

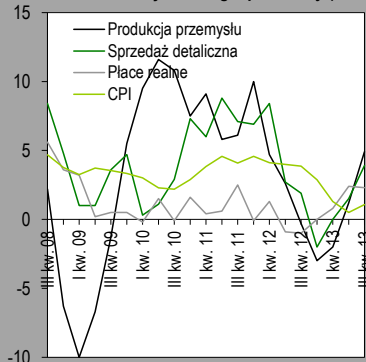
MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

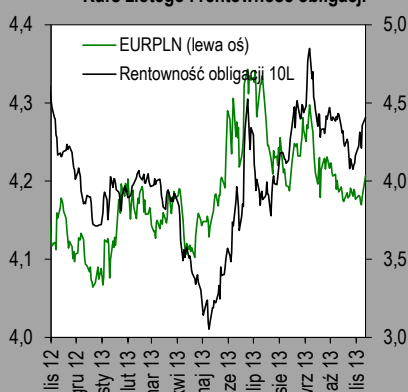
Listopad 2013

Niech żyje bal!

Wskaźniki aktywności gospodarczej (% r/r)



Kurs złotego i rentowność obligacji



W tym miesiącu:

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

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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

■ Prezes NBP Marek Belka przypomniał niedawno słynną przestrożę wieloletniego prezesa Fed Williama McChesney Martina, że dobry bank centralny to taki, który wie, w którym momencie przyjęcia wynieść wazę z ponczem. Chodzi o to, że gdy impreza jest zbyt sztywna, nastroje są kiepskie, to gościom trzeba połać. Analogicznie, gdy w gospodarce nie dzieje się zbyt dobrze, bank centralny obniża stopy procentowe. Jednakże, jak to ujął Marek Belka, gdy „atmosfera zaczyna przypominać potańcówkę w remizie, a nie cocktail u ambasadora”, należy wazę z ponczem usunąć. Obecnie wygląda na to, że światowe banki centralne uważają, że impreza powinna trwać w najlepsze – Fed wciąż zwleka (i pewnie to jeszcze potrwa) z ograniczeniem skali dodruku pieniądza, ECB z zaskoczenia obniżył stopy procentowe, bank centralny Czech przeszedł od słów do czynów i rozpoczął interwencje na rynku walutowym osłabiając koronę. I choć w Polsce od stycznia koszty balowania wzrosną w związku z podwyżką akcyzy na alkohol, w tę globalną potańcówkę (można powiedzieć, że do remizy się jeszcze nie przeniosła) wpasował się również polski bank centralny – RPP obiecała w listopadzie, że oficjalne stopy procentowe pozostaną na historycznie niskim poziomie (2,5%) „co najmniej do końca pierwszego półrocza 2014”. Wygląda więc na to, że pierwsza podwyżka nastąpić może w lipcu 2014. Podtrzymujemy prognozę trzech podwyżek po 25 pkt bazowych w drugiej połowie przyszłego roku, choć widzimy pewne ryzyko asymetryczne w dół (podwyżki opóźnione, mniejsza skala). Kluczowym będzie scenariusz inflacyjny – my widzimy wzrost inflacji do ponad 2% w przyszłym roku, podczas gdy projekcja NBP mówi o niewielkim przekroczeniu dolnego pasma wahań wokół celu (1,5%).

■ Co prawda za wcześnie, aby otwierać szampany i balować z okazji wyników osiągniętych przez polską gospodarkę, a na horyzoncie wciąż sporo znaków zapytania (co jest zresztą zapewne powodem takiej, a nie innej polityki banków centralnych). Niemniej, o ile z powodów strukturalnych (wciąż znaczące w niektórych krajach zadłużenie) pytania o koniec kryzysu są wciąż zasadne, to jednak cykliczny obraz koniunktury wygląda bardzo przyzwoicie. Publikowane ostatnio statystyki utwierdzają nas w przekonaniu, że scenariusz ożywienia w Polsce materializuje się i obejmuje coraz więcej obszarów gospodarki. Wzrost gospodarczy w III kw. prawdopodobnie osiągnął prawie 2%, a w IV kw. przekroczy ten poziom, co będzie stanowiło dobry punkt startowy, aby zbliżyć się do 3% w roku przyszłym. Ze zdziwieniem przyjmujemy niektóre komentarze (również ze strony RPP) stwierdzające, że nie widać „rzeczywistych sygnałów istotnego ożywienia”. Dla podzielających takie opinie polecamy drugą i trzecią stronę niniejszego raportu.

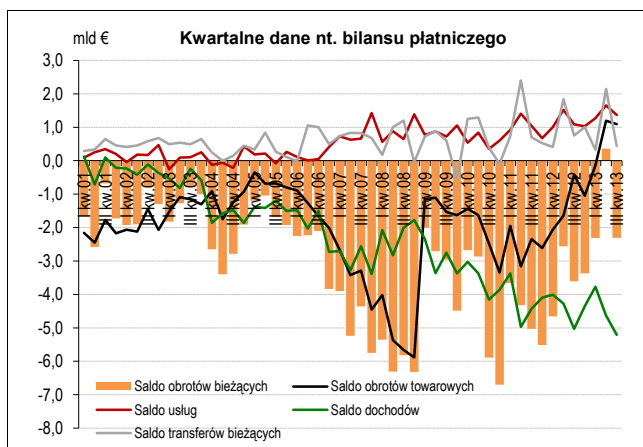
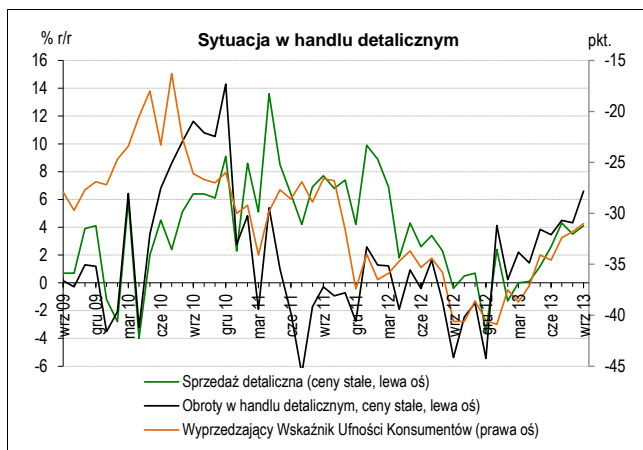
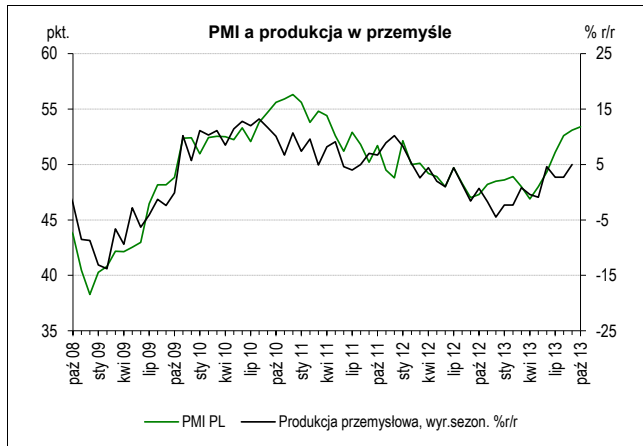
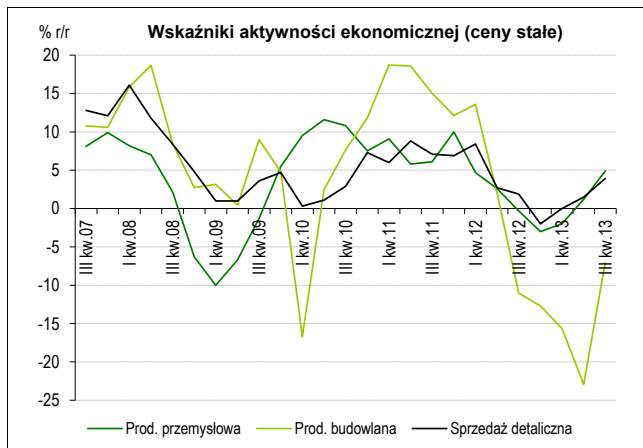
■ Czy zbliża się „koniec balu” dla polskiego ministra finansów? Nagradzany za granicą, krytykowany w kraju, a ostatnio zajęty przyszłorocznym budżetem i zmianami w OFE. Czy to dobry moment, aby odejść z rządu? Nie ustają plotki o takiej możliwości, do czego okazją miałyby być rekonstrukcja rządu planowana przez premiera Donalda Tuska na listopad. Naszym zdaniem, z punktu widzenia rynków kluczowe jest nazwisko ewentualnego zastępcy. Póki co jednak, polskie aktywa nie reagują na takie spekulacje. Jeśli chodzi o nasze prognozy rynkowe, podtrzymujemy prognozę kursu EURPLN na poziomie 4,15 na koniec roku (i dalszej aprecjacji w roku przyszłym). Rynkowe stopy procentowe będą się zapewne kształtowały niżej w porównaniu z naszymi wcześniejszymi szacunkami, jednak w przyszłym roku wciąż widzimy ich dalszy wzrost na skutek ożywienia, wzrostu inflacji i wzrostu stóp procentowych w drugiej połowie roku.

