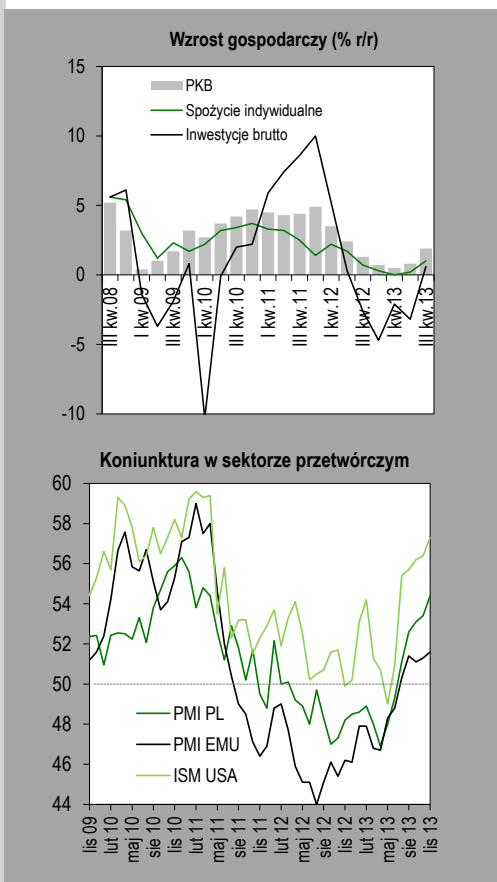


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Grudzień 2013

Kolejny powiew optymizmu



W tym miesiącu:

Gospodarka Polski	2
Pod lupą: polityka pieniężna	4
Pod lupą: polityka fiskalna	6
Rynek nieruchomości	6
Rynek stopy procentowej	7
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

■ **Informacje napływające z krajowej gospodarki stopniowo zwiększają optymizm odnośnie tempa ożywienia gospodarczego w tym i w przyszłym roku.** Dane o PKB za III kwartał 2013 pokazały wzrost nie tylko szybszy od oczekiwań, ale też w większym stopniu poparty odbudową popytu krajowego. Coraz wyraźniej widoczna poprawa sytuacji na rynku pracy sprzyja szybszemu wzrostowi popytu konsumentów. Zaskakująco szybko nastąpiło odbicie w inwestycjach, których roczna dynamika już w III kwartale wyszła „na plus”, pomimo prawdopodobnie wciąż hamujących wydatków inwestycyjnych sektora publicznego. Najnowsze dane miesięczne sugerują, że w IV kwartale pozytywne tendencje w gospodarce są kontynuowane, a skala i tempo ożywienia są nawet większe niż wcześniej zakładaliśmy.

■ **Pod wpływem dobrych danych zdecydowaliśmy się nieco podwyższyć prognozy wzrostu gospodarczego dla Polski – do 1,5% w tym i 3,1% w przyszłym roku.** Niewykluczone, że niebawem prognozy innych instytucji również zaczną się stopniowo poprawiać, wraz z napływem kolejnych sygnałów potwierdzających trwałość ożywienia. Dotyczy to również projekcji NBP, chociaż jej następna aktualizacja nastąpi dopiero w lutym, a kolejna w lipcu. Nie spodziewamy się, aby w gospodarce nastąpiły takie zmiany, które mogłyby skłonić RPP do wycofania się z deklaracji, że stopy procentowe pozostaną bez zmian przynajmniej do połowy 2014 roku.

■ **Nadal spodziewamy się pierwszej podwyżki stóp w III kwartale 2014 r., ale raczej we wrześniu niż w lipcu.** Do takiej decyzji powinno skłonić RPP coraz wyraźniejsze ożywienie gospodarki, w coraz większym stopniu oparte na popycie krajowym, oraz stopniowy wzrost inflacji w kierunku celu. Ryzyko dla scenariusza stóp jest jednak naszym zdaniem asymetryczne w kierunku późniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej. Wynika to z dwóch czynników: Po pierwsze, ścieżka inflacji może okazać się niższa od naszych prognoz. Po drugie, możliwych zmian w składzie RPP, które przesuną bilans opinii w stronę bardziej gołębią. Już w najbliższych dniach Prezydent Komorowski powoła nowego członka RPP na miejsce Zyty Gilowskiej. Wymieniany jako najbardziej prawdopodobny kandydat Jerzy Osiatyński z pewnością powiększyłby grono zwolenników przedłużenia okresu stabilizacji stóp procentowych na II połowę 2014. Do tego może dość troje nowych członków Rady Polityki Pieniężnej w 2014 r., jeśli parlament przyjmie nowelizację ustawy o NBP przygotowaną przez Ministerstwo Finansów.

■ **W listopadzie sytuacja na rynkach finansowych była przede wszystkim pod wpływem czynników globalnych.** Obawy, że Fed może rozpocząć jeszcze w tym roku ograniczanie programu QE3 (wynik publikacji październikowych minutes FOMC) przyczyniły się nie tylko do osłabienia złotego, ale również obligacji na środku i długim końcu krzywej, podczas gdy krótki koniec pozostał relatywnie odporny na zmiany nastrojów na rynkach bazowych. Początek grudnia przyniósł lekkie odreagowanie; złoty nieznacznie się umocnił, nieco zyskały papiery skarbowe. Jednak czynniki ryzyka dla zachowania się inwestorów pozostają niezmiennione. Grudniowa decyzja FOMC (oczekujemy rozpoczęcia stopniowego wycofywania się z ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej w I kw. 2014) może dolożyć nieco zmienności na rynkach finansowych. Niemniej, podtrzymujemy, że średni kurs EURPLN w grudniu wyniesie około 4,18.

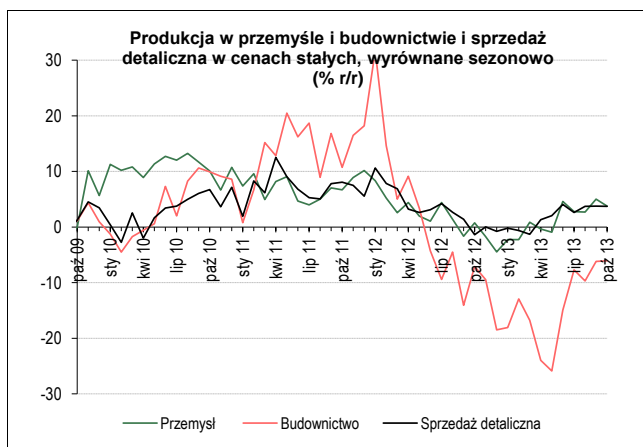
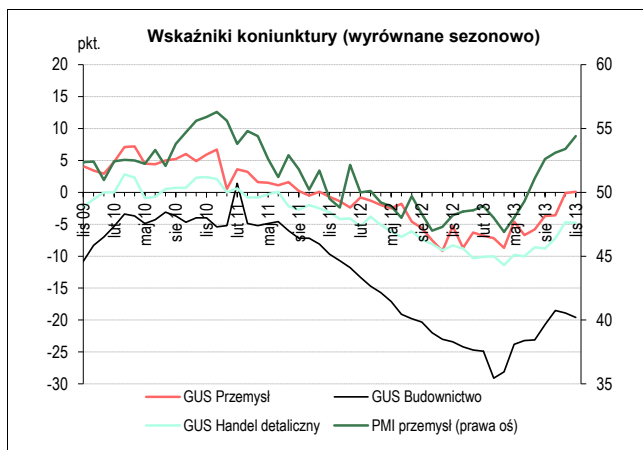
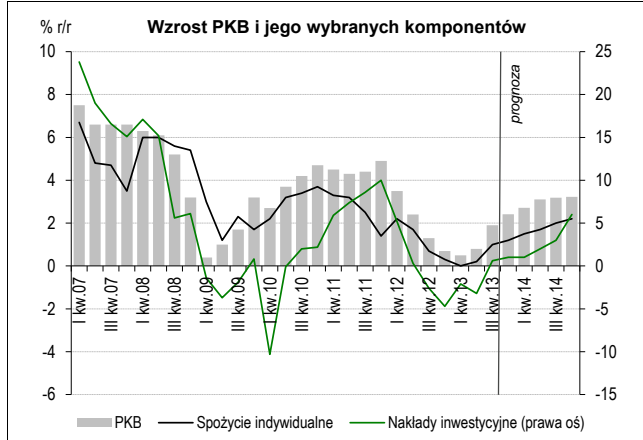
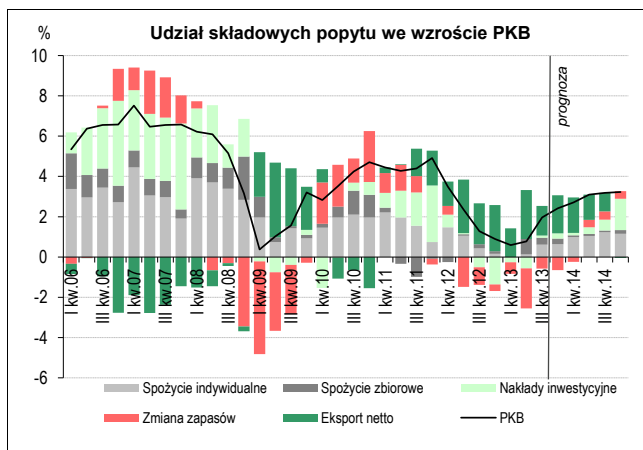
Ciekawostka: Poprzedni tytuł MAKROskopu nosił tytuł „Niech żyje bal”, co nawiązywało do perspektyw polityki pieniężnej, a na początku grudnia do obiegu trafiły monety Narodowego Banku Polskiego z Agnieszką Osiecką - autorką tekstu przeboju o tym tytule.

