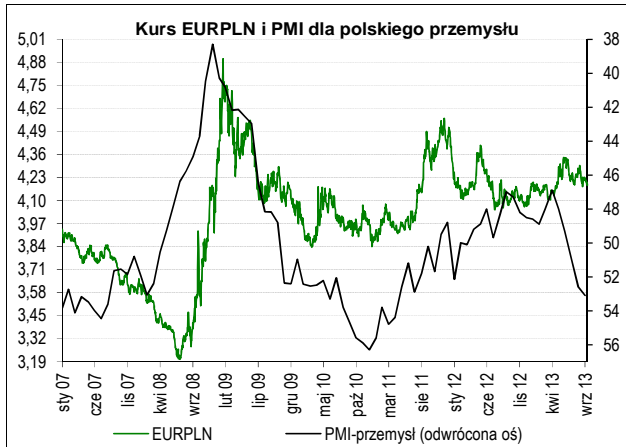
- Zgodnie z planem emisji, w IV kw. odbędą się trzy aukcje regularne oraz dwie aukcje zamiany (warunkowe). Na pierwszej aukcji w tym miesiącu resort finansów uplasował obligacje OK0116 o wartości 3 mld zł. Na drugiej aukcji zostaną zaoferowane obligacje za 6-12 mld zł. Popyt na aukcji będzie wspierał napływ na rynek środków z wykupu obligacji DS1013 i płatności odsetkowych, w sumie w wysokości ok. 30 mld zł.

Środek i długi koniec pod presją czynników globalnych

- Gołębie sygnały z RPP (stopy mogą pozostać stabilne przez dłuższy okres niż do końca roku) wpływają stabilizująco na krótki koniec krzywych. Dane z gospodarki realnej oraz inflacyjne za wrzesień nie powinny zmienić tego obrazu. W związku z tym w najbliższych tygodniach rentowności obligacji i stawki IRS powinny oscylować wokół bieżących poziomów.

- Środek i długi koniec krzywych pozostaną bardziej wrażliwe na czynniki zewnętrzne, podczas gdy dane krajowe będą w ich cieniu. O ile najbliższe tygodnie powinny przynieść trend boczny w notowaniach rentowności obligacji i IRS, to w perspektywie do końca roku oczekujemy wzrostu rentowności, w ślad za tendencją wyznaczoną na rynkach bazowych.

Rynek walutowy



Umocnienie złotego dzięki Syrii i FOMC

▪ Miesiąc temu wskazywaliśmy, że kwestia Syrii i decyzja FOMC nt. tempa ograniczania QE3 będą kluczowe dla złotego, i tak też się stało. Krajowa waluta zaczęła wyraźnie zyskiwać, kiedy wzrosły szanse na uniknięcie ataku zbrojnego USA na Syrię – EURPLN spadł w do ok. 4,20 wskutek poprawy nastroju na świecie. Impulsem do aprecjacji złotego w połowie września była natomiast zaskakująca decyzja FOMC o utrzymaniu skali QE3 bez zmian. Złoty umocnił się chwilowo do prawie 4,14 za euro i 3,06 za dolara. Podobnie jak na globalnym rynku, także i w przypadku krajowej waluty szybko nastąpiła jednak wyraźna korekta tego umocnienia.

▪ Pierwsze dni października przyniosły nasilenie istotnych czynników ryzyka. Po wrześniowych wyborach parlamentarnych w Niemczech wciąż nie utworzono nowego rządu, w USA doszło do częściowego paraliżu administracji i nie ma porozumienia ws. podniesienia limitu zadłużenia, a we Włoszech przyszłość premiera i jego gabinetu wydawała się poważnie zagrożona. Tymczasem, złoty pozostawał stabilny do euro oraz dolara, a nawet lekko się umacniał.