Na rynku finansowym 12 listopada 2013 r.:

Stopa depozytowa NBP	1,00	WIBOR 3M	2,66	EURPLN	4,2066
Stopa referencyjna NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	2,83	USDPLN	3,1448
Stopa lombardowa NBP	4,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	3,67	CHFPLN	3,4140

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 12.11.2013 r.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, Markit, BZ WBK

Kontynuacja pozytywnych tendencji w przemyśle

▪ Wzrost produkcji sprzedanej przemysłu przyspieszył we wrześniu do 6,2% r/r, o 4 pkt. proc. wobec sierpnia. Na roczną dynamikę produkcji we wrześniu miał wpływ odwrotny niż w sierpniu efekt liczby dni roboczych (tym razem był 1 dzień więcej niż przed rokiem, w sierpniu o 1 mniej). W efekcie, odczyt wrześniowy był nieco sztucznie zawyżony, a sierpniowy zaniżony przez ten czynnik. Niemniej, oszacowany przez GUS odsezonowany wzrost produkcji (który powinien również uwzględniać różnice w czasie pracy) przyspieszył we wrześniu do 5,0% r/r, najwyżej od 20 miesięcy. Podobnie jak w poprzednich miesiącach największą dynamikę produkcji odnotowano w branżach tradycyjnie związanych z eksportem (m.in. produkcja pojazdów, mebli, farmaceutyków, urządzeń elektrycznych), co wskazuje, że popyt zagraniczny nadal odgrywa rolę kluczowego generatora ożywienia gospodarczego.

▪ Spadek produkcji budowlano-montażowej wyhamował do -4,8% r/r. Po korekcie sezonowej spadek wyniósł -6,7% r/r, co jest najlepszym wynikiem od ponad roku.

▪ Wrześniowe dane o produkcji potwierdzają naszym zdaniem materializację scenariusza umiarkowanego ożywienia gospodarczego. W całym III kwartale wzrost produkcji przemysłowej wyniósł ok. 5% r/r, a budowlano-montażowej ok. -7% r/r, co jest wyraźną poprawą w porównaniu z wynikami poprzednich kwartałów (w II kw. odpowiednio 1,2% r/r i -22,9% r/r).

▪ W październiku indeks aktywności w przemyśle PMI wzrósł do 53,4 pkt. Subindeksy dla produkcji, nowych zamówień i zatrudnienia utrzymują się wyraźnie powyżej neutralnej granicy 50 pkt., a subindeks dla nowych zamówień eksportowych wzrósł do najwyższej wartości w historii badania (czyli od 1998 r.). Firmy informują o rosnącym popycie krajowym i zagranicznym, pozyskiwaniu nowych klientów i wprowadzaniu nowych produktów, co ma przełożenie na zwiększoną rekrutację nowych pracowników. Tendencje obrazowane przez PMI dla polskiego przemysłu pokazują, że na początku IV kw. sytuacja gospodarcza ulegała dalszej poprawie a ożywienie zaczyna dotyczyć coraz większej liczby aspektów gospodarczych, w tym popytu krajowego.

Poprawa sytuacji w handlu detalicznym

▪ We wrześniu sprzedaż detaliczna w cenach bieżących wzrosła o 3,9% r/r (wobec 3,9% w sierpniu). W cenach stałych sprzedaż detaliczna ogółem wzrosła o 4,1% r/r (3,5% r/r w sierpniu). Z kolei obroty w handlu detalicznym przyspieszyły do 6,6% r/r z 4,3% r/r w sierpniu. W całym III kw. sprzedaż detaliczna wzrosła o 4,0% r/r, a obroty w handlu detalicznym o 5,1% r/r i jest to znaczące przyspieszenie w porównaniu do poprzedniego kwartału (odpowiednio z 0,8% i 2,9%).

▪ Dane z sektora detalicznego są mocną przesłanką, że popyt konsumpcyjny zaczął się ożywiać i zapewne niedługo popyt krajowy stanie się, obok eksportu, głównym motorem wzrostu.

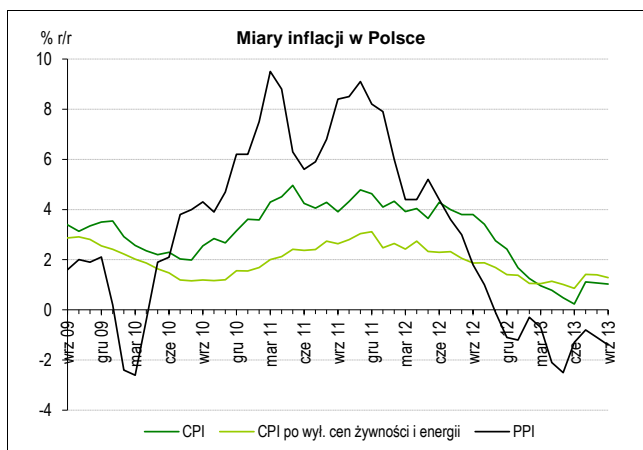
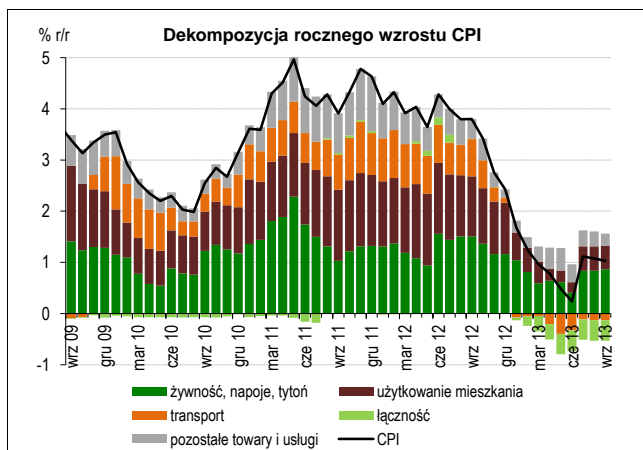
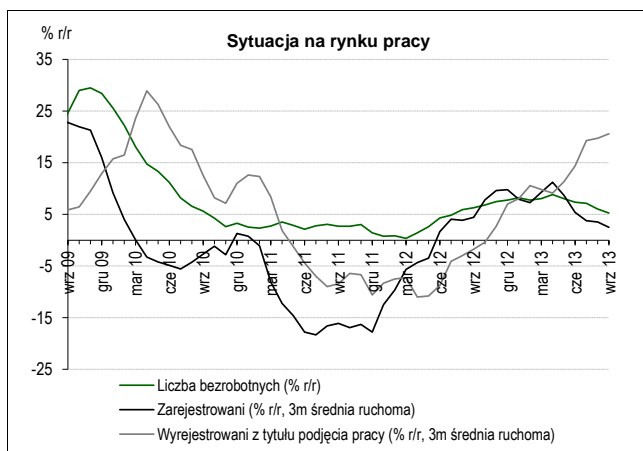
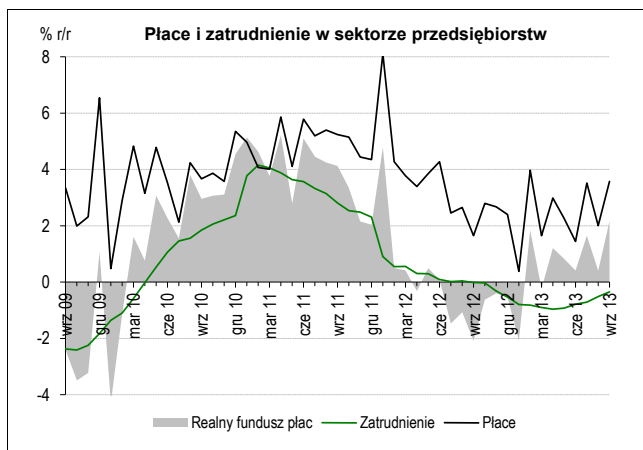
Nadwyżka w handlu zagranicznym, obroty bieżące na minusie

▪ Deficyt obrotów bieżących we wrześniu był większy od prognoz i wyniósł 1024 mln €, chociaż na rachunku obrotów towarowych zanotowano rekordową nadwyżkę (prawie 700 mln €).

▪ Wzrost eksportu zanotował wyraźne przyspieszenie w porównaniu z poprzednimi miesiącami (do 8,1% r/r), wspierane ożywieniem popytu zewnętrznego, ale również efektem dni roboczych i niskiej bazy z ub.r. Import też przyspieszył (do 3,2% r/r), choć jego dynamika jest nadal ograniczana przez wciąż przygaszony popyt krajowy.

▪ Spodziewamy się, że pomimo umiarkowanego ożywienia popytu krajowego w kolejnych kwartałach, przewaga eksportu nad importem utrzyma się, w efekcie czego saldo w handlu towarowym (które w III kw. wyniosło +1,1 mld €, podobnie jak w II kw.), pozostanie na plusie w najbliższych kwartałach.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, BZ WBK

Poprawa na rynku pracy coraz bardziej widoczna

Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wyniosło we wrześniu 5495,1 tys. i było o ponad 1 tys. wyższe niż miesiąc wcześniej. Roczna dynamika zatrudnienia pozostała ujemna, ale tempo spadku w tym ujęciu skurczyło się do -0,3% r/r (najlepszy wynik od listopada 2012). Dane potwierdzają trwającą od kilku miesięcy aktywizację popytu na pracę – od kwietnia br. liczba etatów w sektorze firm stopniowo, ale systematycznie pnie się w górę, mimo wczesnej jeszcze fazy ożywienia gospodarczego. Najwyraźniej firmy, w obliczu przyspieszającego napływu nowych zamówień (głównie eksportowych) i rosnącego wykorzystania mocy wytwórczych (o czym informuje m.in. najnowszy raport NBP o koniunkturze), stopniowo decydują się na zwiększanie skali działalności (co zostało potwierdzone przez raport PMI).

Wzrost przeciętnych wynagrodzeń przyspieszył we wrześniu do 3,6% r/r. To dynamika znacznie wyższa niż w sierpniu (2,0% r/r), ale zbliżona do tej z lipca (3,5% r/r). Duże wahania rocznego tempa wzrostu płac w ostatnich miesiącach wynikają (podobnie jak wahania dynamiki produkcji) m.in. z różnic w liczbie dni roboczych w porównaniu z poprzednim rokiem. Ogólnie tempo wzrostu płac pozostaje umiarkowane (średnia z 4 miesięcy czerwiec-wrzesień to ok. 2,6% r/r), jednak przewyższa poziom inflacji. Oznacza to rosnący realny strumień pieniądza trafiający do gospodarstw domowych, co wspiera naszą prognozę przyspieszenia wzrostu konsumpcji prywatnej w II półroczu.