Na rynku finansowym 11 grudnia 2013 r.:

Stopa depozytowa NBP	1,00	WIBOR 3M	2,65	EURPLN	4,1803
Stopa referencyjna NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	2,87	USDPLN	3,0386
Stopa lombardowa NBP	4,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	3,63	CHFPLN	3,4221

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 11.12.2013 r.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, Markit, BZ WBK

Popyt krajowy odbija od dna

Wzrost PKB w Polsce w III kw. 2013 r. wyniósł 1,9% r/r, w porównaniu do 0,8% r/r w II kw. i 0,5% r/r w I kw. Dane potwierdzają, że gospodarka stopniowo się rozpędza i że proces ten – zgodnie z naszymi oczekiwaniami – oparty jest już nie tylko na dynamicznej ekspansji eksportu, ale również w coraz większym stopniu na ożywieniu popytu krajowego.

W III kw. tempo wzrostu popytu krajowego po raz pierwszy od pięciu kwartałów było dodatnie i wyniosło 0,5% r/r. Przyczyniło się do tego ożywienie popytu konsumentów (wzrost spożycia indywidualnego o 1,0% r/r po trzech kwartałach niemal zerowej dynamiki) oraz – co zasługuje również na uwagę – aktywności inwestycyjnej (wzrost nakładów brutto na środki trwałe o 0,6% r/r po czterech kwartałach wyraźnych spadków). O ile dynamika konsumpcji była mniej więcej spójna z naszymi oczekiwaniami, to wzrost inwestycji był pozytywnym zaskoczeniem. Prawdopodobnie wynikało to głównie z większej aktywności inwestycyjnej sektora prywatnego, aczkolwiek nie spodziewaliśmy się, że odbicie będzie na tyle silne, aby już w III kw. skompensować słabość inwestycji sektora publicznego. Pozwala to naszym zdaniem na nieco więcej optymizmu odnośnie dynamiki popytu krajowego w kolejnych kwartałach.

Jednocześnie, popyt zewnętrzny wciąż pełni ważną rolę w procesie wychodzenia z „dołka” – wzrost eksportu przyspieszył w III kw. do 6,4% r/r (najwyżej od 2,5 roku) i bazując na prognozach mówiących o dalszym przyspieszeniu tempa wzrostu gospodarczego za granicą (w szczególności w Niemczech) zakładamy, że kolejne kwartały przyniosą jeszcze wyższą dynamikę obrotów w handlu zagranicznym. Biorąc pod uwagę oczekiwane przez nas dalsze przyspieszenie wzrostu popytu krajowego, dynamika importu również będzie stopniowo rosła, aczkolwiek spodziewamy się, że zarówno w tym roku, jak i w 2014 wpływ eksportu netto na wzrost PKB pozostanie dodatni (choć stopniowo będzie się zmniejszał).

Gospodarka rozpędza się dalej w IV kw.

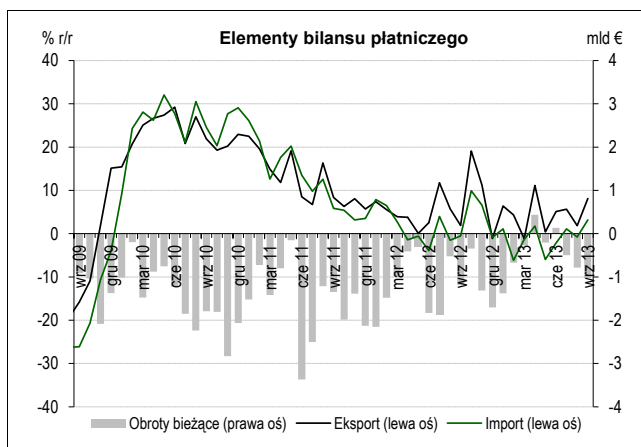
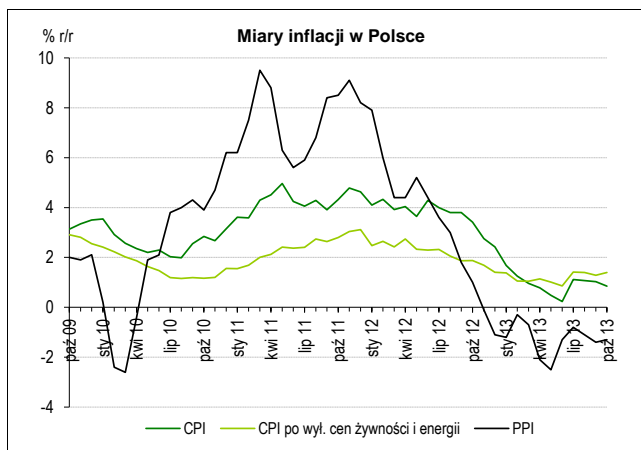
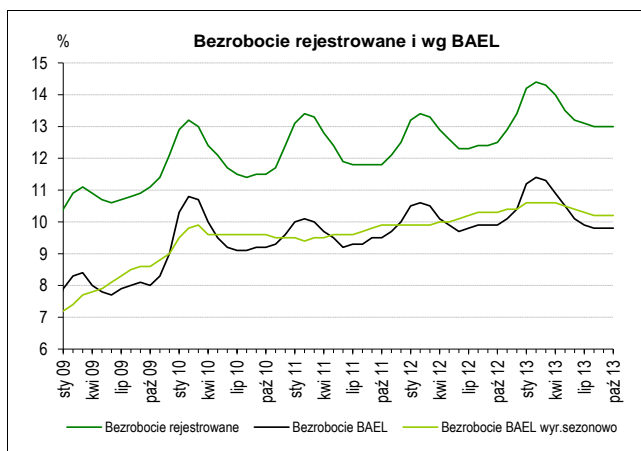
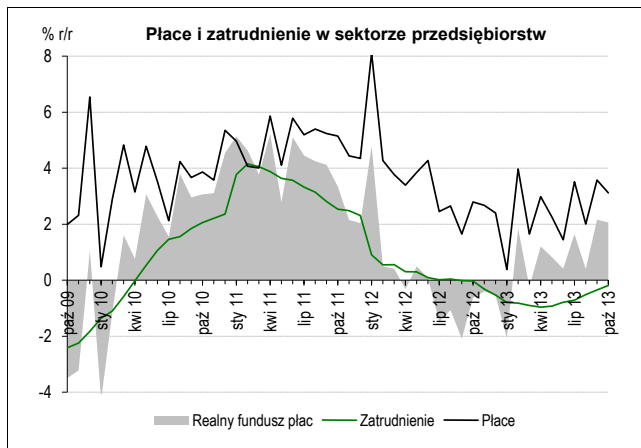
Indeks PMI wzrósł w listopadzie do 54,4 pkt. (najwyżej od kwietnia 2011). Subindeksy dla produkcji i nowych zamówień osiągnęły najwyższe wartości od wielu miesięcy (ok. 57 pkt.), a firmy informowały o umacniającym się popycie z rynku krajowego, a także z Europy i z USA. Indeks koniunktury GUS dla przetwórstwa wzrósł w listopadzie do 0,1 pkt. i był dodatni po raz pierwszy od października 2011 r. Z kolei wyprzedzający indeks ufności konsumentskiej (WWUK) osiągnął wartość -28,6 pkt., czyli również najwyżej od października 2011 r. Wskaźniki wyprzedzające sugerują zatem, że w IV kw. gospodarka dalej się rozpędzała. Jednakże, ten trend może być mniej widoczny w „twardych” danych, gdyż w IV kw. występuje ujemny efekt dni roboczych (wobec dodatniego w III kw.), co obniży niektóre statystyki, zwłaszcza produkcję przemysłową.

Produkcja przemysłowa wzrosła w październiku o 4,4% r/r wobec 6,3% r/r we wrześniu. Wg GUS wzrost po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych wyniósł 3,8% r/r. Podobnie jak wcześniej, największe wzrosty zanotowano w działach przemysłu tradycyjnie mocno związanych z eksportem, co wskazuje, że popyt zagraniczny nadal odgrywa dużą rolę w obecnej fazie ożywienia gospodarki.

Produkcja budowlano-montażowa zaskoczyła pozytywnie – jej roczna dynamika poprawiła się do -3,2% r/r (-6,1% r/r po korekcie sezonowej). Częściowo zapewne pomogła w tym wyjątkowo dobra jak na tę porę roku pogoda. Niemniej, jest to kolejny już miesiąc odbicia w tej branży po wyjątkowo głębokiej zapaści w I półroczu, co wydaje się potwierdzać kontynuację ożywienia w inwestycjach.

Dynamika sprzedaży detalicznej nieco spowolniła w październiku do 3,2% r/r z 3,9% r/r. Obroty w handlu detalicznym również spowolniły do 5,1% r/r z 7,1% r/r. Dane z rynku detalicznego za październik wpisują się w nasz bazowy scenariusz stopniowej poprawy konsumpcji prywatnej. W nadchodzących miesiącach spodziewamy się dalszej poprawy sytuacji w tym sektorze.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, BZ WBK

Zatrudnienie już wyższe niż przed rokiem?

▪ Dynamika zatrudnienia w sektorze firm wzrosła w październiku do -0,2% r/r z -0,3% r/r we wrześniu, po wzroście liczby zatrudnionych o 5 tys. w skali miesięcznej. Początkowo sądziliśmy, że tak dobry rezultat był częściowo skutkiem dobrych warunków pogodowych w październiku, które umożliwiły prowadzenie prac sezonowych (np. w budownictwie). Jednakże, szczegółowe dane o zatrudnieniu w sektorze przedsiębiorstw pokazały, że w październiku zatrudnienie w budownictwie nieznacznie spadło, a wzrosty zostały zanotowane w przetwórstwie przemysłowym i handlu. Ponadto, od kwietnia w sektorze firm przybyły już 23 tysiące nowych miejsc pracy, podczas gdy w zeszłym roku w analogicznym okresie zlikwidowano ich 20 tysięcy. Te dane potwierdzają, że nasilenie się pozytywnych trendów na rynku pracy pod wpływem ożywienia gospodarczego jest faktem. Naszym zdaniem już w danych za listopad możemy zobaczyć dodatnią stopę wzrostu zatrudnienia. Co ciekawe, według badania BAEL, już w III kw. liczba pracujących (w całej gospodarce) była wyższa niż rok wcześniej (+0,1%) a liczba bezrobotnych niższa (-0,2%), dzięki czemu stopa bezrobocia była niższa niż w III kw. 2012 r. (9,8% z 9,9%). Sugeruje to, że sytuacja na rynku pracy może poprawiać się szybciej, niż pokazują to dane miesięczne.