EURPLN stabilny mimo istotnych czynników ryzyka

▪ Wg rankingu Bloomberg, biorąc pod uwagę okres od początku września (USDPLN na poziomie ok. 3,29 osiągniętym w reakcji na rządowe plany zmian w OFE) do drugiego tygodnia października, złoty był piątą najsilniejszą walutą świata w stosunku do dolara (zyskał 6,0%, pozostając w tyle za indyjską rupią, od której notowań w dużym stopniu uzależnione są rupia nepalska oraz bhutański ngultrum i za brazylijskim realem). Radził on sobie również najlepiej z regionu w relacji do euro (umocnienie o 2,7%, wobec 2,3% dla forinta czy 0,9% dla czeskiej korony). W tym samym czasie, nastroje na globalnym rynku były bardzo zmienne – co pokazują notowania indeksu VIX.

▪ Niekorzystny wpływ paraliżu administracji USA na amerykańską gospodarkę wspiera nadzieje inwestorów, że w tej sytuacji Fed nie będzie się spieszył z ograniczeniem skali QE3 (tym bardziej, że zamknięte są biura odpowiedzialne za publikację ważnych danych, co utrudnia ocenę stanu gospodarki). Jest to czynnik sprzyjający walutom z rynków rozwijających się. Poza tym, warto zwrócić uwagę na kolejną bardzo pozytywną niespodziankę ze strony krajowego indeksu PMI (we wrześniu najwyższy poziom od kwietnia 2011). Wskazywaliśmy od kilku miesięcy, że złoty jest walutą cykliczną (co widać na wykresie) i solidne dane z kraju również mogą stać za dobrą kondycją złotego. Kolejnym czynnikiem wspierającym walutę może być aktywność Ministerstwa Finansów – w nowelizacji budżetu założono pozyskanie 8,4 mld zł na finansowanie wyższego deficytu ze „zwiększonej skali sprzedaży środków walutowych”.