Według szacunków resortu pracy w październiku stopa bezrobocia utrzymała się na poziomie 13,0%, co jest zgodne z naszą prognozą. Co ciekawe, liczba bezrobotnych w porównaniu do września spadła (o 6,7 tys.), mimo że wzorzec sezonowy sugerowałby wzrost. Prawdopodobnie jest to skutek m.in. bardzo dobrej pogody w październiku, która sprzyjała pracom sezonowym, np. w budownictwie.

Wzrost inflacji będzie wolniejszy, ale widzimy 2% w poł. 2014

Stopa inflacji spadła we wrześniu do poziomu 1,0% r/r, z 1,1% w sierpniu. Obniżenie wskaźnika CPI wynikało głównie z wyraźnego spadku kosztów związanych z edukacją (-6,9% m/m), co z kolei było skutkiem obniżki opłat dotyczących przedszkoli o 17,7% po zmianie ustawy o systemie oświaty. Ceny żywności i napojów bezalkoholowych nie zmieniły się wobec sierpnia, natomiast średnie ceny paliw poszły w górę o 1,8% m/m.

Tempo wzrostu cen pozostaje niskie i na razie nie widać żadnych wyraźnych oznak popytowej presji inflacyjnej. Nic w tym dziwnego biorąc pod uwagę, że popyt jest we wczesnej fazie ożywienia.

Wprawdzie duża część wrześniowej niespodzianki wynikała z jednorazowego czynnika o charakterze zmiany administracyjnej (spadek kosztów przedszkoli), którego efekt ustąpi po roku, ale analogicznie było w lipcu w przypadku wzrostu CPI, do którego przyczynił się efekt ustawy śmieciowej. Niższy odczyt wrześniowej inflacji przesuwają więc nieco w dół ścieżkę inflacji prognozowaną przez nas na kolejne miesiące.

W październiku możliwy jest kolejny lekki spadek dynamiki CPI (do 0,9% r/r), m.in. za sprawą cen żywności, rosnących wg naszych szacunków wolniej niż w analogicznym okresie ub.r., oraz taniejących paliw. Inflacja bazowa pozostanie prawdopodobnie stabilna. Nasza prognoza inflacji na październik jest poniżej średniej oczekiwań rynkowych (1%).

W średnim horyzoncie nadal spodziewamy się trajektorii lekko wzrostowej i choć dynamika CPI może pozostać w przyszłym roku poniżej celu inflacyjnego, to w II półroczu będzie już prawdopodobnie powyżej ścieżki wynikającej z ostatniej projekcji NBP, podobnie jak inflacja bazowa. Wyższej inflacji sprzyjać będzie – poza efektem bardzo niskiej bazy w I półroczu – stopniowe ożywienie popytu krajowego.

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragmenty komunikatu RPP w listopadzie

Aktywność gospodarcza na świecie nadal kształtuje się na umiarkowanym poziomie. Umiarkowany wzrost aktywności gospodarczej na świecie sprzyja utrzymaniu się niskiej inflacji w wielu krajach.

W Polsce, dane dotyczące produkcji przemysłowej, produkcji budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej w III kw. wskazują na utrzymywanie się niskiego, lecz stopniowo przyspieszającego, wzrostu gospodarczego. Jednocześnie poprawiające się wyprzedzające wskaźniki koniunktury sygnalizują kontynuację stopniowego ożywienia aktywności w kolejnych kwartałach.

Kształtowanie się wskaźników inflacji, a także niski poziom oczekiwań inflacyjnych, potwierdzają utrzymywanie się niskiej presji popytowej i kosztowej w gospodarce.

W ocenie Rady, w najbliższych kwartałach prawdopodobna jest kontynuacja stopniowej poprawy koniunktury, jednak presja inflacyjna pozostanie ograniczona. Taką ocenę potwierdza listopadowa projekcja inflacji i PKB.

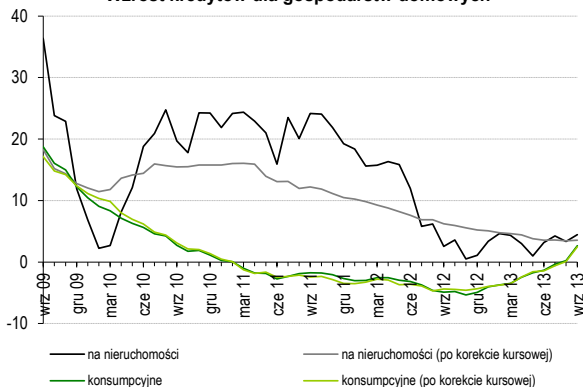
Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. W ocenie Rady, obniżenie stóp procentowych w pierwszym półroczu br. oraz utrzymanie ich na niezmiennym poziomie w drugim półroczu br. sprzyja ożywieniu gospodarki krajowej, stopniowemu powrotowi inflacji do celu oraz stabilizacji na rynkach finansowych.

Biorąc pod uwagę bieżące dane statystyczne oraz przedstawioną projekcję PKB i inflacji potwierdzającą niską presję inflacyjną i umiarkowaną skalę oczekiwanego ożywienia Rada ocenia, że stopy procentowe NBP powinny zostać utrzymane na niezmiennym poziomie co najmniej do końca pierwszego półroczia 2014 r.

Projekcje NBP kolejnych Raportach o inflacji

	Wzrost PKB			
	Lis 12	Mar 13	Lip 13	Lis 13
2013	0,5-2,5	0,6-2,0	0,5-1,7	1,0-1,5
2014	1,1-3,5	1,4-3,7	1,2-3,5	2,0-3,9
2015	x	1,9-4,4	1,6-4,2	2,1-4,5
	Inflacja CPI			
	Lis 12	Mar 13	Lip 13	Lis 13
2013	1,8-3,1	1,3-1,9	0,6-1,1	0,9-1,0
2014	0,7-2,4	0,8-2,4	0,4-2,0	1,1-2,2
2015	x	0,7-2,4	0,7-2,4	1,1-2,6

Wzrost kredytów dla gospodarstw domowych



Źródła: NBP, BZ WBK

Stopy bez zmian do połowy 2014 r.

Rada Polityki Pieniężnej utrzymała w listopadzie stopy procentowe bez zmian (stopa referencyjna pozostaje na poziomie 2,50%), co nie było zaskoczeniem. Najważniejsze, ostatnie zdanie komunikatu (szczególnie obok) oznacza, że stopy procentowe pozostaną najprawdopodobniej na historycznie niskim poziomie przez ponad pół roku. Podczas konferencji prasowej Prezes NBP Marek Belka powiedział wprost, że „trudno sobie wyobrazić, aby w ciągu pół roku nastąpiło coś takiego, co by mogło zmienić przekonanie RPP”.

Jednocześnie podkreślone zostało, że obietnica nie jest w stu procentach bezwarunkowa. Z jednej strony, Rada widzi sporo korzyści wynikających z faktu, że bank centralny nie utrzymuje rynków w stanie niepewności – ograniczona zmienność na rynku walutowym i na rynku stopy procentowej oraz plusey dla kredytobiorców wynikające ze stabilnych stóp przez dłuższy okres. Z drugiej strony z kolei, sytuacja ekonomiczna jest na tyle stabilna, a wskaźniki gospodarcze zmieniają się stopniowo, że RPP postrzega ryzyko popełnienia błędu (zapowiedzią stabilnych stóp na tak długi okres) jako niewielkie.

Wydaje się niemal przesądzone, że Rada Polityki Pieniężnej w swoim zobowiązaniu przez te ponad pół roku wytrwa, a więc pierwszej podwyżki stóp w Polsce można spodziewać się najwcześniej w lipcu 2014 roku. Wciąż spodziewamy się trzech podwyżek stóp procentowych po 25 pkt bazowych w drugiej połowie 2014 roku, choć pewnym czynnikiem ryzyka (o którym pisaliśmy w ubiegłym miesiącu) jest rezygnacja Zyty Gilowskiej z funkcji w RPP. Zostanie ona najprawdopodobniej zastąpiona przez osobę mniej skłoną do podwyżek stóp, a przez to bilans sił w RPP może ulec zmianie. Wydawało nam się zresztą, że właśnie ze względu na istniejące podziały w RPP trudno będzie znaleźć konsens na wydłużenie okresu stabilnych stóp aż do połowy 2014. A jednak!

Wzrost wyraźnie przyspiesza, a inflacja nie za bardzo

Nowa projekcja NBP, tak jak się spodziewaliśmy, zakłada wyższe ścieżki inflacji i PKB w porównaniu do prognoz z lipca. Tempo wzrostu gospodarczego może być wg NBP zbliżone do 3% w roku przyszłym i przekroczyć ten poziom w 2015. Nasze prognozy w tym zakresie są bardzo zbliżone.

W przypadku inflacji, projekcja została podwyższona niewiele i wskaźnik CPI pozostaje poniżej celu 2,5% w średnim terminie. W ocenie autorów projekcji, czynniki ryzyka dla prognoz inflacji są rozłożone mniej więcej symetrycznie. Naszym zdaniem CPI oraz inflacja bazowa mogą się znaleźć powyżej ścieżki wynikającej z najnowszej projekcji NBP już w połowie 2014 r. Wprawdzie wciąż nie będzie to silna presja inflacyjna, ale w sytuacji gdy inflacja będzie zbliżać się do 2,5%, a wzrost PKB do 3%, RPP raczej nie pozostawi stopy referencyjnej na rekordowo niskim poziomie 2,5%.