▪ Przeciętne wynagrodzenie w sektorze firm wzrosło w październiku o 3,1% r/r. Realny wzrost płac utrzymuje się na umiarkowanym poziomie (2,3% r/r), co z jednej strony wspiera konsumpcję prywatną, a z drugiej nie generuje zbyt szybkiego wzrost kosztów pracy dla firm. Fundusz płac w sektorze firm wzrósł w październiku o 2,9% r/r nominalnie i 2,1% r/r realnie. To nieco mniej niż we wrześniu, ale od początku roku możemy zaobserwować wyraźną poprawę w tym obszarze.

▪ Według szacunków MPiPS i naszych, stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w listopadzie do 13,2% z 13,0% w październiku, zgodnie ze wzorcem sezonowym.

Inflacja będzie powoli rosta

▪ Inflacja w październiku spadła do 0,8% r/r z 1,0% we wrześniu. Głównym powodem obniżenia wskaźnika CPI były ceny żywności i napojów bezalkoholowych, które zanotowały spadek o 0,1% m/m – zupełnie nietypowy jak na tę porę roku, kiedy zazwyczaj ma miejsce wyraźny sezonowy wzrost cen w tej kategorii. Pozostałe kategorie pokazały raczej wzrost, w związku z czym inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i paliw podniosła się do 1,4% r/r z 1,3% r/r. PPI wciąż pozostaje poniżej zera (-1,3% r/r).

▪ Podtrzymujemy prognozę umiarkowanego wzrostu inflacji w kolejnych miesiącach (choć jeszcze nie w listopadzie). Zapewne nie przeszkodzi to w zapowiedzianej przez RPP stabilizacji stóp do połowy 2014 r. W III kw. 2014 r. stopy mogą jednak pójść w górę, jeśli inflacja nadal będzie rosła (powyżej projekcji NBP), a wzrost PKB będzie zbliżał się do 3% (z rosnącą rolą popytu krajowego).

Deficyt obrotów bieżących mimo nadwyżki w handlu

▪ Saldo obrotów bieżących wykazało we wrześniu -1,02 mld €, To najwyższy deficyt obrotów bieżących od stycznia br.

▪ Saldo obrotów towarowych wyniosło +673 mln €, co jest najwyższą miesięczną nadwyżką w handlu zagranicznym od kiedy dostępne są dane NBP w porównywalnym ujęciu (od stycznia 2000 r.).

▪ Wzrost deficytu obrotów bieżących we wrześniu pomimo nadwyżki towarowej wynikał z pogorszenia salda usług (259 mln €), transferów bieżących (-151 mln €) i dochodów (-1,8 mld €). W dwóch pierwszych przypadkach była to jednak prawdopodobnie zmiana przejściowa, związana z sezonowością i schematem przepływu środków z UE. Bardziej trwały charakter ma tendencja pogłębiającego się deficytu na rachunku dochodów, która powoduje, że zrównoważenie rachunku obrotów bieżących w Polsce będzie trudne nawet przy osiągnięciu trwałej nadwyżki w handlu zagranicznym.

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragmenty komunikatu RPP w grudniu

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany. (...) Umiarkowany wzrost aktywności gospodarczej na świecie oraz spadek dynamiki cen energii sprzyjały obniżeniu się inflacji w wielu krajach.

Polityka pieniężna głównych banków centralnych pozostaje silnie ekspansywna. W listopadzie Europejski Bank Centralny obniżył podstawową stopę procentową, a pozostałe główne banki centralne utrzymały dotychczasową skalę ekspansji monetarnej.

W Polsce, dane o PKB za III kw. potwierdziły kontynuację stopniowego ożywienia wzrostu gospodarczego. (...) W październiku nastąpiło nieznaczne spowolnienie rocznej dynamiki produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Równocześnie dynamika produkcji budowlano-montażowej, mimo wzrostu, pozostała ujemna. Wskaźniki koniunktury sygnalizują jednak dalsze stopniowe ożywienie aktywności w kolejnych kwartałach.

Presja popytowa i kosztowa w gospodarce pozostaje niska. Inflacja CPI w październiku obniżyła się do 0,8% r/r (z 1,0% r/r we wrześniu), pozostając wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Towarzyszyło temu utrzymanie się niskiej inflacji bazowej, a także spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu. Równocześnie oczekiwania inflacyjne pozostały niskie.

W ocenie Rady, w najbliższych kwartałach prawdopodobna jest kontynuacja stopniowej poprawy koniunktury, jednak presja inflacyjna pozostanie ograniczona. W związku z tym Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. **Rada podtrzymuje ocenę, że stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmiennymi co najmniej do końca pierwszego półrocza 2014 r.**

Kancelaria Prezydenta RP nt powołania nowego członka RPP

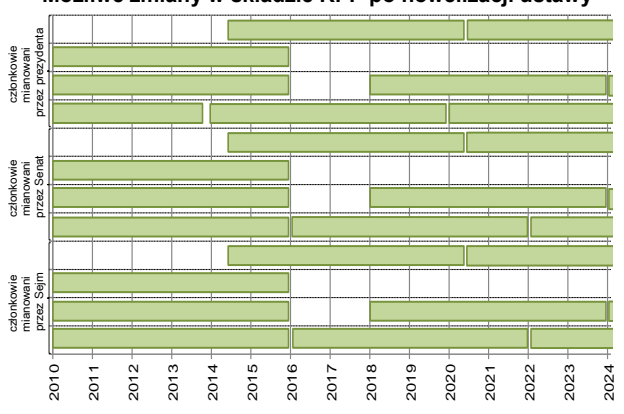
9.10 (PAP) Z pewnością prezydent nie będzie zwlekał z powołaniem nowego członka Rady Polityki Pieniężnej w miejsce prof. Zyty Gilowskiej. Najpierw jednak musi zostać rozstrzygnięta wątpliwość prawna czy nowy członek dokończy tę kadencję czy będzie powołany na pełną 6-letnią. To nie zostało jeszcze rozstrzygnięte.

17.10 (PAP) W ocenie Biura Prawa i Ustroju Kancelarii Prezydenta RP zarówno wykładnia gramatyczna (językowo-logiczna) cytowanych przepisów, jak i wykładnia funkcjonalna prowadzą do wniosku, że ustrojodawca przyjął koncepcję indywidualnej kadencji poszczególnych członków RPP, a nie Rady jako całości oraz, że powołanie każdego członka następuje na okres sześciu lat.

15.11 (PAP) Decyzja (w sprawie powołania nowego członka RPP) zostanie ogłoszona pod koniec listopada lub na początku grudnia.

4.12 (PAP) Pan prezydent poinformował dzisiaj, że ma już kandydata na nowego członka RPP i powoła go po powrocie z wizyty w Zatoce (Perskiej), czyli po 13 grudnia.

Możliwe zmiany w składzie RPP po nowelizacji ustawy



Źródła: NBP, PAP, BZ WBK

Jeszcze pół roku przewidywalnej polityki pieniężnej

▪ Zgodnie z oczekiwaniami, główne stopy procentowe NBP pozostały w grudniu bez zmian, a Rada Polityki Pieniężnej podtrzymała deklarację ich stabilizacji co najmniej do końca I półrocza 2014 r. Nie spodziewamy się wystąpienia czynników, które mogłyby Radę odwieść od realizacji tej zapowiedzi.

▪ Wciąż wydaje nam się jednak, że im bliżej będzie połowy 2014 r., tym coraz bardziej zasadne będzie pytanie o początek zacieśnienia polityki pieniężnej. Jeszcze niedawno niektórzy członkowie RPP w ogóle nie widzieli oznak ożywienia, tymczasem na ostatniej konferencji prasowej Marek Belka określił je, jako „stopniowe, ale nieuchronne”. Podejrzewamy, że kolejne dane z gospodarki ugruntują przekonanie Rady nt. dalszej poprawy sytuacji. Tym bardziej, że ożywienie będzie w coraz większym stopniu generowane przez popyt krajowy, przy kontynuacji poprawy sytuacji na rynku pracy. Nasze prognozy wskazują, że inflacja bazowa może zbliżyć się, a być może nawet przekroczyć 2% w I połowie 2014. Co za tym idzie, korekta poprzedniej ścieżki z projekcji inflacji NBP, dokonana w listopadzie, może okazać się niewystarczająca i na początku roku możemy zobaczyć kolejną. Tak więc, pierwszym ciekawym posiedzeniem RPP w najbliższej przyszłości będzie spotkanie w lutym, na którym poznamy nową projekcję. Kolejna projekcja będzie już w lipcu, czyli po sugerowanym okresie stabilnych stóp.

▪ W drugiej połowie 2014 roku Rada będzie już musiała odpowiedzieć na pytanie czy w zmienionych warunkach makroekonomicznych (wyższy wzrost, wyższa inflacja) należy utrzymać stopy na tak niskim poziomie jak obecnie (który – przypomnijmy – został ustalony w warunkach niemal zerowego wzrostu PKB i niemal zerowej inflacji).

▪ Spodziewamy się dwóch podwyżek stóp procentowych (po 25 pkt bazowych) w drugim półroczu 2014, pierwszej z nich na jesieni.

▪ Dwa główne czynniki ryzyka dla tego scenariusza (oznaczające możliwość wydłużenia okresu stabilizacji stóp) są następujące: (1) realizacja niższej ścieżki inflacji niż wynika z naszych obecnych prognoz (m.in. pod wpływem niższych cen żywności i cen surowców na rynkach światowych), oraz (2) możliwe zmiany w składzie Rady Polityki Pieniężnej, które mogą przesunąć bilans opinii w RPP w kierunku bardziej gołębim (szczegóły poniżej).