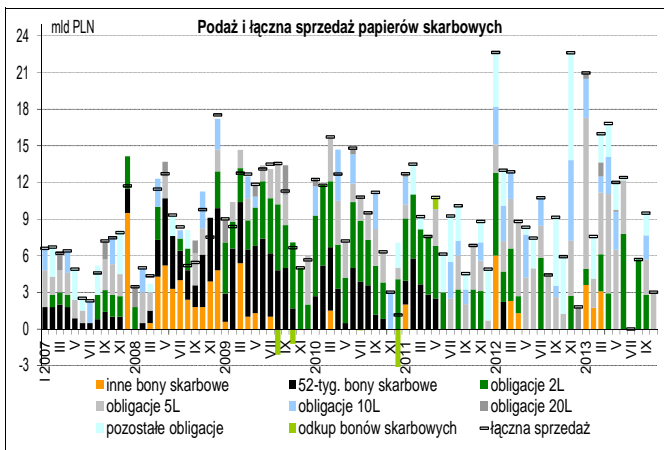
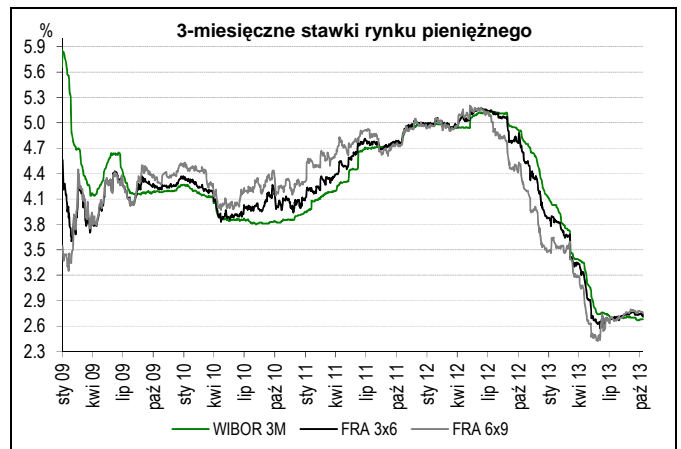
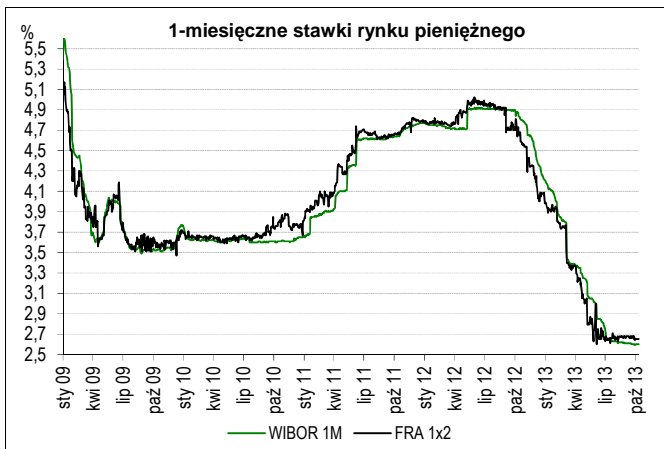
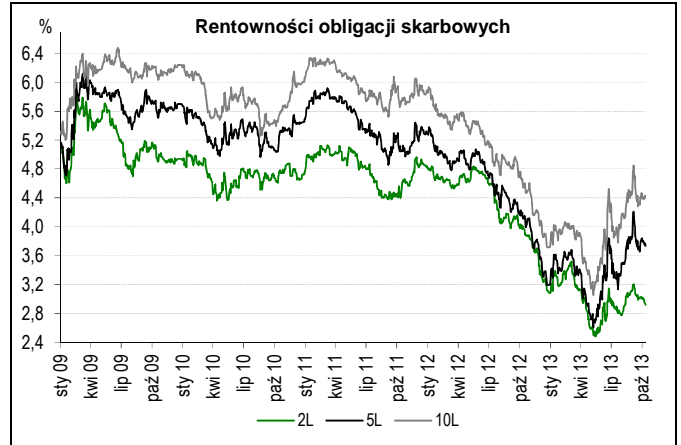
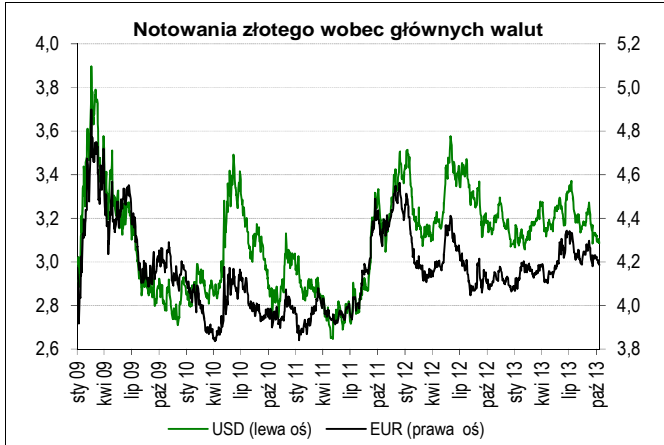
▪ Spodziewaliśmy się spadku EURPLN poniżej 4,20 dopiero w listopadzie-grudniu, ale z drugiej strony oczekiwaliśmy też nieco innego scenariusza dot. polityki Fed i nieco wolniejszej poprawy sytuacji w krajowej gospodarce (mierzonej choćby indeksem PMI). EURPLN może więc coraz częściej przebywać poniżej 4,20. Naszym zdaniem średni EURPLN może w październiku być bliski tej wartości. Widzimy jednocześnie ryzyko korekty, jeśli coraz bliżej momentu przekroczenia limitu zadłużenia przez USA nadal nie będzie porozumienia wśród amerykańskich polityków.

Przezeń do niewielkiej deprecjacji do dolara

▪ Dobre dane ze strefy euro, zaskakująca decyzja FOMC i dość gołębi wydźwięk październikowego posiedzenia EBC pchnęły EURUSD do ok. 1,365, najwyższej od lutego br. Spodziewamy się jednak, że październik kurs zakończy blisko 1,35. Oznacza to, że średni USDPLN może wynieść w październiku ok. 3,11. Warto jednocześnie pamiętać o ważnych czynnikach ryzyka związanych z rynkiem amerykańskim (rozmowy nad budżetem, październikowa decyzja FOMC), które mogą potencjalnie wywołać dość znaczne wahania.