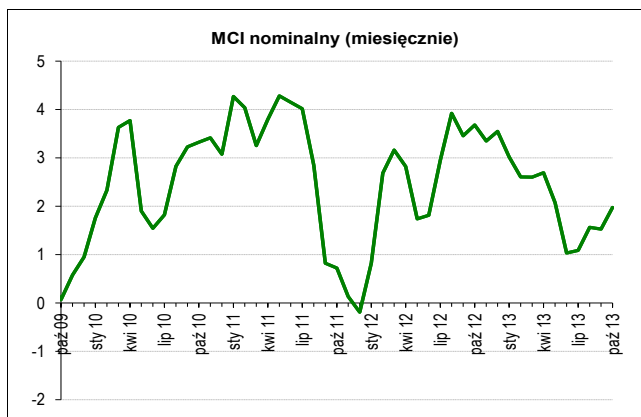
Wyższy popyt na kredyty dla gospodarstw domowych

Wyniki ankiety do oficerów kredytowych pokazały, że w III kw. 2013 sytuacja na rynku kredytowym uległa pewnej poprawie.

W segmencie firm zaobserwowano niewielki wzrost popytu na krótkoterminowe kredyty. Warunki kredytowania nie uległy znaczącym zmianom, co wynikało przede wszystkim z niepewnej sytuacji gospodarczej i ryzyka poszczególnych branż. Naszym zdaniem coraz wyraźniejsze symptomy ożywienia powinny skłaniać banki do poluzowania polityki kredytowej w kolejnych okresach.

Banki dostrzegły już jednak wpływ ożywienia gospodarczego na sytuację sektora gospodarstw domowych i złagodziły warunki dotyczące kredytów mieszkaniowych i konsumpcyjnych. Zaobserwowano także niewielki wzrost popytu na kredyty mieszkaniowe i istotny wzrost popytu na kredyty konsumpcyjne. Banki spodziewają się poprawy popytu w nadchodzącym kwartale.

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



MCI w trendzie wzrostowym

- Indeks restrykcyjności polityki pieniężnej MCI zanotował w październiku wzrost pod wpływem wzmocnienia kursu złotego do głównych walut, co przeważało nad efektem spadku stawek rynku pieniężnego.
- Spodziewamy się dalszego wzrostu indeksu MCI w nadchodzących miesiącach, głównie pod wpływem dalszego umocnienia polskiej waluty. Wzrostowi indeksu sprzyjać będzie także stabilizacja lub wzrost stawek rynku pieniężnego.
- W dalszej perspektywie również spodziewamy się wzrostu wartości indeksu restrykcyjności polityki pieniężnej, jako że krzepnące ożywienie gospodarcze w Polsce i na świecie powinno wywierać presję na wzrost stóp procentowych i umocnienie złotego.



Rzońca (1,44)

Winięcki (1,45)

Giłowska (1,54)

Kaźmierczak (1,41)

Glapiński (1,38)

Hausner (1,03)

Belka (0,96)

Zielińska-Głębocka (0,81)

Chojna-Duch (0,73)

Bratkowski (0,58)



Komunikat Rady spójny z wypowiedziami jej członków

W ostatnich tygodniach kilku członków RPP wypowiedziało się, że według nich stopy procentowe powinny pozostać stabilne do (co najmniej) połowy 2014 roku. Komunikat jest więc z nimi spójny. Podczas konferencji prasowej Prezes Belka powiedział, że fakt stabilnych stóp przez ponad pół roku nie oznacza, że w polityce pieniężnej nic się nie będzie działo. Powiedział, że Rada będzie pracować nad określeniem takich symptomów zmian w gospodarce, które mogłyby zmienić jej postrzeganie gospodarki. Życzylibyśmy sobie, aby w kolejnych wypowiedziach członkowie RPP zwracali uwagę również (a może przede wszystkim) na ten aspekt.

... choć są w Radzie gołębie i konserwatyści

Adam Glapiński stwierdził nie tylko, że pozostawienie stabilnych stóp do połowy 2014 r. graniczy z pewnością nawet, ale że z dużym prawdopodobieństwem stopy pozostaną bez zmian do końca 2014 r. Wypowiedź ta pokazuje, że nie jest on typowym jastrzębiem, a raczej konserwatystą - jest przeciwny zmianom. W 2010 r. Glapiński był przeciwny podwyżkom, w 2013 r. był przeciwny obniżkom. Takie podejście to naszym zdaniem wyjątkowo nieudana odmiana backward-looking policy. Pojawiła się również opinia dość kontrowersyjna (naszym zdaniem), że można zastanowić się nad powrotem do łagodnego nastawienia (Elżbieta Chojna-Duch). Naszym zdaniem nie ma na to wielkich szans i taką interpretację wspiera ostatnie wystąpienie Marka Belki (szczególnie poniżej). W innym wywiadzie Elżbieta Chojna-Duch stwierdziła, że nie widać „rzeczywistych sygnałów istotnego ożywienia”. Dla dzielających ten pogląd polecamy drugą i trzecią stronę niniejszego raportu.

Trzeba wiedzieć kiedy wynieść wagę z ponczem

22 października portal Obserwator Finansowy opublikował tekst wystąpienia Marka Belki na *Warsaw International Banking Summit* pt. „[Rynek finansowy a gospodarka niskich stóp procentowych](#)”. Belka pisze m.in., że „NBP jest w pełni świadomy tego, że biorąc pod uwagę historyczne doświadczenia, aktualny poziom stóp procentowych w Polsce jest nietypowy” i że „musimy być szczególnie czujni, czy troszcząc się o gospodarkę jednocześnie nie przyczyniamy się do zaburzeń na rynku finansowym”. Przypomniał jednocześnie słynną przestrożę wieloletniego prezesa Fed Williama McChesney Martina, że „dobry bank centralny to taki, który wie, w którym momencie wynieść wagę z ponczem” (tzn. kiedy przestać obniżać / zacząć podwyższać stopy procentowe). Wystąpienie Prezesa NBP odnosiło się zapewne do polityki pieniężnej w średnim terminie, jednak sugeruje naszym zdaniem, że powrót do łagodnego nastawienia jest mało prawdopodobny i że RPP powinno raczej zacząć myśleć o zacieśnieniu polityki pieniężnej. Jak pokazuje wynik listopadowego posiedzenia, Rada dała sobie jeszcze sporo czasu na takie przemyślenia, a działań w tym zakresie można się spodziewać w drugiej połowie 2014 roku.

Jakie tempo wzrostu potencjalnego w Polsce?

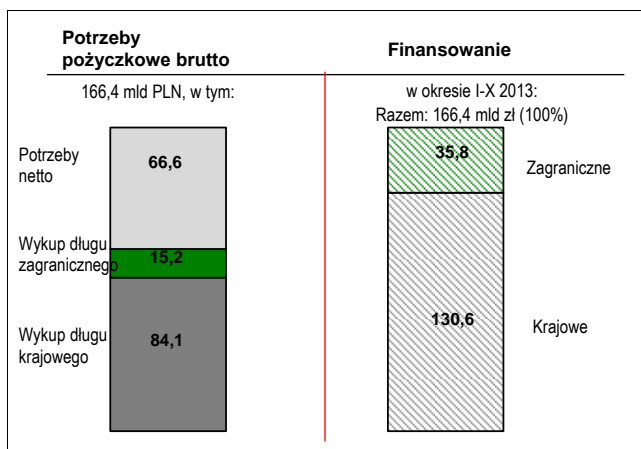
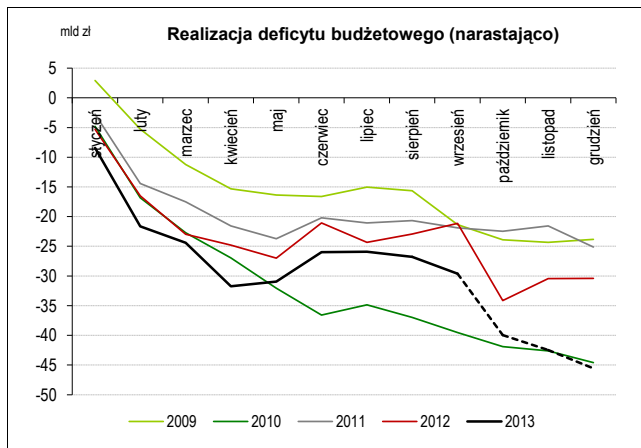
Podczas konferencji prasowej Prezes NBP zasugerował, że tempo wzrostu potencjalnego to co najmniej 3% („3% to bezpieczna wielkość”). Warto jednak zauważyć, że już w poprzedniej projekcji ten szacunek na lata 2013-14 wynosił 2,6%, a nowa projekcja pokazała podobne (a nawet niższe) wyniki. Czyżby Prezes nie wierzył tym szacunkom? Przecież stwierdził również, że nowa projekcja nie budzi kontrowersji.

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.

Pod lupą: polityka fiskalna



Donald Tusk, Premier, 8.11, PAP

Tak, jak mówiłem miesiąc temu, dwa miesiące temu, pół roku i rok temu - rekonstrukcja będzie w listopadzie tego roku.

Jacek Rostowski, minister finansów, 6.11, Gazeta Wyborcza

Chciałbym, żeby rekonstrukcja była daleko idąca. Powinna powstać nowa ekipa, która pociągnie PO w wyborach do Sejmu w 2015 r. (...) Nie było roku w ciągu tych sześciu lat, abym nie myślał o odejściu. Ale jakoś jeszcze trwam.

Donald Tusk, Premier, 9.10, Reuters

(Czy kroi się dymisja ministra finansów?) To nie jest prawda.

Donald Tusk, Premier, 20.08, Twitter

Minister Rostowski nie złożył żadnej dymisji! Plotki czy nagonka?