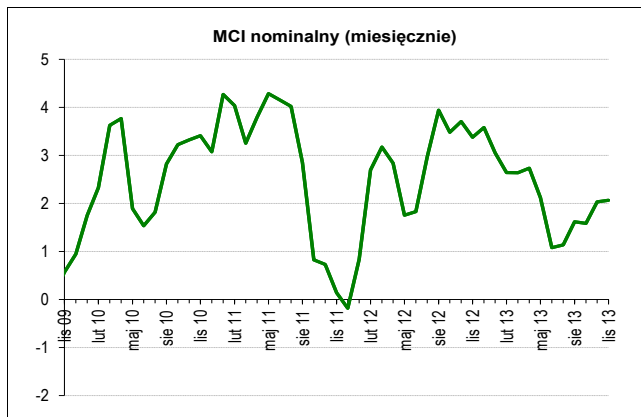
RPP może się powiększyć o nowych członków

▪ Pierwsza zmiana w składzie RPP powinna nastąpić już w najbliższych dniach – prezydentowi kończy się ustawowy czas (3 miesiące) na nominację następcy Zyty Gilowskiej. Wg nieoficjalnych informacji najbardziej prawdopodobnym kandydatem jest Jerzy Osiatyński, obecny doradca Prezydenta RP. Jego poglądy nt. polityki pieniężnej z pewnością można określić, jako znacznie bardziej gołębie niż Gilowskiej (więcej na następnej stronie).

▪ Kolejne zmiany mogą nastąpić już w przyszłym roku. Ministerstwo Finansów przedstawiło nową wersję projektu zmiany ustawy o NBP, wg której w 2014 r. Sejm, Senat i Prezydent powołaliby dodatkowo po jednym członku RPP, w ten sposób skład Rady powiększyłby się przejściowo do 12 osób (+ Prezes NBP). W 2016 r., kiedy kończy się kadencja obecnych członków RPP, organy powołujące wybrałyby na nową kadencję po jednym członku – liczebność RPP przejściowo zmalałaby do 6 osób (+ Prezes). Po kolejnych dwóch latach powołano by kolejnych trzech członków Rady, uzupełniając jej skład do docelowej liczby 9 osób (+Prezes). W ten sposób w kolejnych kadencjach rotacja w RPP następowałaby stopniowo (wymiana 3 członków co 2 lata). Uważamy, że to dobre rozwiązanie, które powinno zwiększać stabilność polityki pieniężnej.

▪ Jednocześnie, trzech nowych członków RPP w 2014 r. może wyraźnie przesunąć bilans sił w Radzie w kierunku bardziej gołębim, w wyniku czego zgromadzenie większości (7 głosów) za podwyżką stóp może zająć więcej czasu niż w obecnej konfiguracji („tylko” 5).

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



MCI stabilny, relatywnie nisko

- Indeks restrykcyjności polityki pieniężnej był w listopadzie stabilny, gdyż zarówno na rynku walutowym, jak i pieniężnym panował w zeszłym miesiącu spokój.
- Indeks MCI wzrósł nieco w ostatnich miesiącach, ale wciąż utrzymuje się na relatywnie niskim poziomie, co sugeruje, że restrykcyjność polityki pieniężnej nie powinna być przeszkodą dla wychodzenia gospodarki z dołka.
- Ostatnie badania NBP sugerują, że wpływ kursu walutowego na inflację (tzw. pass-through) może być słabszy niż dotychczas szacowano, podczas gdy wpływ stóp procentowych jest silniejszy. Jeśli faktycznie tak jest, to znaczące obniżenie stóp procentowych w 2012 i 2013 r. (o 225 punktów bazowych) może mieć mocniejszy wpływ na inflację w przyszłym roku.



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)



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.

Część członków RPP uważa, że stabilizacja stóp może się wydłużyć

Na konferencji prasowej po ostatnim posiedzeniu RPP Prezes NBP Marek Belka podkreślił, że członkowie Rady są jednomyślni co do tego, że stopy powinny pozostać bez zmian co najmniej do połowy 2014 roku. Potwierdzają to zresztą ich wypowiedzi z ostatnich tygodni. Niektórzy przedstawiciele RPP uważają wręcz, że stabilizacja stóp procentowych może potrwać dłużej – zdaniem Anny Zielińskiej-Głębockiej do końca III kwartału, wg Adama Glapińskiego, Andrzeja Bratkowskiego i Elżbiety Chojny-Duch nawet do końca 2014 roku. Wprawdzie ta ostatnia członkini RPP nadal nie wyklucza obniżki stóp procentowych „jeżeli wzrost będzie zbyt powolny (...), zwłaszcza jeżeli działania innych banków centralnych będą szły w stronę luzowania polityki pieniężnej”, ale najwyraźniej jest to odosobniony pogląd i zdecydowana większość w Radzie uważa, że jeśli nadejdzie pora na zmiany stóp, będą to podwyżki.

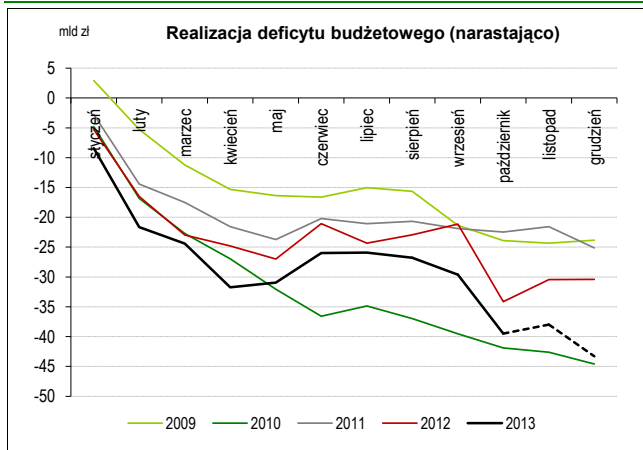
Powołanie nowego członka może powiększyć to grono

Jeżeli nowym członkiem RPP zostanie, zgodnie z informacjami Reutera, Jerzy Osiałyński, wówczas grono zwolenników dłuższej stabilizacji stóp niewątpliwie się powiększy. W niedawnym wywiadzie dla PAP doradca Prezydenta RP stwierdził, że trudno oczekiwać, aby polityka pieniężna mogła znacząco pobudzić inwestycje i wzrost gospodarczy, ale na pewno nie powinna im szkodzić. Dlatego jego zdaniem „utrzymywanie aktualnego poziomu stóp procentowych możliwie jak najdłużej jest ze wszech miar pożądane”. Łącznie mielibyśmy więc niebawem grono przynajmniej pięciu osób, którym nie spieszy się do zacieśniania polityki pieniężnej. Bez poparcia Prezesa NBP to jednak nadal może nie być większość decydująca.

... ale poprawa sytuacji ekonomicznej powinna działać w drugą stronę

Nie jesteśmy przekonani, czy obecny układ poglądów w Radzie utrzyma się, jeśli kolejne dane z polskiej gospodarki będą – zgodnie z naszymi oczekiwaniami – potwierdzały scenariusz przyspieszającego wzrostu gospodarczego, w coraz większym stopniu opartego na popycie krajowym. Marek Belka podkreślił ostatnio, że struktura wzrostu gospodarczego jest dla Rady bardziej istotna niż sama dynamika PKB. Inni członkowie RPP również wspominali, że nie obawiają się presji inflacyjnej, dopóki wzrost oparty jest głównie na eksporcie netto. Tymczasem to już się zmienia. Kolejne kwartały przyniosą naszym zdaniem większe ożywienie popytu krajowego, wyraźniejszą poprawę na rynku pracy, a także wyższą dynamikę CPI i inflacji bazowej niż wynika z ostatniej projekcji NBP, co nie pozostanie bez wpływu na opinie członków RPP. Już w opisie z listopadowego posiedzenia RPP można przeczytać, że zdaniem niektórych członków Rady wzrost inflacji może być wyższy niż przewidywany w projekcji, jeśli presja popytowa będzie silniejsza niż zakładana w projekcji lub wystąpią negatywne wstrząsy na rynkach surowców. Ci sami członkowie zwrócili uwagę, że wzrost inflacji może spowodować obniżenie realnej stopy procentowej. Andrzej Rzońca przypomniał na ostatniej konferencji prasowej (podkreślając, że stara się mówić w imieniu całej Rady), że RPP chce prowadzić konwencjonalną politykę pieniężną, która charakteryzuje się dodatnimi realnymi stopami procentowymi. Również Jerzy Osiałyński, dziś zwolennik długiej stabilizacji stóp, uważa, że nie ma powodów do obaw o inflację dopóki nie rosną jednostkowe koszty pracy. Warto więc zauważyć, że nasze prognozy wskazują, że wzrost JKP przyspieszy z niemal zera obecnie do ponad 2% r/r pod koniec 2014 r.