Źródło: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Monitor rynku



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

Data przetargu	OFERTA	POPYT / SPRZEDAŻ
09.01.2012	49-tyg.: 1000-2000	5402/2223
30.01.2012	30-tyg.: 1000-2000	3249/1997
30.01.2012	51-tyg.: 1000-2000	4225/1592
27.02.2012	52-tyg.: 1000-2000	6711/2190
26.03.2012	52-tyg.: 1000-3000	5402/2223
23.04.2012	31-tyg.	3117/1332
07.01.2013	20-tyg.: 2000-3000	10967/3602
04.02.2013	20-tyg.: 1000-2000	7728/1747
04.03.2013	25-tyg.: 2000-3000	7324/3084

* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

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

miesiąc	I przetarg				II przetarg				Przetarg zamiany		
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzed	data	Obligacje	sprzedaż
grudzień'12									6.12	OK0113/PS0413	WS
styczeń'13	3.01	DS1023/WS0429	3000-5000	3664,3	23.01	OK0715/PS0418	6000-9000	13693,8			
luty	7.02	PS0418/WZ0117	4000-6000	5806,5	13.02	OK0715/WZ0124	3000-5000	4584,7			
marzec	20.03	OK/PS/WZ	2000-6000	8080,6					7.03	PS0413/OK0713/DS1013	DS/WS/WZ
kwiecień	11.04	DS1023/WZ0124	3000-5000	5029,1	23.04	OK/WZ/PS	5000-10000	11788,6			
maj	9.05	PS0718	3500-5500	6498,0	16.05	DS/WZ/WS	2000-6000	5505,4			
czerwiec	6.06	PS0718/WZ0119	3000-5000	4606,5					19.06	OK0713/DS1013	
lipiec											
sierpień	7.08	OK0116	3000-5000	5695,0							
wrzesień	5.09	OK0112/PS0718	5000-7000	5706,8					25.09	DS1013/OK0114	WZ0119/DS1023
październik	3.10	PS0718	2500-4500	3008,0	22.10	OK/DS/WS/WZ/IZ	6000-12000		16.10	EUR20140203**	
listopad	7.11	Oferta zależna od sytuacji rynkowej							20.11	OK0114/PS0414	
grudzień									5.12	OK0114/PS0414	

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja odkupu

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
7 października EZ: Indeks Sentix (X)	8 DE: Eksport (VIII) DE: Zamówienia przemysłowe (VIII)	9 DE: Produkcja przemysłowa (VIII) US: Minutes Fed	10 GB: Decyzja BoE	11 PL: Bilans płatniczy (VIII) HU: CPI (IX) US: Sprzedaż detaliczna (IX) US: Wstępny Michigan (X)
14 PL: Podaż pieniądza (IX) EZ: Produkcja przemysłowa (VIII)	15 PL: CPI (IX) DE: Indeks ZEW (X)	16 PL: Płace i zatrudnienie (IX) PL: Inflacja bazowa (IX) EZ: HICP (IX) US: Bazowy CPI (IX) US: Beżowa Księga Fed	17 PL: Produkcja przemysłowa (IX) PL: PPI (IX) PL: Minutes RPP US: Rozpoczęte budowy domów (IX) US: Pozwolenia na budowę domów (IX) US: Produkcja przemysłowa (IX) US: Indeks Philly Fed (X)	18
21 US: Sprzedaż domów (IX)	22 PL: Sprzedaż detaliczna i stopa bezrobocia (IX)	23 EZ: Nastroj konsumentów (X)	24 CN: Wstępny PMI – przemysł (X) DE: Wstępny PMI – przemysł (X) EZ: Wstępny PMI – przemysł (X) US: Sprzedaż nowych domów (IX)	25 DE: Indeks Ifo (X) US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (IX) US: Indeks Michigan (X)
28 US: Niezakończona sprzedaż domów (IX)	29 HU: Decyzja banku centralnego US: S&P/Case-Shiller (VIII) US: Indeks nastrojów konsumentów (X)	30 US: Raport ADP (X) US: Pienwszy szacunek PKB (III kw.) US: Decyzja Fed	31 PL: Oczekiwania inflacyjne (X) EZ: Wstępny HICP (X) US: Dochody osobiste (IX) US: Wydatki konsumentów (IX) US: Bazowy PCE (IX)	1 listopada PL: Dzień wolny CN: PMI – przemysł (X) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (X) US: Stopa bezrobocia (X) US: ISM – przemysł (X)
4 PL: PMI – przemysł (X) DE: PMI – przemysł (X) EZ: PMI – przemysł (X) US: Zamówienia przemysłowe (IX)	5 US: ISM-usługi (X)	6 PL: Decyzja RPP CZ: Produkcja przemysłowa (IX) DE: PMI – usługi (X) DE: Zamówienia przemysłowe (IX) EZ: PMI – usługi (X) EZ: Sprzedaż detaliczna (IX)	7 DE: Produkcja przemysłowa (IX) CZ: Decyzja banku centralnego EZ: Decyzja EBC	8 PL: Wstępny PKB (III kw.) DE: Eksport (IX) US: Wstępny Michigan (XI)
11 PL: Święto Niepodległości CZ: CPI (X)	12 HU: CPI (X) PL: Bilans płatniczy (IX)	13 EZ: Produkcja przemysłowa (IX)	14 PL: CPI (X) PL: Podaż pieniądza (X) DE: Wstępny PKB (III kw.) HU: Wstępny PKB (III kw.) CZ: Wstępny PKB (III kw.) US: Sprzedaż detaliczna (X)	15 PL: Inflacja bazowa (X) EZ: Wstępny PKB (III kw.) EZ: HICP (X) US: Bazowy CPI (X) US: Produkcja przemysłowa (X)