	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	12.11	zmiana od 11.10.13	zmiana od 31.12.12	12.11	zmiana od 11.10.13	zmiana od 31.12.12
Polska	263	6	23	85	-3	5
Czechy	55	-8	1	59	-2	-4
Węgry	439	55	-52	268	-5	-1
Grecja	702	-12	-351	9	9	9
Hiszpania	235	-11	-165	170	-49	-118
Irlandia	178	-8	-141	124	-14	-92
Portugalia	417	-22	-152	356	-94	-81
Włochy	237	-6	-84	199	-48	-75
Francja	55	-5	-14	50	-14	-39
Niemcy	-	-	-	23	-2	-16

Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, BZ WBK

Budżet ma się trochę lepiej niż założono w nowelizacji

Po trzech kwartałach tego roku deficyt budżetu państwa wyniósł 29,6 mld zł, czyli 57,4% planu po nowelizacji. Wg wstępnych szacunków MF po październiku deficyt podskoczył do prawie 40 mld zł (77,5% planu). Tak znaczny wzrost w porównaniu z wrześniem wynikał głównie z płatności związanych z obsługą długu. W kolejnych dwóch miesiącach wydatki powinny być mniejsze.

Dynamika dochodów budżetowych we wrześniu utrzymała się na podobnym poziomie, jak w poprzednich dwóch miesiącach, a wg sygnałów z MF również w październiku „wpływy podatkowe były dobre”. Nasze szacunki dot. wykonania dochodów podatkowych na koniec roku wskazują na możliwy ubytek w porównaniu z planem sprzed nowelizacji ok. 22-27 mld zł. Oceniamy, że deficyt budżetu państwa na koniec roku powinien być lepszy niż założono w nowelizacji o ok. 5-6 mld zł.

MF finansuje już przyszłoroczne potrzeby pożyczkowe

W październiku Ministerstwo Finansów zakończyło finansowanie tegorocznych potrzeb pożyczkowych (po nowelizacji). W samym październiku resort finansów na krajowym rynku uplasował obligacje o łącznej wartości 15 mld zł. Dużym zainteresowaniem cieszyła się również pierwsza aukcja w listopadzie, na której uplasowano obligacje OK0116 i PS0718 o wartości nieco powyżej 8 mld zł. Wsparciem dla aukcji były niezagospodarowane środki z wykupu DS1013 i płatności odsetkowych.

Ministerstwo Finansów było również aktywne na rynku zagranicznym plasując w październiku obligacje denominowane w € o wartości 700 mln € i na początku listopada 2 transze obligacji typu Samurai o łącznej wartości 60 mld JPY. Środki z obu emisji są przeznaczone na prefinansowanie przyszłorocznych potrzeb w FX.

Do końca roku prefinansowanie potrzeb pożyczkowych w 2014 odbędzie odbywać się poprzez aukcje zamiany (resort planuje przeprowadzenie 2 takich aukcji). Ministerstwo nie wyklucza również kolejnych emisji na rynki zagraniczne, w tym emisji niestandardowych.

Rekonstrukcja rządu obejmie ministra finansów?

Plotki o dymisji ministra finansów pojawiały się już przynajmniej kilkakrotnie w ciągu ostatnich miesięcy. Jak na razie informacje te się nie potwierdziły. Niemniej, zapowiedziana na listopad rekonstrukcja rządu stała się źródłem kolejnych spekulacji na ten temat. Nie wiemy, na ile uzasadnione są te opinie. Potencjalna dymisja Jacka Rostowskiego stanowi jednak pewien czynnik ryzyka dla rynku walutowego w krótkim terminie. Odbiór tej informacji przez rynek finansowy uzależniony będzie m.in. od nazwiska jego następcy.

Wg tygodnika Wprost Jacka Rostowskiego może zastąpić Janusz Lewandowski. Taki scenariusz (o ile by się potwierdził) prawdopodobnie byłby dobrze odebrany przez rynek finansowy. Jednak w sytuacji, gdyby pojawił się kandydat mało znany, może to mieć negatywny wpływ na nastawienie inwestorów wobec polskich aktywów.

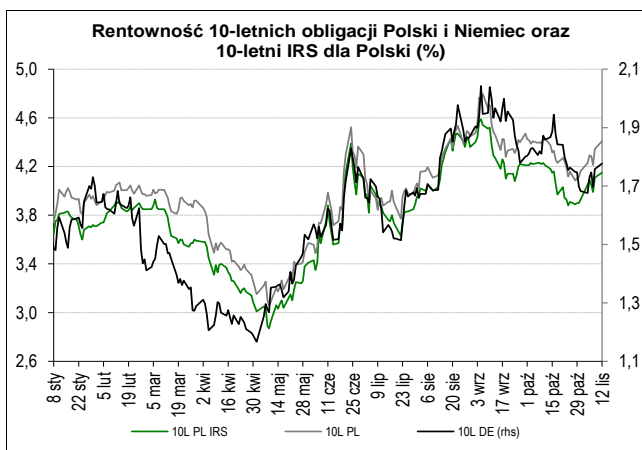
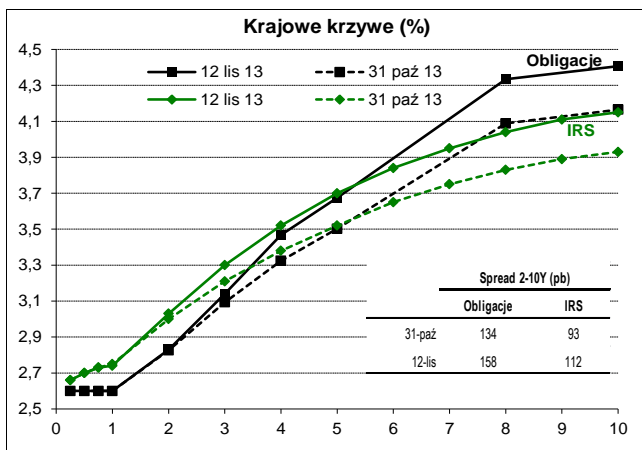
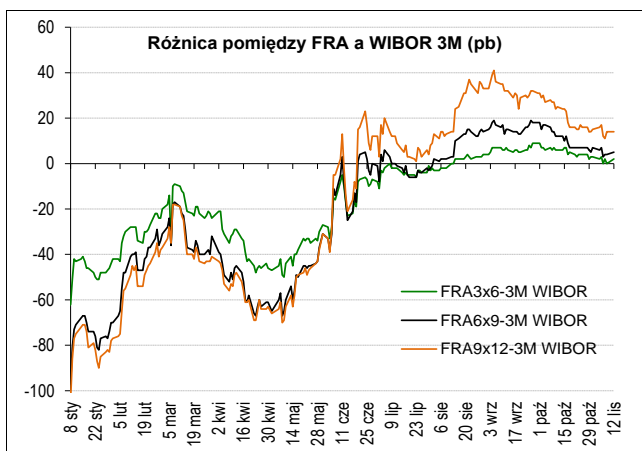
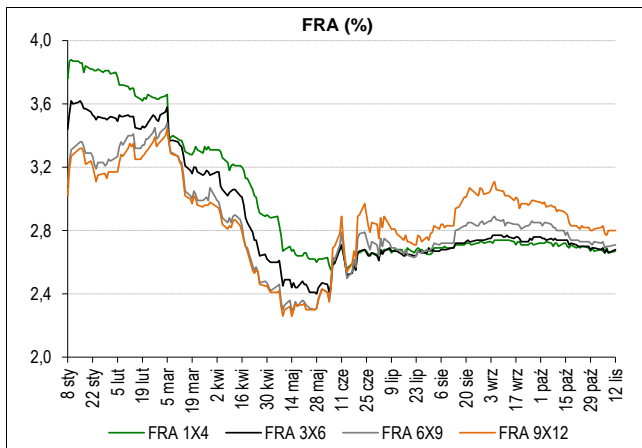
Działania Fed na pierwszym planie

Osiągnięcie tymczasowego porozumienia w sprawie budżetu i podwyższenia limitu długu w USA oraz seria słabszych danych z tamtejszej gospodarki wsparły apetyt na bezpieczne aktywa. Co więcej, zyskiwał również dług krajowy peryferyjnych na poprawie globalnych nastrojów co znalazło odzwierciedlenie w zawężeniu spreadów wobec Bundów i spadku notowań CDS.

Początek listopada przyniósł nieco zmienności na rynku. Przed decyzją EBC nastąpiła realizacja zysków po ostatnich znaczących spadkach. Nieoczekiwana redukcja stóp przez EBC i wciąż łagodny wydźwięk komunikatu dały impuls do spadku rentowności, które ponownie znacząco wzrosły po lepszych od oczekiwań danych z rynku pracy w USA.

Rozpoczęcie ograniczania QE3 przez Fed jest tylko kwestią czasu. Dlatego też podtrzymujemy nasz scenariusz wzrostu rentowności na rynkach bazowych w średniej perspektywie.

Rynek stopy procentowej



Źródła: Reuters, BZ WBK

Bardziej ostrożna wycena przyszłych podwyżek stóp

Październik był kolejnym miesiącem, w którym nie zaszły istotne zmiany na krzywej WIBOR. W skali miesiąca o 1 pb spadły tylko stawki 3M i 6M. Zgodnie z rynkowymi oczekiwaniami RPP zdecydowała się na wydłużenie okresu stabilnych stóp do połowy 2014, co zakotwiczyło stawki WIBOR blisko bieżących poziomów.

Na rynku FRA odnotowano natomiast znaczący spadek stawek, co było wynikiem publikowanych danych makro, umocnienia na rynku długu oraz gołębich wypowiedzi członków RPP. W efekcie spread pomiędzy WIBOR a stawkami FRA znacząco się zawęził, a rynek wycofał się z wyceny podwyżki stóp w perspektywie 9 miesięcy. Obecnie rynek wycenia pierwszą podwyżkę stóp za rok (IV kw.) oraz wzrost stóp NBP o 50 pb w perspektywie 18 miesięcy.

Spodziewamy się, że w perspektywie do końca roku stawki WIBOR powinny pozostać względnie stabilne. Napływające dane makro będą mieszane – z jednej strony powinny one potwierdzać kontynuację ożywienia gospodarczego, a z drugiej – brak presji inflacyjnej w gospodarce (ze stopniowo rosnącą inflacją CPI). Naszym zdaniem obecna wycena rynku jest zbyt optymistyczna i podwyżki mogą nastąpić wcześniej (III kw. 2014).