Pod lupą: polityka fiskalna



	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	11.12	zmiana od 12.11.13	zmiana od 31.12.12	11.12	zmiana od 12.11.13	zmiana od 31.12.12
Polska	259	-4	19	83	-2	4
Czechy	41	-14	-13	60	1	-3
Węgry	406	-33	-86	281	13	11
Grecja	696	-6	-357	26	17	26
Hiszpania	221	-15	-179	164	-5	-123
Irlandia	165	-13	-154	123	-1	-93
Portugalia	418	2	-150	343	-13	-94
Włochy	223	-14	-98	185	-13	-89
Francja	48	-8	-20	52	2	-37
Niemcy	-	-	-	24	1	-15

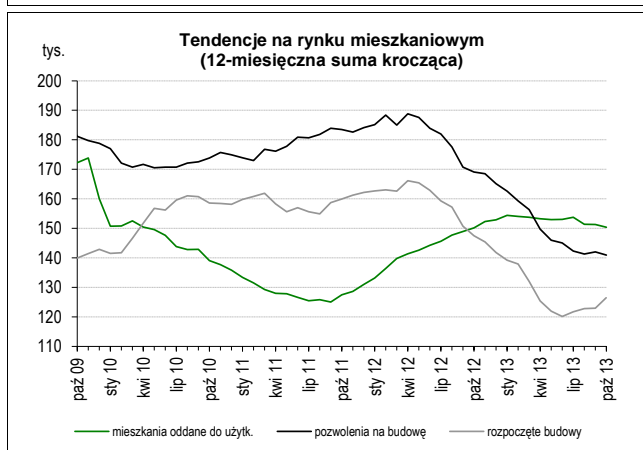
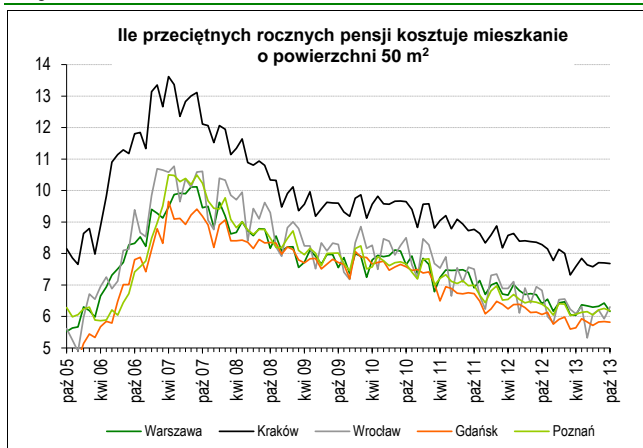
Niższa realizacja deficytu budżetowego za 2013 r. realna

- Na koniec października deficyt budżetowy wyniósł ok. 39,5 mld zł, co stanowiło 76,5% rocznego planu. Po stronie dochodowej odnotowano znaczącą poprawę, głównie w wyniku wyższych dochodów z VAT (w skali miesiąca przyrost sięgnął prawie 12 mld zł wobec ok. 9 mld zł średniej w okresie I-IX br.). Stopień realizacji wydatków budżetowych po 10 miesiącach był zbliżony do realizacji w analogicznym okresie 2012 r.
- Z wypowiedzi przedstawicieli MF wynika, że w listopadzie odnotowano nadwyżkę budżetową w wysokości 1 mld zł. To oznacza, że koniec roku, podobnie jak w poprzednich latach, przynosi dość znaczące oszczędności po stronie wydatkowej, a dzięki poprawie sytuacji gospodarczej nieco lepszą realizację dochodów podatkowych. Niewykluczone, że tegoroczny deficyt budżetowy może być niższy od planu (po nowelizacji) nawet o ok. 8 mld zł.

Działania banków centralnych kształtują trendy na rynkach

- Nieoczekiwana decyzja EBC obniżająca stopy procentowe na listopadowym posiedzeniu wsparła niemiecki dług. Umocnienie było krótkotrwałe. Bardziej jastrzębi wydzwięk minutes z październikowego posiedzenia FOMC dał impuls do wzrostów na rynkach bazowych. Początek grudnia przyniósł nieznaczne odreagowanie.
- Dług krajów peryferyjnych nieznacznie zyskał na wartości dzięki poprawiającym się perspektywom gospodarczym tamtejszych krajów. W efekcie różnica wobec niemieckich odpowiedników uległa zawężeniu, spadły również notowania CDSów.
- Aktywność banków centralnych pozostaje wciąż w centrum uwagi. Inwestorzy w szczególności skoncentrują się na posiedzeniu Fed i nowych prognozach makro. Jeśli grudniowe posiedzenie FOMC nie przyniesie decyzji o rozpoczęciu redukcji programu QE3 to nie wykluczamy spadku rentowności na rynkach bazowych.

Rynek nieruchomości

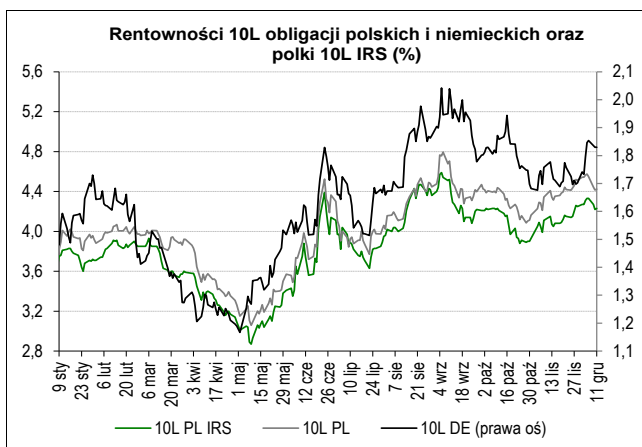
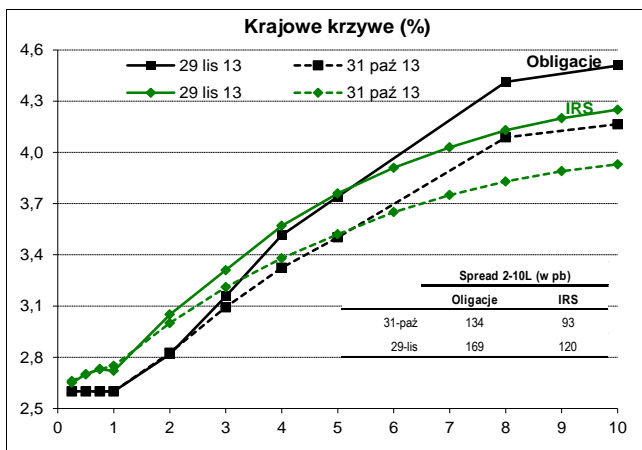
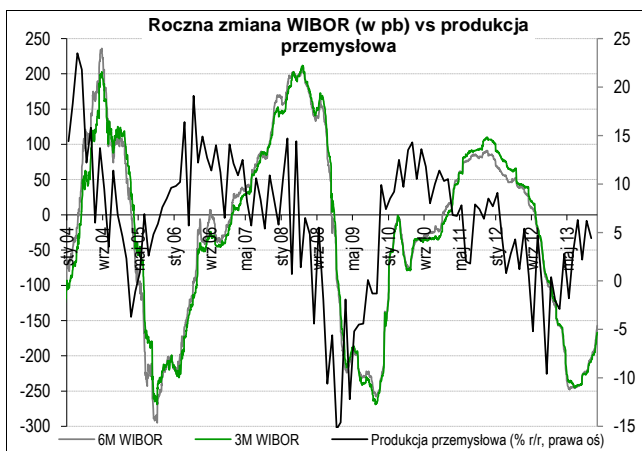
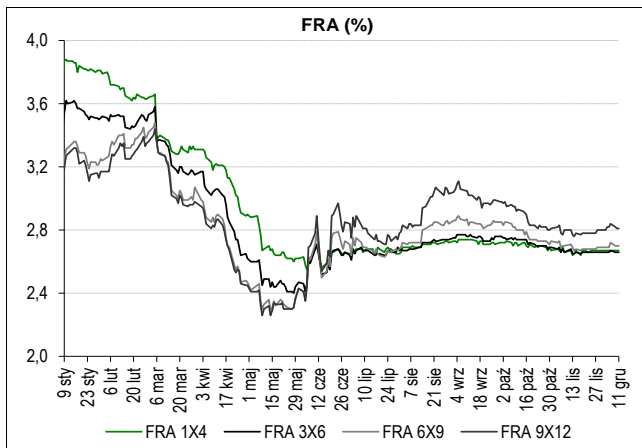


Mieszkania coraz bardziej dostępne, ceny zaczęły rosnąć

- Październik był trzecim z rzędu miesiącem lekkiego wzrostu przeciętnych ofertowych cen mieszkań na rynku wtórnym w największych polskich miastach. Na razie skala ruchu nie jest duża (1-3% w ciągu 3 miesięcy, w zależności od lokalizacji), ale niewykluczone, że mamy wreszcie do czynienia z początkiem trwalszej tendencji. Tym bardziej, że wg pośredników rynku nieruchomości lekkie odbicie cen ofertowych towarzyszy wyraźny wzrost liczby transakcji na rynku i liczby osób zainteresowanych zakupem. Co ciekawe, średnie ceny transakcyjne w wielu miastach spadły w ostatnim miesiącu, ponieważ popyt klientów nadal koncentruje się na najtańszych lokalach.
- Ożywieniu na rynku sprzyja stopniowo rosnąca przeciętna dostępność mieszkań – relacja średnich wynagrodzeń do ceny zakupu nieruchomości powróciła w ostatnich miesiącach do poziomu z 2005 r., tj. z wczesnego etapu boomu mieszkaniowego. Jeszcze wyraźniej poprawiły się wg naszych szacunków indeksy teoretycznej dostępności mieszkań przy zakupie finansowanym kredytem mieszkaniowym w złotych (relacja teoretycznej raty kredytu na 50-metrowe mieszkanie do średniej miesięcznej pensji obniżyła się o ok. 20% w ciągu ostatniego roku).
- Na razie zmiany te mają ograniczony wpływ na sytuację na rynku kredytowym – kredyty gospodarstw domowych na nieruchomości rosną od kilku miesięcy w skromnym tempie 3,6% r/r (po korekcie kursowej). Najwyraźniej aktywizacja popytu dotyczy na razie – jak pisaliśmy dwa miesiące temu – głównie klientów „gotówkowych”.
- Podaż nowych mieszkań na rynku nadal rośnie w niezłym tempie, ale inwestorzy od pewnego czasu ograniczają plany inwestycyjne, co może zaowocować mniejszą ofertą w kolejnych kwartałach.

Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, szybko.pl, BZ WBK

Rynek stopy procentowej



Źródła: Reuters, BZ WBK

Niska inflacja ogranicza wzrost stawek pieniężnych

W listopadzie na rynku pieniężnym nie zaszły istotne zmiany. Wydłużenie okresu stabilnych stóp przynajmniej do połowy 2014 r. na listopadowym posiedzeniu RPP zakotwiczyło stawki WIBOR na poziomach z końca września. Listopadowa decyzja Rady oraz wypowiedzi jej przedstawicieli utwierdziły inwestorów w przekonaniu, że pierwsza podwyżka stóp może mieć miejsce w perspektywie 12 miesięcy (IV kw. 2014). Początek grudnia przyniósł stopniowy wzrost stawki FRA9x12, co sugeruje, że inwestorzy nie wykluczają nieco wcześniejszego rozpoczęcia cyklu zacieśniania polityki monetarnej.

Wykres obok pokazuje zależność między roczną zmianą stawek WIBOR (3- oraz 6-miesięcznymi) a dynamiką produkcji. Dane historyczne pokazują, że stawki WIBOR z pewnym opóźnieniem reagują na zmiany w gospodarce realnej. Z taką sytuacją możemy mieć do czynienia również w najbliższym czasie. Rynek znajdzie się pod wpływem wypowiedzi członków RPP, którzy wskazują, że stopy mogą pozostać na niezmiennym poziomie dłużej niż do połowy przyszłego roku (Bratkowski, Chojna-Duch) a coraz lepszymi danymi makro z gospodarki realnej, potwierdzającymi postępujące ożywienie gospodarcze. Wcześniejsze zachowanie się RPP wskazuje na jej dużą wrażliwość na bieżące publikacje danych makro, dlatego też lepsze od oczekiwań dane (z czym mieliśmy do czynienia w ostatnim okresie) mogą wpłynąć na zmianę oczekiwań.

W naszej ocenie stawki WIBOR pozostaną na relatywnie stabilnym poziomie w najbliższych miesiącach. Będzie to efekt łagodnego przebiegu inflacji oraz wciąż umiarkowanego wzrostu gospodarczego. Stawki FRA mogą charakteryzować się większą zmiennością – sygnały silniejszego ożywienia gospodarczego powinny przełożyć się na wzrost stawek.

Krzywe coraz bardziej strome

Listopad charakteryzował się znaczącym wzrostem rentowności obligacji i stawek IRS na środku i długim końcu krzywych. Był to przede wszystkim efekt pogorszenia nastrojów na rynkach globalnych (rentowności niemieckich i amerykańskich obligacji wzrosły po publikacji minutes z październikowego posiedzenia Fed). Zmiany w rządzie Donalda Tuska, w tym zmiana na stanowisku ministra finansów, nie miały istotnego wpływu na zachowanie się inwestorów na krajowym rynku stopy procentowej.

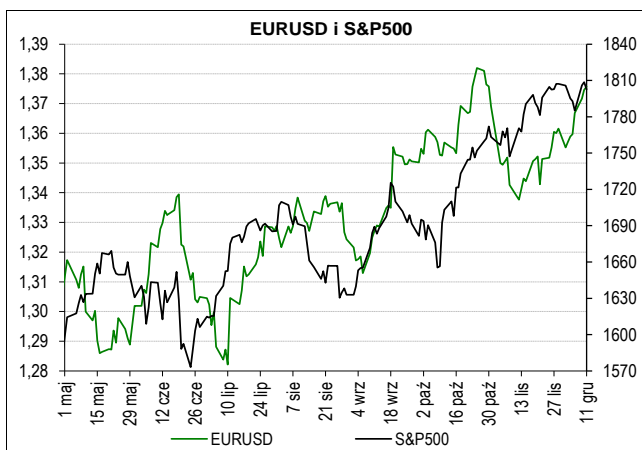
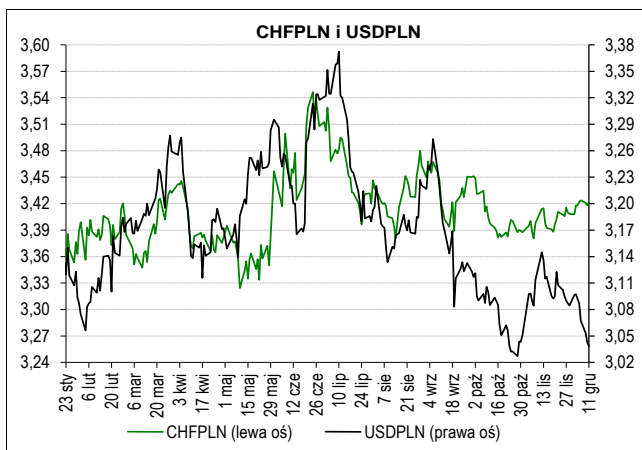
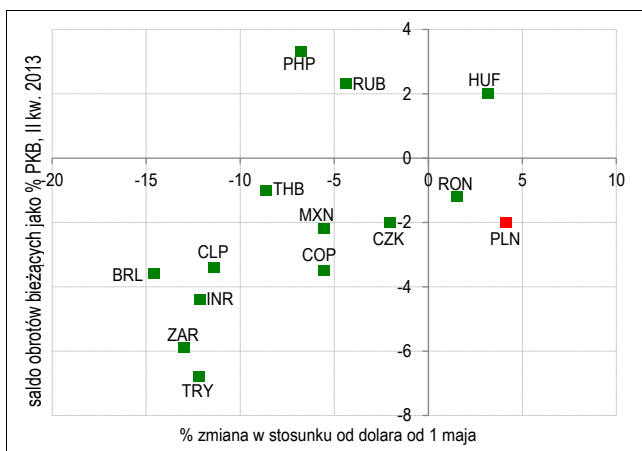
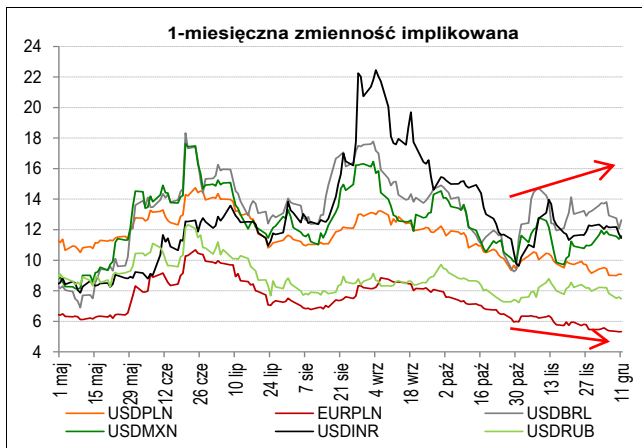
W efekcie zmian, jakie nastąpiły mieliśmy do czynienia ze strategią „bearish steepener”. Spread 2-10 lat rozszerzył się dość znacząco i wyniósł odpowiednio 120 pb dla IRS (wobec 93 pb na koniec października) oraz ok. 170 pb dla obligacji (ws 134 pb). Co więcej krzywe 10-latkki zachowywały się słabiej niż dług krajów periferijnych. Warto zauważyć, że spread pomiędzy rentownością polskiej a niemieckiej obligacji w sektorze 10 lat zbliżył się do górnego ograniczenia trendu, zapoczątkowanego na przełomie czerwca-lipca. Początek grudnia przyniósł wzrosty rentowności wzdłuż krzywych, co było efektem dalszego pogorszenia nastrojów na rynkach bazowych. Warto jednak zauważyć, że skala wzrostu rentowności krajowego długu była umiarkowana w porównaniu do wzrostów na rynkach bazowych. Rentowność krajowej 10-latkki tymczasowo sięgnęła 4,61%, po czym nastąpił spadek w kierunku 4,40%.

Czynniki globalne wciąż kluczowe dla nastrojów rynkowych

Krótki koniec krzywych wydaje się być dobrze zakotwiczone blisko bieżących poziomów. Wsparciem dla tych instrumentów są perspektywy inflacyjne (niższy przebieg ścieżki inflacyjnej niż wcześniej oczekiwano) oraz wypowiedzi przedstawicieli RPP.

Środek i długi koniec krzywych są silnie zależne od czynników zewnętrznych, w szczególności od przyszłej decyzji Fed odnośnie redukcji QE3. Jeśli FOMC na grudniowym posiedzeniu po raz kolejny przesunie decyzję odnośnie tzw. taperingu na 2014 (co jest naszym bazowym scenariuszem) to nie wykluczamy pewnego odreagowania na rynku stopy. W średnim terminie podtrzymujemy scenariusz wzrostu stawek IRS i rentowności obligacji.

Rynek walutowy



Źródła: GUS, Reuters, BZ WBK

Złoty nadal czeka na impuls

Minione tygodnie nie przyniosły wyraźnych zmian w notowaniach EURPLN, stały nawet pod znakiem dalszego zawężania się pasma wahań kursu. Listopad i pierwsza połowa grudnia były więc całkiem nudnym okresem na tym rynku.

Ewidentnie odzwierciedlone jest to w notowaniach 1-miesięcznej implikowanej zmienności dla tego kursu. W drugim tygodniu grudnia spadła ona do najniższego poziomu od kiedy dostępne są dane (w systemie Bloomberg). Jest to dość interesująca obserwacja wobec faktu, iż rynek jest teraz pod wpływem zmieniających się oczekiwań na pierwszy krok FOMC na drodze do zakończenia programu skupu obligacji. Kilka miesięcy temu pokazywaliśmy, że inne waluty krajów rozwijających się – np. brazylijski real, meksykańskie oraz chilijskie peso – straciły do dolara więcej, niż z złoty w okresie eskalacji obaw o rychłe ograniczenie skali QE3. Większą zmienność tych walut i za razem wrażliwość na zmiany nastrojów również widać w zmianach 1-miesięcznej zmienności – w ostatnich miesiącach zaobserwować można dywergencję w notowaniach tego wskaźnika dla EURPLN (a nawet USDPLN) i USDBRL, USDMXN czy USDINR. Wydaje się, iż w pewnym stopniu za tak stabilne zachowanie złotego odpowiadać może wyraźnie lepsza pozycja zewnętrzna polskiej gospodarki. Na drugim wykresie widać, że deficyt obrotów bieżących jako % PKB w kraju jest mniejszy, niż dla wielu państw z rynków wschodzących.