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

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2013 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie EBC	10	7	7	4	2	6	4	1	5	2	7	5
Posiedzenie RPP	8-9	5-6	5-6	9-10	7-8	4-5	2-3	20	3-4	1-2	5-6	3-4
Minutes RPP	24	21	21	25	23	20	-	22	19	17	21	19
PKB*	-	-	1	-	29	-	-	30	-	-	29	-
Inflacja CPI	15	15 ^a	14 ^b	15	15	13	15	14	13	15	14	13
Inflacja bazowa	16	-	15	16	16	14	16	16	16	16	15	16
Ceny producenta	18	19	19	18	21	19	17	20	18	17	21	18
Produkcja przemysłowa	18	19	19	18	21	19	17	20	18	17	21	18
Sprzedaż detaliczna	24	25	22	23	24	25	23	26	24	22	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	18	18	18	17	20	18	16	19	17	16	19	17
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	2	-	28	-	-	28	-	-	30	-	-	-
Bilans płatniczy	18	12	14	15	15	17	12	12	11	11	12	13
Podaż pieniądza	14	14	14	12	14	14	12	14	13	14	14	13
Wskaźniki koniunktury	22	21	22	22	22	21	22	23	20	22	22	20

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

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		wrz 12	paź 12	lis 12	gru 12	sty 13	lut 13	mar 13	kwi 13	maj 13	cze 13	lip 13	sie 13	wrz 13	paź 13
PMI	pkt.	47,0	47,3	48,2	48,5	48,6	48,9	48,0	46,9	48,0	49,3	51,1	52,6	53,1	53,2
Produkcja przemysłowa	% r/r	-4,8	4,7	-0,5	-9,6	0,4	-2,1	-2,9	2,8	-1,8	2,8	6,3	2,2	7,9	10,0
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-17,9	-3,6	-5,4	-24,9	-16,1	-11,4	-18,5	-23,1	-27,5	-18,3	-5,2	-11,1	-3,4	-5,5
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	3,1	3,3	2,4	-2,5	3,1	-0,8	0,1	-0,2	0,5	1,8	4,3	3,4	4,6	3,3
Stopa bezrobocia	%	12,4	12,5	12,9	13,4	14,2	14,4	14,3	14,0	13,5	13,2	13,1	13,0	13,0	13,1
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	1,6	2,8	2,7	2,4	0,4	4,0	1,6	3,0	2,3	1,4	3,5	2,0	3,2	3,1
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	-0,3
Eksport (w euro)	% r/r	1,9	19,1	11,2	-1,1	6,4	4,3	-1,2	11,1	0,4	5,1	5,6	2,1	10,0	1,7
Import (w euro)	% r/r	-0,5	9,9	6,6	-0,9	1,1	-6,2	-1,3	1,7	-6,0	-2,2	1,1	-0,7	5,6	-0,2
Bilans handlowy	mln EUR	37	361	-259	-1 156	-64	426	-502	621	2	569	175	264	604	635
Rachunek bieżący	mln EUR	-1 185	-342	-1 315	-1 705	-1 375	-668	-272	436	-204	133	-497	-719	-550	-506
Rachunek bieżący	% PKB	-4,4	-3,9	-3,8	-3,7	-3,5	-3,4	-3,2	-3,0	-2,9	-2,4	-2,0	-2,1	-1,9	-1,9
Saldo budżetu (narastająco)	mln PLN	-21,1	-34,1	-30,4	-30,4	-8,4	-21,7	-24,4	-31,7	-30,9	-26,0	-25,9	-26,8	-29,1	-40,1
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	60,4	97,5	86,9	86,9	16,4	42,0	47,3	61,6	60,0	50,4	50,3	51,9	56,5	77,9
Inflacja (CPI)	% r/r	3,8	3,4	2,8	2,4	1,7	1,3	1,0	0,8	0,5	0,2	1,1	1,1	1,2	1,2
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	1,9	1,9	1,7	1,4	1,4	1,1	1,0	1,1	1,0	0,9	1,4	1,4	1,6	1,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	1,8	1,0	-0,1	-1,1	-1,2	-0,3	-0,7	-2,1	-2,5	-1,3	-0,8	-1,1	-1,6	-1,3
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	7,6	8,0	5,7	4,5	4,4	5,5	6,6	7,4	6,5	7,0	6,6	6,2	6,6	5,9
Zobowiązania	% r/r	7,9	8,1	5,8	4,7	5,0	5,2	6,6	7,1	6,0	6,5	5,6	5,8	5,7	5,2
Należności	% r/r	5,4	5,4	2,3	2,3	3,6	3,7	3,5	2,3	1,4	3,5	3,7	3,4	3,1	3,0
EUR/PLN	PLN	4,14	4,11	4,13	4,10	4,14	4,17	4,16	4,14	4,18	4,28	4,28	4,23	4,24	4,20
USD/PLN	PLN	3,22	3,17	3,22	3,12	3,11	3,12	3,21	3,18	3,22	3,25	3,27	3,18	3,17	3,11
CHF/PLN	PLN	3,42	3,40	3,43	3,39	3,37	3,39	3,39	3,39	3,36	3,47	3,46	3,43	3,43	3,43
Stopa referencyjna ^b	%	4,75	4,75	4,50	4,25	4,00	3,75	3,25	3,25	3,00	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50
WIBOR 3M	%	4,95	4,82	4,62	4,26	4,03	3,80	3,48	3,29	2,86	2,74	2,70	2,70	2,69	2,70
Rentowność obligacji 2L	%	4,09	3,94	3,66	3,23	3,25	3,36	3,26	2,89	2,55	2,86	2,87	2,98	3,07	3,00
Rentowność obligacji 5L	%	4,28	4,12	3,78	3,35	3,46	3,56	3,46	3,03	2,80	3,43	3,36	3,67	3,86	3,77
Rentowność obligacji 10L	%	4,85	4,59	4,21	3,87	3,91	4,00	3,93	3,50	3,28	3,95	3,97	4,31	4,50	4,42