Korekta po znaczącym umocnieniu i lepszych danych z USA

Październik niespodziewanie przyniósł znaczące umocnienie na rynku obligacji i IRS. Spadek rentowności i stawek IRS był wynikiem czynników zewnętrznych, przede wszystkim oczekiwań, że Fed rozpocznie ograniczanie QE3 dopiero w przyszłym roku. W efekcie rentowność 10-latków obniżyła się poniżej 4,10%, a stawka IRS 10L spadła poniżej 4%, po raz pierwszy od końca lipca. Co więcej spadki na długim końcu krzywej okazały się większe niż na krótkim końcu, co spowodowało, że obie krzywe nieco się spłaszczyły.

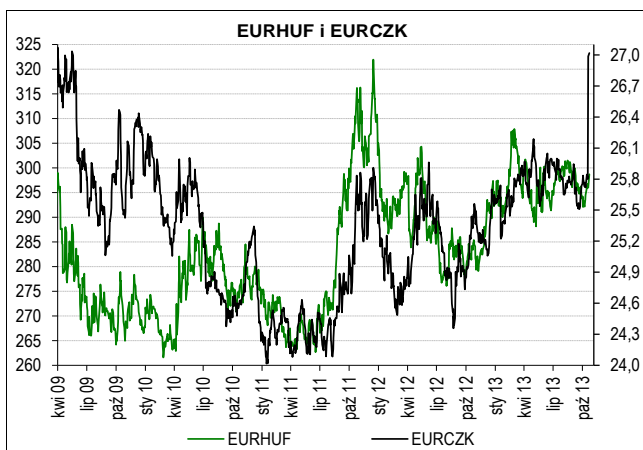
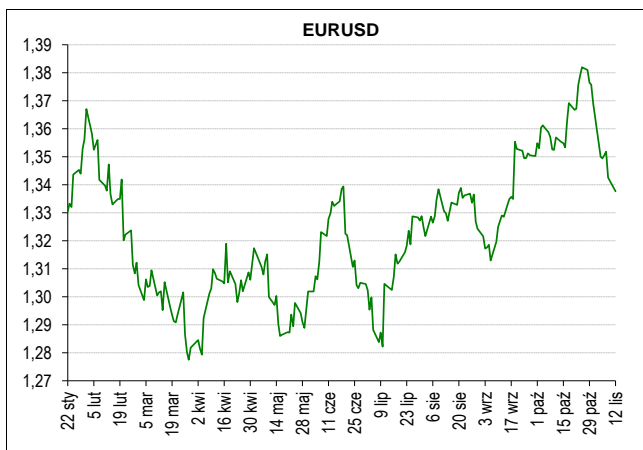
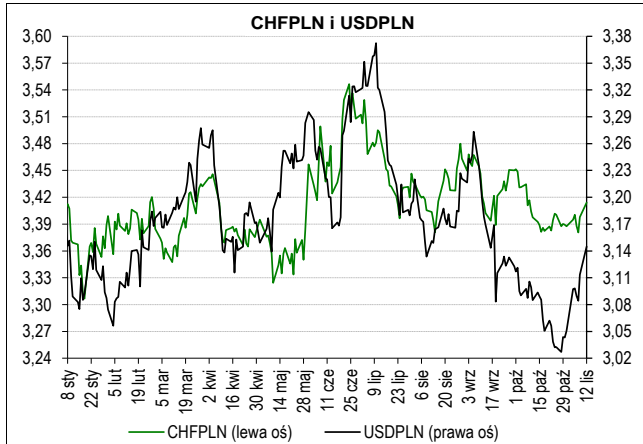
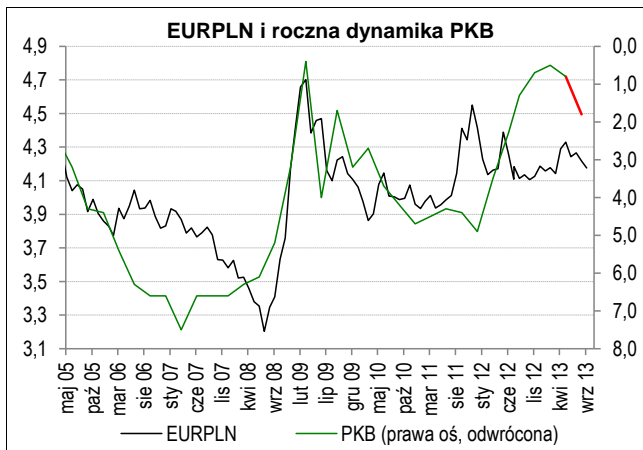
Początek listopada przyniósł ponownie zwiększoną zmienność na rynku. W oczekiwaniu na posiedzenie RPP i aukcję krajowy rynek długu i IRS tracił na wartości. Gołębia retoryka Rady po listopadowym posiedzeniu (Rada zdecydowała się na wydłużenie okresu stabilnych stóp do połowy 2014), dobre wyniki aukcji krajowego długu oraz nieoczekiwana obniżka stóp przez EBC dały ponownie impuls do spadku rentowności i stawek IRS. Jednak było to krótkotrwałe, gdyż lepszy od oczekiwań odczyt z rynku pracy w USA za październik rentowności i stawki IRS, głównie na środku i długim końcu krzywych znacząco wzrosły w ślad za rynkami bazowymi. W efekcie nastąpiło ponowne wystromienie krzywych.

Czynniki zewnętrzne ponownie na pierwszym planie

Ostatnie tygodnie wskazują, że krótki koniec krzywych pozostaje relatywnie odporny na zmianę nastrojów na globalnych rynkach. Gołębia retoryka RPP i deklaracja stabilnych stóp (co najmniej) do połowy 2014 powinny wspierać krótki koniec krzywej, zakotwicząc wycenę 2-latków blisko 3%. Wsparciem dla krótkiego końca krzywych powinny być również dane inflacyjne – w najbliższych miesiącach inflacja CPI powinna pozostać poniżej dolnego ograniczenia pasma wahań celu inflacyjnego NBP.

Środek i długi koniec krzywych pozostaną pod wpływem przede wszystkim czynników zewnętrznych. Tendencje panujące na rynkach bazowych będą w decydującym stopniu kształtować sytuację na polskiej krzywej. Zachowanie rynku po publikacji danych z rynku pracy w USA wskazują, że przysła polityka Fed ponownie znajduje się na pierwszym planie. Wzrost obaw, że Fed może wcześniej (niż później) rozpocząć ograniczanie QE3 dało impuls do silnego wzrostu rentowności na rynkach bazowych. W konsekwencji osłabił się również krajowy rynek długu, w tym rentowność 10-latków wzrosła powyżej 4,40%. W dłuższym terminie (2014), coraz bardziej wyraźne sygnały ożywienia gospodarki wraz z wyższą inflacją i wyceną szybszych (niż obecnie zakłada rynek) podwyżek stóp procentowych, powinny powodować dalszą presję na wzrost rentowności i stawek IRS, tym bardziej, że podobny trend możemy zobaczyć na rynkach zagranicznych.

Rynek walutowy



Źródła: GUS, Reuters, BZ WBK

Niewielkie zmiany EURPLN...

W minionym miesiącu EBC nieoczekiwanie obniżył główną stopę procentową do 0,25%, giełdy w USA odnotowały kolejne rekordy, z tamtejszego rynku pracy napływały na przemian rozczarowujące i dużo lepsze od prognoz dane, a czeski bank centralny zdecydował się rozpocząć interwencje walutowe. Mimo tych ważnych wydarzeń, w notowaniach EURPLN nie zaszły duże zmiany. Kurs rósł lekko od połowy miesiąca m.in. w wyniku realizacji zysków jaka miała miejsce po wycenianej zgodzie w USA ws. limitu zadłużenia i budżetu.

▪ Dużo więcej działa się w notowaniach USDPLN. Aprecjacja euro w stosunku do dolara (szczegóły poniżej) sprawiła, że złoty był pod koniec ubiegłego miesiąca najmocniejszy od 2 lat do amerykańskiej waluty. Ostatecznie jednak USDPLN waha się w połowie listopada ok. 6 groszy powyżej poziomu z dnia publikacji październikowego MAKROskopu. Zaskakująco duże zmiany odnotowano też na rynku CZKPLN. Decyzja CNB (szczegóły poniżej) wywołała gwałtowne osłabienie czeskiej korony do euro, co zepchnęło CZKPLN z 0,1623 do 0,1543 (najniższy poziom od maja 2010).

▪ Oczekujemy, że w listopadzie EURPLN utrzyma się przedziale 4,14-4,24. Nasze prognozy wstępnego PKB za III kw. oraz produkcji przemysłowej za październik są powyżej oczekiwań rynku. Jak wskazywaliśmy już wielokrotnie, złoty jest walutą cykliczną i zyskuje w okresach wzrostu gospodarczego. Ostatnie działania banków centralnych (wstrzymanie się przez FOMC z ograniczeniem QE3 oraz cięcie stóp przez EBC) sprawiły, iż rynek jest mniej optymistycznie nastawiony jeśli chodzi o perspektywę dla światowej gospodarki. Jeśli dane z kraju faktycznie pozytywnie zaskoczą, to mogą mieć pozytywny wpływ na złotego.

... mimo sporych wahań EURUSD...

▪ Porozumienie amerykańskich polityków w sprawie budżetu oraz limitu zadłużenia i słabsze od prognoz dane z rynku pracy USA za wrzesień wyraźnie wsparły euro do dolara. EURUSD osiągnął pod koniec października 1,383, najwyższy poziom od listopada 2011. W kolejnych dniach wspólna waluta z nawiązką oddała wcześniejsze zyski. Ruch w dół kursu zainicjował nie tak gołębi jak oczekiwano komunikat z posiedzenia FOMC, dane o znacznym spadku inflacji w strefie euro i wreszcie nieoczekiwana redukcja stóp przez EBC. W rezultacie, EURUSD szybko spadł do ok. 1,33 (najniżej od połowy września) i zniwelował tym samym połowę wzrostu odnotowanego od lipca do ostatnich dni października (z 1,275 do 1,383).