Warto również zauważyć, że silne dane z amerykańskiego rynku pracy powodują coraz mniejsze wahania EURUSD oraz nie stoją na przeszkodzie indeksom giełdowym w USA w ich drodze po kolejne rekordy. Co prawda złoty nie zyskuje w okresach wzrostu popytu na ryzykowne aktywa, ale nie traci w obawie o ograniczenie programu QE3.

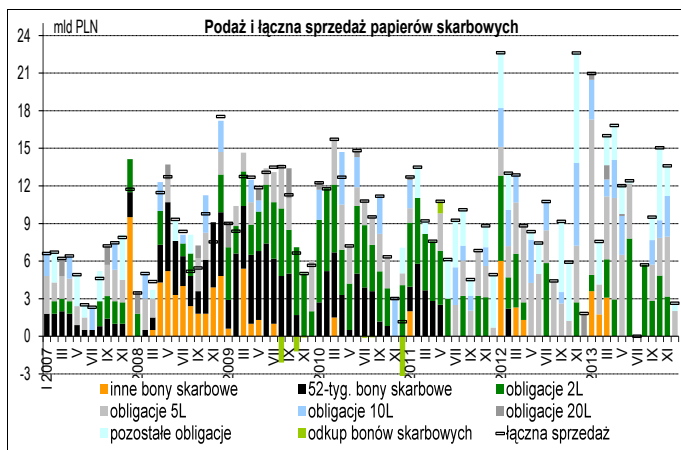
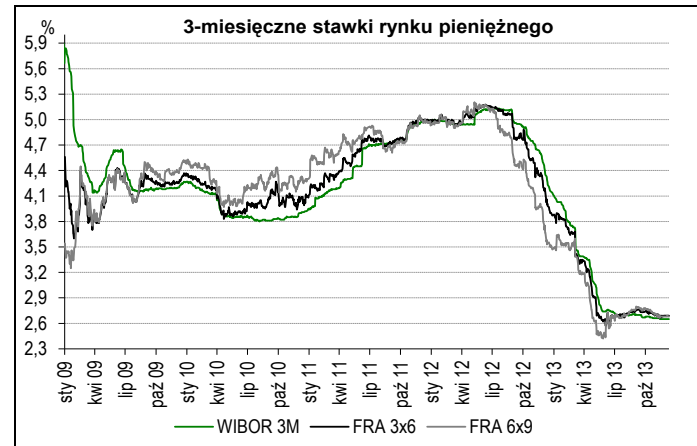
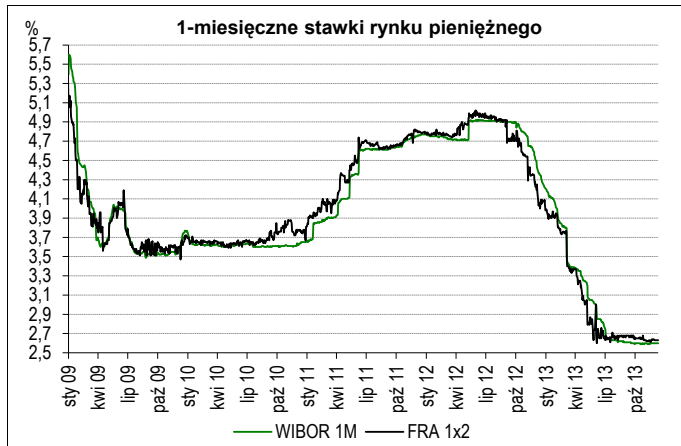
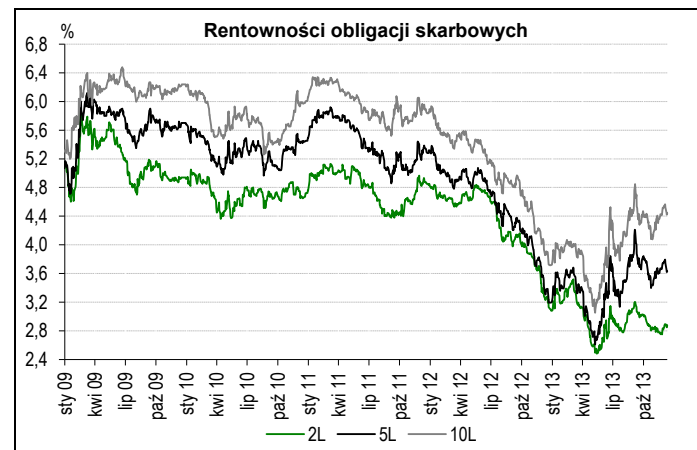
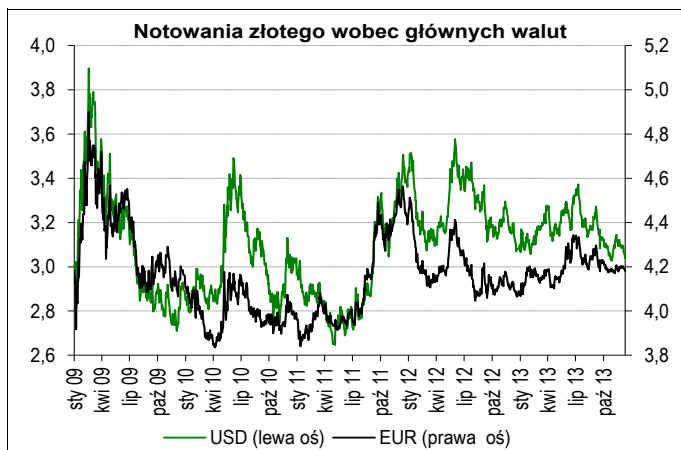
Wygląda więc na to, że obecnie na rynku złotego oczekiwania na dalsze odbicie gospodarcze neutralizują niepewność związaną z terminem i tempem ograniczania skali pieniężnej stymulacji USA. Nie spodziewamy się ograniczenia QE3 w grudniu, ale nawet jeżeli taka decyzja zapadnie, sądzimy, że wcale nie musi to mieć dużego negatywnego wpływu na złotego. Poza tym, grudzień to miesiąc, w którym często na rynku obecne są NBP oraz BGK i perspektywa ich ewentualnego pojawienia się w tym roku też może ograniczać skalę wahań. Spodziewamy się, że EURPLN wyniesie w grudniu średnio 4,18, chociaż analiza techniczna wskazuje na ryzyko krótkotrwałego osłabienia do ok. 4,24.

Euro zyskuje dzięki retoryce EBC mimo dobrych danych z USA

Zgodnie z tym czego się spodziewaliśmy, po gwałtownym spadku z przełomu października i listopada (wywołanym decyzją EBC oraz silnymi danymi z USA), EURUSD kontynuował trend wzrostowy. Na korzyść wspólnej waluty działały gołębie wypowiedzi Jannet Yellen, dane wskazujące na odbicie inflacji w strefie euro i mniej gołębia niż się spodziewano retoryka EBC po grudniowym posiedzeniu. Mario Draghi sugerował, że po listopadowej nieoczekiwanej obniżce stóp, bank nie czuje presji, aby w najbliższej przyszłości podjąć dalsze, niestandardowe działania. Spadek obaw o choćby obcięcie stopy depozytowej poniżej zera sprawiły, że EURUSD odrobił już prawie całość spadku z przełomu października i listopada i waha się blisko 1,38.

Dane z amerykańskiego rynku pracy za październik oraz listopad pokazały przyrost zatrudnienia poza rolnictwem o co najmniej 200 tys. osób. Mimo tego, dolar nie zyskał na wartości w relacji do euro. Korelacja EURUSD z indeksem S&P500 od 8 listopada do połowy wynosi prawie 70%, co dobrze pokazuje, iż dla rynku istotniejsze od perspektyw ograniczenia QE3 były nadzieje na kontynuację odbicia gospodarczego (i poprawy wyników finansowych firm). Korzystało na tym również euro. Nie spodziewamy się ogłoszenia ograniczenia QE3 w grudniu. Uważamy, że FOMC może zasugerować zbliżenie się momentu ograniczania skali stymulacji, ale czekać może wg nas nawet do momentu przejścia sterów Fed przez Jannet Yellen (pod koniec lutego).

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	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			
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-	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	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	PS0416/WZ0119

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja odkupu

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
9 grudnia DE: Eksport (X) DE: Produkcja przemysłowa (IX) CZ: Produkcja przemysłowa (X)	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)
16 PL: Inflacja bazowa (XI) CN: Wstępny PMI – przemysł (XII) DE: Wstępny PMI – przemysł (XII) EZ: Wstępny PMI – przemysł (XII) US: Produkcja przemysłowa (XI)	17 PL: Płace i zatrudnienie (XI) DE: Indeks ZEW (XII) EZ: HICP (XI) CZ: Decyzja banku centralnego HU: Decyzja banku centralnego US: CPI (XI)	18 PL: Produkcja przemysłowa (XI) PL: PPI (XI) DE: Indeks Ifo (XII) US: Rozpoczęte budowy domów (XI) US: Pozwolenia na budowę domów (XI) US: Decyzja Fed	19 PL: Minutes RPP US: Indeks Philly Fed (XII) US: Sprzedaż domów (XI)	20 US: Finalny PKB (III kw.)
23 PL: Sprzedaż detaliczna i stopa bezrobocia (XI) US: Dochody osobiste (XI) US: Wydatki konsumentów (XI) US: Indeks Michigan (XII)	24 US: Zamówienia na dobra trwałe użytku (XI) US: Sprzedaż nowych domów (XI)	25 Pierwszy dzień Świąt Bożego Narodzenia	26 Drugi dzień Świąt Bożego Narodzenia	27
30 US: Niezakończona sprzedaż domów (XI)	31 PL: Oczekiwania inflacyjne (XII) US: S&P/Case-Shiller (X) US: Indeks nastrojów konsumentów (XII)	1 stycznia	2 PL: Bilans płatniczy (III kw.) PL: PMI – przemysł (XII) CN: PMI – przemysł (XII) DE: PMI – przemysł (XII) EZ: PMI – przemysł (XII) US: ISM – przemysł (XII)	3
6 DE: PMI – usługi (XII) EZ: PMI – usługi (XII) US: ISM-usługi (XII) US: Zamówienia przemysłowe (XI)	7 EZ: Wstępny HICP (XII)	8 PL: Decyzja RPP DE: Eksport (XI) DE: Zamówienia przemysłowe (XI) US: Raport ADP (XII) US: Minutes Fed	9 EZ: Decyzja EBC GB: Decyzja BoE CZ: Produkcja przemysłowa (XII) CZ: CPI (XII) CZ: Finalny PKB (III kw.) DE: Produkcja przemysłowa (XI)	10 US: Zatrudnienie poza rolnictwem (XII) US: Stopa bezrobocia (XII)
13	14 PL: Podaż pieniądza (XII) DE: Finalny PKB (III kw.) EZ: Produkcja przemysłowa (XI) US: Sprzedaż detaliczna (XII)	15 HU: CPI (X) US: Beżowa Księga Fed	16 EZ: HICP (XII) US: CPI (XII) US: Indeks Philly Fed (I)	17 PL: Bilans płatniczy (XI) US: Rozpoczęte budowy domów (XII) US: Pozwolenia na budowę domów (XII) US: Produkcja przemysłowa (XII) US: Wstępny Michigan (I)