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

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2011	2012	2013	2014	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
PKB	mld PLN	1 523,2	1 595,3	1 630,4	1 701,2	377,8	395,5	403,1	454,0	393,2	413,7	420,7	473,6
PKB	% r/r	4,5	1,9	1,2	2,7	0,5	0,8	1,3	2,0	2,3	2,7	2,8	2,8
Popyt krajowy	% r/r	3,6	-0,2	-0,9	1,8	-0,9	-1,9	-0,5	-0,5	0,6	1,5	2,2	2,9
Spożycie indywidualne	% r/r	2,6	0,8	0,6	1,8	0,0	0,2	0,9	1,2	1,5	1,7	2,0	2,2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	8,5	-0,8	-2,0	2,8	-2,0	-3,8	-2,0	-1,0	-2,0	1,0	4,0	5,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	7,7	1,0	3,3	5,2	-2,0	1,2	5,5	8,1	7,4	6,6	4,1	3,1
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	12,3	-1,0	-11,1	9,7	-15,6	-22,9	-6,6	-3,0	4,8	14,5	10,9	7,8
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	11,2	6,0	2,4	3,9	0,9	0,8	4,3	3,5	3,8	4,9	1,9	5,2
Stopa bezrobocia ^b	%	12,5	13,4	13,7	13,2	14,3	13,2	13,0	13,7	14,2	13,8	13,2	13,2
Place brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	5,2	3,7	3,0	4,3	2,6	3,3	2,9	3,0	3,5	4,2	4,8	4,7
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,6	0,0	-0,6	0,4	-0,7	-1,1	-0,4	-0,1	0,3	0,5	0,5	0,5
Eksport (w euro)	% r/r	12,1	5,9	6,2	11,0	3,2	5,5	6,0	10,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Import (w euro)	% r/r	12,2	2,3	0,5	8,9	-2,0	-2,2	2,0	4,0	7,0	8,0	9,5	11,0
Bilans handlowy	mln EUR	-10 059	-5 175	3 321	6 879	-139	1 194	1 043	1 223	1 345	2 439	1 736	1 358
Rachunek bieżący	mln EUR	-18 519	-14 191	-4 700	-932	-2 313	362	-1 766	-984	-198	962	-739	-957
Rachunek bieżący	% PKB	-5,0	-3,7	-1,2	-0,2	-3,1	-2,3	-1,8	-1,2	-0,7	-0,5	-0,2	-0,2
Wynik general government	% PKB	-5,0	-3,9	-4,2	-3,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	4,3	3,7	1,1	2,0	1,3	0,5	1,1	1,4	1,9	2,2	1,9	2,1
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	4,6	2,4	1,5	2,1	1,0	0,2	1,2	1,5	2,0	2,4	2,1	2,1
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,4	2,2	1,3	2,1	1,2	1,0	1,5	1,6	2,1	2,2	1,9	2,0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	7,6	3,4	-1,3	0,3	-0,7	-2,0	-1,2	-1,5	-0,9	0,3	0,3	1,7
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	12,5	4,5	6,0	5,4	6,6	7,0	6,6	6,0	5,4	4,8	5,7	5,4
Zobowiązania ^b	% r/r	11,7	4,7	4,9	6,6	6,6	6,5	5,7	4,9	4,8	4,8	6,4	6,6
Należności ^b	% r/r	14,4	1,2	3,7	4,4	3,5	3,5	3,1	3,7	4,0	2,9	3,6	4,4
EUR/PLN	PLN	4,12	4,19	4,20	4,06	4,16	4,20	4,25	4,19	4,14	4,08	4,04	3,99
USD/PLN	PLN	2,96	3,26	3,17	2,95	3,15	3,22	3,21	3,10	3,05	2,98	2,91	2,85
CHF/PLN	PLN	3,34	3,47	3,41	3,28	3,38	3,41	3,44	3,40	3,34	3,29	3,26	3,22
Stopa referencyjna ^b	%	4,50	4,25	2,50	3,25	3,25	2,75	2,50	2,50	2,50	2,75	3,00	3,25
WIBOR 3M	%	4,54	4,91	3,04	3,09	3,77	2,96	2,70	2,72	2,78	2,97	3,18	3,42
Rentowność obligacji 2L	%	4,81	4,30	3,02	3,47	3,29	2,77	2,98	3,06	3,18	3,33	3,57	3,78
Rentowność obligacji 5L	%	5,44	4,53	3,51	4,07	3,49	3,09	3,63	3,82	3,90	4,00	4,15	4,23
Rentowność obligacji 10L	%	5,98	5,02	4,06	4,72	3,95	3,58	4,26	4,47	4,55	4,65	4,77	4,90

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 11.10.2013 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

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

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

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

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

Piotr Bielski 22 534 18 87

Agnieszka Decewicz 22 534 18 86

Marcin Luziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5

61-894 Poznań

tel. 61 856 58 14/30

fax 61 856 44 56

Warszawa

ul. Marszałkowska 142

00-061 Warszawa

tel. 22 586 83 20/38

fax 22 586 83 40

Wrocław

ul. Rynek 9/11

50-950 Wrocław

tel. 71 369 94 00

fax 71 370 26 22

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

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