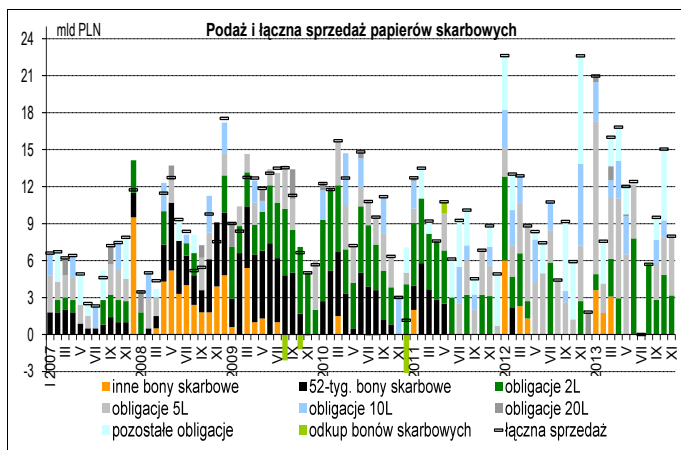
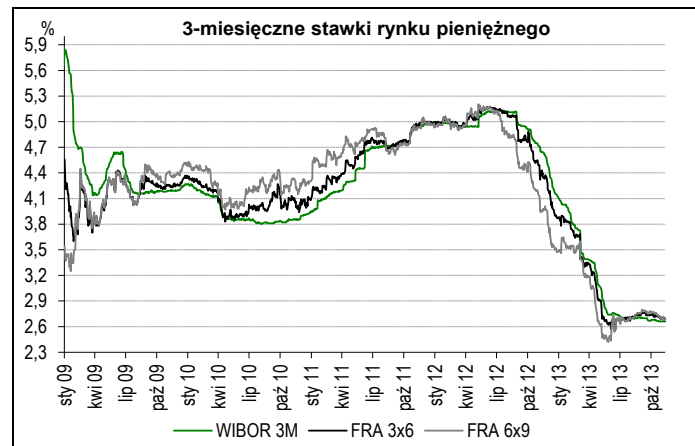
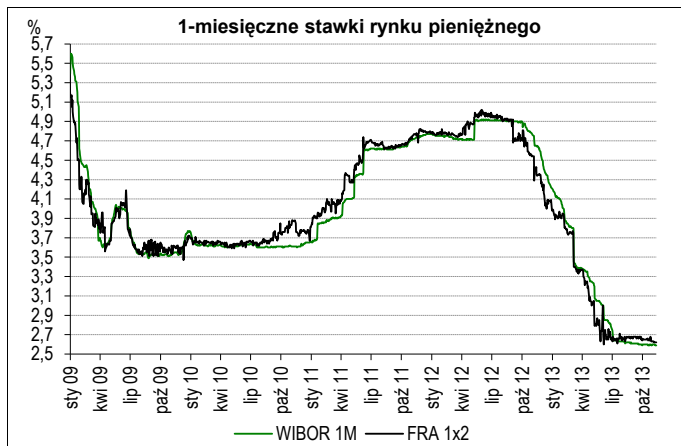
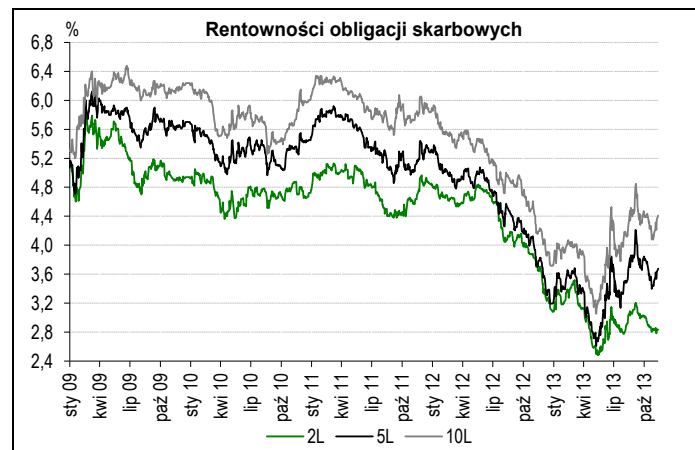
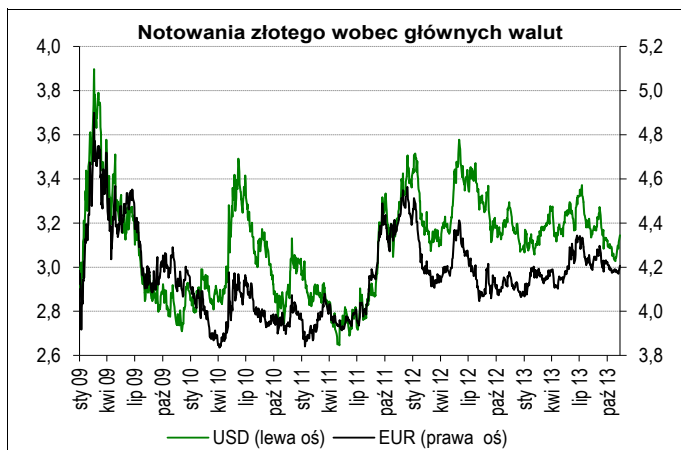
▪ Sądzymy, iż gwałtowny spadek EURUSD z przełomu października i listopada to tylko korekta w trendzie wzrostowym, który zostanie wznowiony w tym miesiącu. Prezes EBC powiedział, że nie sądzi, aby zaszła potrzeba obniżenia stopy depozytowej poniżej 0%, co powinno zdjąć nieco presji z euro. O tempie wzrostu EURUSD będą decydować dane z USA, które wpłyną na oczekiwania odnośnie terminu ograniczenia QE3 przez FOMC.

... i interwencji walutowej w Czechach

▪ Bank centralny Czech od kilku miesięcy sugerował, że po tym jak obniżył stopy procentowe do 0,05%, może zdecydować się na interwencję na rynku walutowym w celu dalszego poluzowania polityki pieniężnej. Dopiero na listopadowym posiedzeniu udało się jednak zdobyć większość za wnioskiem o podjęcie działań w celu osłabienia korony. CNB poinformował, że jego celem jest wzrost kursu EURCZK do 27,0 i chwilę po ogłoszeniu decyzji (i na skutek rozpoczętych natychmiast interwencji) kurs osiągnął ten poziom. Prezes CNB, Miroslav Singer, powiedział, że bank chce utrzymać kurs na poziomie 27,0 przez co najmniej 18 miesięcy.

▪ W notowaniach forinta nie zaszły znaczne zmiany. Rządząca partia Fidesz zaproponowała, aby obowiązujący obecnie program pomocy kredytobiorcom rozszerzyć na tych, których są winni więcej niż 20 mln forintów lub zalegają z płatnością rat więcej niż 90 dni (teraz nie są objęci pomocą w spłacie kredytu). W ostatnich dniach sądy na Węgrzech wydały sprzeczne wyroki w procesach pomiędzy bankami a kredytobiorcami i tamtejszy rząd zdecydował, iż zanim zaprezentuje swoją propozycję, ureguluje prawo dotyczące tej kwestii.

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 zamian			
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	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			
lut	7.02	PS0418/WZ0117	4000-6000	5806,5	13.02	OK0715/WZ0124	3000-5000	4584,7	7.03	PS0413/OK0713/DS1013	DS/WS/WZ
marzec	20.03	OK/PS/WZ	2000-6000	8080,6							
kwiecień	11.04	DS1023/WZ0124	3000-5000	5029,1	23.04	OK/WZ/PS	5000-	11788,6			
maj	9.05	PS0718	3500-5500	6498,0	16.05	DS/WZ/WS	2000-6000	5505,4	19.06	OK0713/DS1013	
czerwiec	6.06	PS0718/WZ0119	3000-5000	4606,5							
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	OK0116/IZ0823/DS1023	6000-	12019,9	16.10	EUR20140203**	445,0
listopad	7.11	OK0116/PS0718	4000-7000	7964,2	13.11	USD20140115**	100	132	20.11	OK0114/PS0414	DS1023/WS/WZ/IZ
grudzień									5.12	OK0114/PS0414	

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja odkupu

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
11 listopada PL: Święto Niepodległości CZ: CPI (X)	12 HU: CPI (X) PL: Bilans płatniczy (IX) PL: Raport o inflacji	13 EZ: Produkcja przemysłowa (IX)	14 PL: Wstępny PKB (III kw.) PL: CPI (X) PL: Podaż pieniądza (X) EZ,DE,HU,CZ: Wstępny PKB (III kw.)	15 PL: Inflacja bazowa (X) EZ: HICP (X) US: Produkcja przemysłowa (X)
18	19 PL: Place i zatrudnienie (X) DE: Indeks ZEW (XI)	20 US: CPI (X) US: Sprzedaż detaliczna (X) US: Sprzedaż domów (X) US: Minutes Fed	21 PL: Produkcja przemysłowa (X) PL: PPI (X) PL: Minutes RPP CN: Wstępny PMI – przemysł (XI) DE: Wstępny PMI – przemysł (XI) EZ: Wstępny PMI – przemysł (XI) US: Indeks Philly Fed (XI)	22 DE: PKB (III kw.) DE: Indeks Ifo (XI)
25 US: Niezakończona sprzedaż domów (X)	26 PL: Sprzedaż detaliczna i stopa bezrobocia (IX) HU: Decyzja banku centralnego US: Rozpoczęte budowy domów (X) US: Pozwolenia na budowę domów (X) US: S&P/Case-Shiller (X) US: Indeks nastrojów konsumentów (XI)	27 US: Zamówienia na dobra trwałe użytku (X) US: Indeks Michigan (XI)	28 EZ: Nastroj konsumentów (XI)	29 PL: PKB (III kw.) PL: Oczekiwania inflacyjne (XI) EZ: Wstępny HICP (XI)
2 grudnia CN: PMI – przemysł (XI) PL: PMI – przemysł (XI) DE: PMI – przemysł (XI) EZ: PMI – przemysł (XI) US: ISM – przemysł (XI)	3	4 PL: Decyzja RPP HU: PKB (III kw.) CZ: PKB (III kw.) DE: PMI – usługi (XI) EZ: PMI – usługi (XI) EZ: Sprzedaż detaliczna (X) US: Raport ADP (XI) US: ISM-usługi (X) US: Sprzedaż nowych domów (X) US: Beżowa Księga Fed	5 EZ: Decyzja EBC GB: Decyzja BoE US: Drugi szacunek PKB (III kw.) US: Zamówienia przemysłowe (X)	6 DE: Zamówienia przemysłowe (X) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (XI) US: Stopa bezrobocia (XI) US: Dochody osobiste (X) US: Wydatki konsumentów (X) US: Wstępny Michigan (XII)
9 DE: Eksport (X) DE: Produkcja przemysłowa (IX) CZ: Produkcja przemysłowa (X) CZ: CPI (XI)	10	11 HU: CPI (XI)	12 EZ: Produkcja przemysłowa (X) US: Sprzedaż detaliczna (XI)	13 PL: Podaż pieniądza (XI) PL: Bilans płatniczy (X) PL: CPI (XI)