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	26	23
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. Źródła: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		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	gru 13
PMI	pkt.	48,2	48,5	48,6	48,9	48,0	46,9	48,0	49,3	51,1	52,6	53,1	53,4	54,4	55,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	-0,5	-9,6	0,4	-2,1	-2,9	2,8	-1,8	2,8	6,3	2,2	6,3	4,4	0,4	11,6
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-5,4	-24,9	-16,1	-11,4	-18,5	-23,1	-27,5	-18,3	-5,2	-11,1	-4,8	-3,2	-11,6	7,0
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	2,4	-2,5	3,1	-0,8	0,1	-0,2	0,5	1,8	4,3	3,4	3,9	3,2	3,7	5,0
Stopa bezrobocia	%	12,9	13,4	14,2	14,4	14,3	14,0	13,5	13,2	13,1	13,0	13,0	13,0	13,2	13,5
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	2,7	2,4	0,4	4,0	1,6	3,0	2,3	1,4	3,5	2,0	3,6	3,1	2,7	2,0
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-0,3	-0,5	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,3
Eksport (w euro)	% r/r	11,2	-1,1	6,4	4,3	-1,2	11,1	0,4	5,1	5,6	1,9	8,1	3,6	4,4	22,6
Import (w euro)	% r/r	6,6	-0,9	1,1	-6,2	-1,3	1,7	-6,0	-2,2	1,1	-0,7	3,2	1,8	0,3	11,1
Bilans handlowy	mIn EUR	-259	-1 156	-64	426	-502	621	2	569	175	246	673	623	279	-65
Rachunek bieżący	mIn EUR	-1 315	-1 705	-1 375	-668	-272	436	-204	133	-497	-785	-1 024	-194	-810	-715
Rachunek bieżący	% PKB	-3,8	-3,7	-3,5	-3,4	-3,2	-3,0	-2,9	-2,4	-2,0	-2,1	-2,0	-2,0	-1,8	-1,6
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-30,4	-30,4	-8,4	-21,7	-24,4	-31,7	-30,9	-26,0	-25,9	-26,8	-29,6	-39,5	-38,0	-43,3
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	86,9	86,9	16,4	42,0	47,3	61,6	60,0	50,4	50,3	51,9	57,4	76,6	73,7	84,0
Inflacja (CPI)	% r/r	2,8	2,4	1,7	1,3	1,0	0,8	0,5	0,2	1,1	1,1	1,0	0,8	0,8	1,0
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	1,7	1,4	1,4	1,1	1,0	1,1	1,0	0,9	1,4	1,4	1,3	1,4	1,5	1,8
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-0,1	-1,1	-1,2	-0,3	-0,7	-2,1	-2,5	-1,3	-0,8	-1,1	-1,4	-1,3	-1,3	-1,0
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	5,7	4,5	4,4	5,5	6,6	7,4	6,5	7,0	6,6	6,1	6,1	5,9	6,0	6,1
Zobowiązania	% r/r	5,8	4,7	5,0	5,2	6,6	7,1	6,0	6,5	5,6	5,8	6,0	5,9	5,5	5,0
Należności	% r/r	2,3	2,3	3,6	3,7	3,5	2,3	1,4	3,5	3,7	3,3	3,7	2,9	3,2	3,7
EUR/PLN	PLN	4,13	4,10	4,14	4,17	4,16	4,14	4,18	4,28	4,28	4,23	4,24	4,19	4,19	4,18
USD/PLN	PLN	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	3,07
CHF/PLN	PLN	3,43	3,39	3,37	3,39	3,39	3,39	3,36	3,47	3,46	3,43	3,43	3,40	3,40	3,38
Stopa referencyjna ^b	%	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	2,50
WIBOR 3M	%	4,62	4,26	4,03	3,80	3,48	3,29	2,86	2,74	2,70	2,70	2,69	2,67	2,65	2,65
Rentowność obligacji 2L	%	3,66	3,23	3,25	3,36	3,26	2,89	2,55	2,86	2,87	2,98	3,07	2,90	2,80	2,85
Rentowność obligacji 5L	%	3,78	3,35	3,46	3,56	3,46	3,03	2,80	3,43	3,36	3,67	3,86	3,62	3,64	3,70
Rentowność obligacji 10L	%	4,21	3,87	3,91	4,00	3,93	3,50	3,28	3,95	3,97	4,31	4,50	4,28	4,38	4,50

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	1 632,7	1 708,3	377,9	395,7	404,3	454,8	393,4	414,3	423,3	477,3
PKB	% r/r	4,5	1,9	1,5	3,1	0,5	0,8	1,9	2,4	2,7	3,1	3,2	3,2
Popyt krajowy	% r/r	3,6	-0,2	-0,3	2,2	-0,9	-1,7	0,5	0,5	1,0	1,9	2,3	3,4
Spożycie indywidualne	% r/r	2,6	0,8	0,6	1,8	0,0	0,2	1,0	1,2	1,5	1,7	2,0	2,2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	8,5	-0,8	-0,5	3,7	-2,1	-3,2	0,6	1,0	1,0	2,0	3,0	6,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	7,7	1,0	2,5	5,6	-2,0	1,2	4,9	5,2	6,0	5,2	5,1	5,8
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	12,3	-1,0	-11,0	9,5	-15,6	-22,9	-7,0	-2,3	4,7	14,4	11,5	6,9
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	11,2	6,0	2,5	4,9	0,9	0,8	4,0	4,1	4,8	6,0	3,2	5,6
Stopa bezrobocia ^b	%	12,5	13,4	13,5	12,7	14,3	13,2	13,0	13,5	13,8	13,0	12,6	12,7
Place brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	5,2	3,7	3,2	4,4	2,6	3,3	4,0	2,8	3,6	4,3	4,8	5,0
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,6	0,0	-0,8	0,5	-0,7	-1,1	-1,3	-0,1	0,3	0,5	0,5	0,4
Eksport (w euro)	% r/r	12,1	5,9	5,8	11,0	3,2	5,5	5,3	9,0	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	2 986	6 502	-139	1 194	1 094	837	1 345	2 439	1 788	929
Rachunek bieżący	mIn EUR	-18 519	-14 191	-5 662	-1 795	-2 313	362	-2 306	-1 405	-203	956	-1 116	-1 432
Rachunek bieżący	% PKB	-5,0	-3,7	-1,5	-0,4	-3,1	-2,3	-2,0	-1,5	-0,9	-0,7	-0,4	-0,4
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-5,0	-3,9	-4,8	-3,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	4,3	3,7	0,9	1,8	1,3	0,5	1,1	0,9	1,5	1,8	1,6	2,2
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	4,6	2,4	1,0	2,2	1,0	0,2	1,0	1,0	1,6	2,1	1,9	2,2
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	2,4	2,2	1,3	2,1	1,2	1,0	1,4	1,6	2,1	2,2	2,1	2,1
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	7,6	3,4	-1,2	0,7	-0,7	-2,0	-1,1	-1,2	-0,5	0,7	0,7	1,9
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	12,5	4,5	6,1	5,7	6,6	7,0	6,1	6,1	5,4	4,8	6,2	5,7
Zobowiązania ^b	% r/r	11,7	4,7	5,0	6,9	6,6	6,5	6,0	5,0	4,8	4,8	6,0	6,9
Należności ^b	% r/r	14,4	1,2	3,7	4,4	3,5	3,5	3,7	3,7	4,0	2,9	3,0	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	3,16	2,96	3,15	3,22	3,21	3,08	3,04	3,00	2,94	2,86
CHF/PLN	PLN	3,34	3,47	3,41	3,23	3,38	3,41	3,44	3,40	3,32	3,26	3,21	3,11
Stopa referencyjna ^b	%	4,50	4,25	2,50	3,00	3,25	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	2,75	3,00
WIBOR 3M	%	4,54	4,91	3,02	2,86	3,77	2,96	2,70	2,66	2,65	2,72	2,92	3,17
Rentowność obligacji 2L	%	4,81	4,30	2,97	3,22	3,29	2,77	2,98	2,85	2,88	3,07	3,35	3,58
Rentowność obligacji 5L	%	5,44	4,53	3,47	3,88	3,49	3,09	3,63	3,65	3,73	3,82	3,95	4,03
Rentowność obligacji 10L	%	5,98	5,02	4,04	4,67	3,95	3,58	4,26	4,39	4,57	4,60	4,70	4,82

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 11.12.2013 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