Źródła: 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	-	-
Place 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. Źródła: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		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	lis 13
PMI	pkt.	47,3	48,2	48,5	48,6	48,9	48,0	46,9	48,0	49,3	51,1	52,6	53,1	53,4	53,5
Produkcja przemysłowa	% r/r	4,7	-0,5	-9,6	0,4	-2,1	-2,9	2,8	-1,8	2,8	6,3	2,2	6,2	6,6	-1,5
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-3,6	-5,4	-24,9	-16,1	-11,4	-18,5	-23,1	-27,5	-18,3	-5,2	-11,1	-4,8	-4,7	-10,9
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	3,3	2,4	-2,5	3,1	-0,8	0,1	-0,2	0,5	1,8	4,3	3,4	3,9	3,2	2,6
Stopa bezrobocia	%	12,5	12,9	13,4	14,2	14,4	14,3	14,0	13,5	13,2	13,1	13,0	13,0	13,0	13,4
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	2,8	2,7	2,4	0,4	4,0	1,6	3,0	2,3	1,4	3,5	2,0	3,6	2,8	3,4
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	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	0,0
Eksport (w euro)	% r/r	19,1	11,2	-1,1	6,4	4,3	-1,2	11,1	0,4	5,1	5,6	1,9	8,1	0,0	5,3
Import (w euro)	% r/r	9,9	6,6	-0,9	1,1	-6,2	-1,3	1,7	-6,0	-2,2	1,1	-0,7	3,2	-2,4	0,3
Bilans handlowy	mIn EUR	361	-259	-1 156	-64	426	-502	621	2	569	175	246	673	707	408
Rachunek bieżący	mIn EUR	-342	-1 315	-1 705	-1 375	-668	-272	436	-204	133	-497	-785	-1 024	-511	-682
Rachunek bieżący	% PKB	-3,9	-3,8	-3,7	-3,5	-3,4	-3,2	-3,0	-2,9	-2,4	-2,0	-2,1	-2,0	-2,1	-1,9
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-34,1	-30,4	-30,4	-8,4	-21,7	-24,4	-31,7	-30,9	-26,0	-25,9	-26,8	-29,6	-39,9	-42,5
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	97,5	86,9	86,9	16,4	42,0	47,3	61,6	60,0	50,4	50,3	51,9	57,4	77,5	82,4
Inflacja (CPI)	% r/r	3,4	2,8	2,4	1,7	1,3	1,0	0,8	0,5	0,2	1,1	1,1	1,0	0,9	1,0
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	1,9	1,7	1,4	1,4	1,1	1,0	1,1	1,0	0,9	1,4	1,4	1,3	1,3	1,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	1,0	-0,1	-1,1	-1,2	-0,3	-0,7	-2,1	-2,5	-1,3	-0,8	-1,1	-1,4	-1,2	-1,2
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	8,0	5,7	4,5	4,4	5,5	6,6	7,4	6,5	7,0	6,6	6,1	6,1	5,8	6,6
Zobowiązania	% r/r	8,1	5,8	4,7	5,0	5,2	6,6	7,1	6,0	6,5	5,6	5,8	6,0	5,9	6,2
Należności	% r/r	5,4	2,3	2,3	3,6	3,7	3,5	2,3	1,4	3,5	3,7	3,3	3,7	3,5	3,8
EUR/PLN	PLN	4,11	4,13	4,10	4,14	4,17	4,16	4,14	4,18	4,28	4,28	4,23	4,24	4,19	4,18
USD/PLN	PLN	3,17	3,22	3,12	3,11	3,12	3,21	3,18	3,22	3,25	3,27	3,18	3,17	3,07	3,10
CHF/PLN	PLN	3,40	3,43	3,39	3,37	3,39	3,39	3,39	3,36	3,47	3,46	3,43	3,43	3,40	3,39
Stopa referencyjna ^b	%	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	2,50
WIBOR 3M	%	4,82	4,62	4,26	4,03	3,80	3,48	3,29	2,86	2,74	2,70	2,70	2,69	2,67	2,67
Rentowność obligacji 2L	%	3,94	3,66	3,23	3,25	3,36	3,26	2,89	2,55	2,86	2,87	2,98	3,07	2,90	2,86
Rentowność obligacji 5L	%	4,12	3,78	3,35	3,46	3,56	3,46	3,03	2,80	3,43	3,36	3,67	3,86	3,62	3,65
Rentowność obligacji 10L	%	4,59	4,21	3,87	3,91	4,00	3,93	3,50	3,28	3,95	3,97	4,31	4,50	4,28	4,35

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	1 595,2	1 631,0	1 700,1	377,9	395,7	404,6	452,9	392,6	413,2	421,5	472,9
PKB	% r/r	4,5	1,9	1,3	2,7	0,5	0,8	1,8	2,0	2,4	2,8	2,8	2,8
Popyt krajowy	% r/r	3,6	-0,2	-0,7	1,8	-0,9	-1,7	0,1	-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	1,2	1,2	1,5	1,7	2,0	2,2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	8,5	-0,8	-1,9	2,8	-2,1	-3,2	-2,0	-1,0	-2,0	1,0	4,0	5,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	7,7	1,0	2,3	2,9	-2,0	1,2	4,9	4,7	4,1	3,3	1,4	3,1
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	12,3	-1,0	-11,0	10,4	-15,6	-22,9	-7,0	-2,3	5,6	15,4	12,4	7,8
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	11,2	6,0	2,3	3,9	0,9	0,8	4,0	3,3	3,6	4,8	2,0	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	13,0	13,2
Płace brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	5,2	3,7	2,9	4,1	2,6	3,3	3,0	2,8	3,3	4,0	4,5	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	6,0	11,0	3,2	5,5	5,3	10,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Import (w euro)	% r/r	12,2	2,3	0,3	8,9	-2,0	-2,2	1,2	4,0	7,0	8,0	9,5	11,0
Bilans handlowy	mIn EUR	-10 059	-5 175	3 372	6 930	-139	1 194	1 094	1 223	1 345	2 439	1 788	1 358
Rachunek bieżący	mIn EUR	-18 519	-14 191	-5 240	-1 333	-2 313	362	-2 306	-983	-203	956	-1 116	-970
Rachunek bieżący	% PKB	-5,0	-3,7	-1,3	-0,3	-3,1	-2,3	-2,0	-1,3	-0,8	-0,6	-0,3	-0,3
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-5,0	-3,9	-4,8	-3,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	4,3	3,7	1,0	1,9	1,3	0,5	1,1	1,0	1,6	1,9	1,7	2,2
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	4,6	2,4	1,1	2,2	1,0	0,2	1,0	1,1	1,7	2,2	2,0	2,2
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	2,4	2,2	1,2	1,9	1,2	1,0	1,4	1,4	1,9	2,0	1,8	2,0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	7,6	3,4	-1,2	0,7	-0,7	-2,0	-1,1	-1,1	-0,4	0,8	0,7	1,8
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	12,5	4,5	6,1	5,3	6,6	7,0	6,1	6,1	5,4	4,8	6,2	5,3
Zobowiązania ^b	% r/r	11,7	4,7	5,0	6,5	6,6	6,5	6,0	5,0	4,8	4,8	6,1	6,5
Należności ^b	% r/r	14,4	1,2	3,7	4,4	3,5	3,5	3,7	3,7	4,0	2,9	3,1	4,4
EUR/PLN	PLN	4,12	4,19	4,20	4,06	4,16	4,20	4,25	4,18	4,14	4,08	4,04	3,99
USD/PLN	PLN	2,96	3,26	3,16	2,94	3,15	3,22	3,21	3,08	3,04	2,98	2,91	2,85
CHF/PLN	PLN	3,34	3,47	3,40	3,12	3,38	3,41	3,44	3,38	3,28	3,16	3,07	2,95
Stopa referencyjna ^b	%	4,50	4,25	2,50	3,25	3,25	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	3,00	3,25
WIBOR 3M	%	4,54	4,91	3,03	3,07	3,77	2,96	2,70	2,68	2,73	2,95	3,18	3,42
Rentowność obligacji 2L	%	4,81	4,30	2,98	3,44	3,29	2,77	2,98	2,90	3,08	3,32	3,57	3,78
Rentowność obligacji 5L	%	5,44	4,53	3,46	4,03	3,49	3,09	3,63	3,64	3,77	3,98	4,15	4,23
Rentowność obligacji 10L	%	5,98	5,02	4,03	4,68	3,95	3,58	4,26	4,33	4,43	4,63	4,77	4,90

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 12.11.2013 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 22 534 1888, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl