

# Makro i rynek

## raport miesięczny

12 listopada 2014

**Biuro Analiz Makroekonomicznych**  
research@bankmillennium.pl

**Grzegorz Maliszewski**  
Główny Ekonomista  
+48 22 598 22 38

**Urszula Kryńska**  
Ekonomistka  
+48 22 598 20 10

**Mateusz Sutowicz**  
Analityk rynków finansowych  
+48 22 598 22 36

### Podsumowanie miesiąca

- Po zaskakująco słabych wynikach w sierpniu, dane za wrzesień pokazały lepszy obraz polskiej gospodarki i zmniejszyły obawy o silne wyhamowanie wzrostu gospodarczego. Sygnałem poprawy koniunktury był już wzrost indeksu PMI we wrześniu. Pozytywnie zaskoczyły też dane o produkcji przemysłowej oraz budowlano-montażowej. Efekt kalendarzowy tym razem wspierał wyniki przemysłu i budownictwa, jednak także eliminując wpływ czynników sezonowych widoczna była poprawa w obu sektorach. Niższa od oczekiwań okazała się natomiast nominalna dynamika sprzedaży detalicznej, która ograniczana jest przez deflację cen detalicznych. Lepszy obraz sprzedaży detalicznej rysuje się, jeśli uwzględnimy dane w ujęciu realnym, wskazujące na nieznaczny wzrost jej dynamiki. Głównym ryzykiem dla wzrostu polskiej gospodarki pozostaje otoczenie zewnętrzne, w szczególności wyhamowanie wzrostu gospodarczego w strefie euro. Słabszy złoty oraz dywersyfikacja rynków zbytu powinny jednak złagodzić wpływ słabszej koniunktury w strefie euro na wyniki polskiej gospodarki, co widoczne było także w latach poprzednich. Po spadku dynamiki PKB do 2,7% r/r w Q3 kolejne kwartały mogą przynieść nieznaczną poprawę koniunktury, co może sygnalizować też wzrost wskaźnika PMI w październiku.
- Po zaskakującej decyzji Rady Polityki Pieniężnej w październiku, bankierzy centralni zaskoczyli także w listopadzie, tym razem utrzymując stopy procentowe na niezmiennym poziomie. W październiku RPP sygnalizowała wolę skondensowania w czasie procesu dostosowania stóp procentowych, jednak kondensacja tylko w październiku była nieco zaskakująca. W ocenie RPP dokonanej w październiku cięcie stóp oraz utrzymujący się stabilny wzrost gospodarczy ograniczają ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. Rady nie przekonały wyniki projekcji, która wskazała na utrzymanie się inflacji poniżej celu w całym horyzoncie projekcji. Rady nie przekonała też projekcja wzrostu gospodarczego, którego ścieżka centralna została także zrewidowana w dół. Zdaniem Rady spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego powinno być jedynie przejściowe. RPP nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej, jeśli zwiększą się ryzyka pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego, co oznacza, że w kolejnych miesiącach decyzje RPP zdeterminowane będą przez bieżące dane z realnej gospodarki. W naszej ocenie w najbliższych miesiącach RPP będzie utrzymywała stopy procentowe na niezmiennym poziomie.
- Październik był miesiącem najsilniejszego od lipca osłabienia złotego względem euro. Kurs EUR/PLN wzrósł z poziomu 4,17 obserwowanego na początku ubiegłego miesiąca do 4,24 wokół których pozostał relatywnie stabilny przez drugą połowę października. Źródłem słabości polskiej waluty był między innymi wynik posiedzenia RPP w minionym miesiącu, na którym Rada ścięła stopy bardziej niż oczekiwano, a łagodna retoryka komunikatu utrzymała oczekiwania na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej.

PRZEGLĄD GOSPODARCZY .....	2
POLITYKA PIENIĘŻNA .....	6
POLITYKA FISKALNA .....	7
KRAJOWY RYNEK WALUTOWY .....	8
KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH ...	9
RYNKI ZAGRANICZNE .....	10
PRZEGLĄD DANYCH .....	12
DANE I PROGNOZY .....	13
KALENDARIUM .....	14

**Tabela 1. Terminy posiedzeń banków centralnych**

	Aktualny poziom	Data kolejnego posiedzenia	Oczekiwana decyzja
FED - Federal Funds Rate	0%-0,25%	16-17 gru	0-0,25%
SNB - LIBOR target rate (przedział i cel)	0-0,25% (0,0%)	11 gru	0-0,25% (0,0%)
ECB - stopa referencyjna	0,05%	4 gru	0,05%
NBP - stopa referencyjna	2,00%	2-3 gru	2,00%

Źródło: Narodowy Bank Polski, Swiss National Bank, Federal Reserve, European Central Bank

## PRZEGLĄD GOSPODARCZY

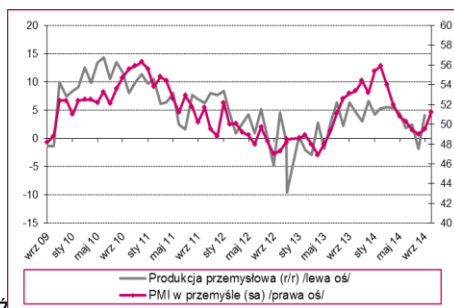
### Poprawa koniunktury we wrześniu

Po zaskakująco słabych wynikach w sierpniu, dane za wrzesień pokazały lepszy obraz polskiej gospodarki i zmniejszyły obawy o silne wyhamowanie wzrostu gospodarczego. Sygnałem poprawy koniunktury był już wzrost indeksu PMI, pierwszy od lutego br., który we wrześniu wyniósł 49,5 pkt. i znalazł się tylko nieznacznie poniżej granicy 50 pkt. pozytywnie zaskoczyły też dane o produkcji przemysłowej, która wzrosła we wrześniu o 4,2% r/r wobec spadku o 1,9% r/r w sierpniu. Efekt kalendarzowy tym razem wspierał wyniki przemysłu, jednak także dane po wyeliminowaniu wpływu czynników sezonowych wskazały na poprawę kondycji polskiego przemysłu (wzrost o 1,9% r/r we wrześniu wobec 0,8% r/r w sierpniu). Załamanie produkcji w sierpniu, jak oczekiwaliśmy, było przejściowe i wynikało z niekorzystnego efektu kalendarzowego oraz zaburzeń w produkcji samochodów. Wzrost produkcji we wrześniu wystąpił w 26 działach z 34, a największe były w produkcji mebli, wyrobów farmaceutycznych, komputerów, wyrobów elektronicznych. Są to branże o wysokim udziale eksportu w sprzedaży ogółem, co może wskazywać na pewną odporność tych branż na spowolnienie wzrostu w strefie euro.

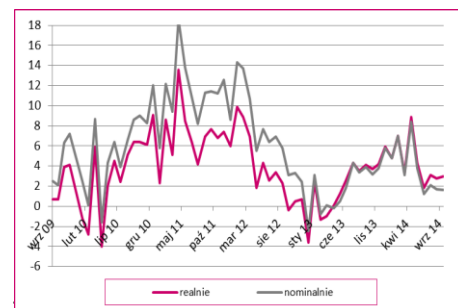
### Wyraźne odbicie w branży budowlanej

Wyraźne odbicie nastąpiło także w branży budowlanej, gdzie produkcja wzrosła we wrześniu o 5,6% r/r wobec spadku o 3,6% r/r miesiąc wcześniej. Eliminując wpływ czynników sezonowych wzrost produkcji budowlano-montażowej wyniósł natomiast 3,8% r/r wobec 1,6% r/r w sierpniu. Utrzymał się jednak spadek produkcji firm zajmujących się wznoszeniem budynków. Biorąc pod uwagę utrzymujący się wzrost liczby pozwoleń na budowę oraz rosnącą liczbę rozpoczętych budów mieszkań, spadek produkcji firm zajmujących się wznoszeniem budynków powinien być przejściowy. Wyniki branży budowlanej wciąż wspierają inwestycje infrastrukturalne. Wyższa niż przed rokiem była produkcja w przedsiębiorstwach, dla których podstawowym rodzajem działalności jest budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej, jak też roboty specjalistyczne.

**Wykres 1 Produkcja przemysłowa [%], r/r oraz indeks PMI [pkt.]**



**Wykres 2 Dynamika sprzedaży detalicznej [%], r/r]**



### Deflacja ogranicza wzrosty nominalnej sprzedaży, ale wspiera realną konsumpcję

Niższa od oczekiwań okazała się natomiast dynamika sprzedaży detalicznej, która wyniosła we wrześniu 1,6% r/r wobec 1,7% r/r w sierpniu. Lepszy obraz sprzedaży detalicznej rysuje się, jeśli wyeliminowany zostanie wpływ deflacji na poziomie cen detalicznych. Po wyeliminowaniu wpływu zmian cen, w ujęciu realnym dynamika sprzedaży wzrosła bowiem do 3,0% r/r z 2,8% r/r miesiąc wcześniej. Słabszy odczyt wrześniowych danych mógł być także częściowo efektem przesunięć decyzji zakupowych gospodarstw domowych w ramach kategorii odzież i obuwie, gdzie sprzedaż spadła o 3,9% r/r, po okresie jej dynamicznego wzrostu w poprzednich miesiącach.

### Ryzyka dla gospodarki wiążą się z niekorzystnymi trendami w otoczeniu zewnętrznym

Głównym ryzykiem dla wzrostu polskiej gospodarki pozostaje otoczenie zewnętrzne, w szczególności wyhamowanie wzrostu gospodarczego w strefie euro. Komisja Europejska w swoich najnowszych prognozach zrewidowała w dół ścieżkę wzrostu gospodarczego w Eurolandzie do 0,8% w roku 2014 i 1,1% w roku 2015. Słabszy złoty oraz dywersyfikacja rynków zbytu powinny jednak złagodzić wpływ słabszej koniunktury w strefie euro na wyniki polskiej gospodarki, co widoczne było także w latach poprzednich. Odczyt wskaźnika PMI za październik może być sygnałem stabilizacji koniunktury w Q3, po jej pogorszeniu w poprzednim kwartale. Po trzech miesiącach przerwy jego poziom ponownie znalazł się ponad granicą 50 pkt., oddzielającą ekspansję od recesji i wyniósł 51,2 pkt. Wsparciem dla nastrojów w polskim przemyśle

# Makro i rynek

raport miesięczny

## Popyt krajowy pozostanie głównym motorem wzrostu

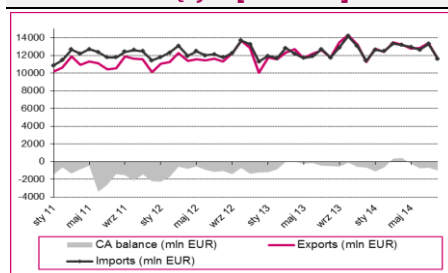
mogła być poprawa sentymentu w Niemczech, osłabienie złotego, a także mniejszy niż pierwotnie się obawiano wpływ konfliktu rosyjsko-ukraińskiego. Warto odnotować pierwszy od pięciu miesięcy wzrost liczby nowych zamówień, głównie dzięki wzrostowi zamówień krajowych.

Popyt krajowy pozostanie głównym motorem wzrostu. Niepewność co do perspektyw w otoczeniu zewnętrznym Polski może zmniejszyć skłonność firm do podejmowania nowych inwestycji. Sugerują to wyniki badania NBP, wskazujące na zmniejszenie odsetka firm planujących nowe inwestycje. W tym samym czasie rośnie odsetek firm planujących kontynuację podjętych już projektów inwestycyjnych. Czynnikiem wspierającym inwestycje będą natomiast wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych w części branż oraz dobra kondycja finansowa sektora korporacji. W rezultacie, dynamika inwestycji wyhamuje w kolejnych kwartałach, choć nie powinno być to silne hamowanie. Na ścieżce wzrostowej powinna utrzymać się także konsumpcja prywatna, wspierana przez poprawę sytuacji na rynku pracy, wzrost siły nabywczej dochodów z pracy, wyższą waloryzację rent i emerytur oraz obniżki stóp procentowych. W rezultacie, po spadku dynamiki PKB do 2,7% r/r w Q3 kolejne kwartały mogą przynieść nieznaczna poprawę koniunktury.

## Wzrost deficytu C/A w sierpniu

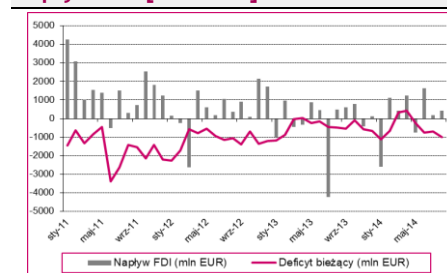
Dane bilansu płatniczego za sierpień wskazały na pogłębienie deficytu na rachunku obrotów bieżących do 986 mln EUR z 681 mln EUR miesiąc wcześniej. Większy niż przed miesiącem deficyt C/A to efekt mniejszego napływu środków unijnych i wiążącej się z tym mniejszej nadwyżki na rachunku dochodów wtórnych, a także pogorszenia salda na rachunku obrotów towarowych, które zamknęło się deficytem na poziomie 64 mln EUR wobec nadwyżki 71 mln EUR miesiąc wcześniej.

Wykres 3 Eksport, import i deficyt na rachunku bieżącym [mln EUR]



Źródło: NBP

Wykres 4 Saldo rachunku bieżącego i napływ FDI [mln EUR]



Źródło: NBP

## Wyhamowaniu eksportu i importu, w ślad za spadkiem produkcji przemysłowej w sierpniu

Słabe wyniki produkcji przemysłowej w sierpniu, jej spadek o 1,9% r/r, przetożyły się na pogorszenie wolumenów wymiany handlowej. W stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego eksport spadł w sierpniu o 1,7% i był to pierwszy od grudnia 2012 roczny spadek wartości eksportu. Import był natomiast o 1,1% niższy niż przed rokiem. Słabe wyniki wymiany handlowej w sierpniu, to podobnie jak w przypadku produkcji przemysłowej, efekt mniejszej liczby dni roboczych, a także głębokiego spadku produkcji samochodów. Wciąż utrzymuje się spadkowy trend eksportu na rynki wschodnie. W okresie styczeń-sierpień eksport do Rosji spadł o 12,3% r/r, licząc w euro, a jego udział w łącznym eksporcie Polski spadł do 4,5% z 5,3% przed rokiem. Ubytek eksportu na wschód kompensowany jest wciąż rosnącym eksportem na rynki Unii Europejskiej, pomimo pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarki europejskiej. W pierwszych ośmiu miesiącach tego roku eksport do strefy euro wzrósł o 8,0% r/r, zaś do Niemiec o 7,6% r/r, choć ich dynamika wyhamowała w stosunku do poprzedniego miesiąca. Wyraźne wzrosty utrzymują się także w zakresie eksportu na rynki poza strefę euro, w tym na Węgry i do Szwecji. Może to potwierdzać tezę, iż wobec spowolnienia wzrostu w strefie euro przedsiębiorcy poszukują możliwości zbytu produkcji na rynkach poza strefą euro, gdzie utrzymuje się lepsza koniunktura. Widoczna już w poprzednich latach dywersyfikacja rynków zbytu, a także osłabienie złotego mogą złagodzić negatywne skutki spowolnienia wzrostu gospodarczego w Eurolandzie.

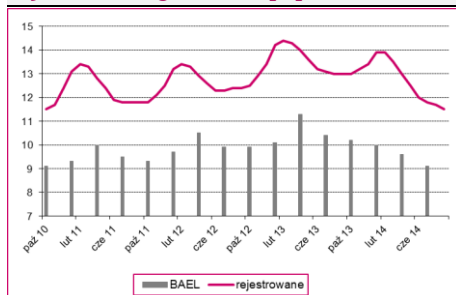
Głównym ryzykiem dla eksportu w kolejnych miesiącach pozostaje pogorszenie koniunktury w strefie euro, w tym w Niemczech. Jednak wspomniane powyżej czynniki mogą złagodzić ten wpływ. Warto też pamiętać, że w okresie spowolnienia w Niemczech, polski eksport może być tańszym substytutem dla lokalnej produkcji.

### Kolejny miesiąc spadku stopy bezrobocia

Przygotowany w ramach badania PMI wskaźnik nowych zamówień eksportowych pozostał w październiku poniżej neutralnego progu 50,0, sygnalizując szósty z rzędu spadek liczby nowych zamówień zagranicy, ale tempo spadku było niewielkie, najniższe w obecnym okresie spadków. Na ograniczenie dynamiki eksportu w najbliższym okresie wskazują też wyniki badania koniunktury przeprowadzone przez NBP.

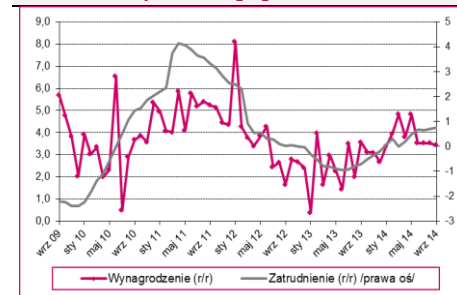
Sytuacja na rynku pracy ulega dalszej poprawie. Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła we wrześniu do 11,5%. Zniżka stopy bezrobocia to nie efekt działania czynników sezonowych, ponieważ wrzesień przynosi z reguły stabilizację bezrobocia, a ostatni spadek stopy bezrobocia we wrześniu miał miejsce w 2008 r. Potwierdza to także roczna zmiana stopy bezrobocia, która obecnie jest o 1,5 pkt. proc. niższa niż przed rokiem, podczas gdy po sierpniu było to 1,3 pkt. proc. Wzrosła też liczba wyrejstrowanych bezrobotnych. Co istotne, ponad połowa wyrejstrowanych została skreślona z rejestru z powodu podjęcia pracy. Wzrost popytu na pracę widoczny był także w liczbie zgłoszonych do urzędów ofert pracy, których dynamika we wrześniu wyniosła 58,9% r/r. Wzrost liczby ofert pracy widoczny był nie tylko w sektorze prywatnym (+57,9% r/r), ale także publicznym (+64,8% r/r), co sugeruje wzmożoną aktywność w obszarze prac subsydiowanych.

**Wykres 5 Stopa bezrobocia rejestrowanego i BAEL [%]**



Źródło: GUS

**Wykres 6 Dynamika płac i zatrudnienia w sektorze przeds. [%]**



Źródło: GUS

Wzrostowy trend zatrudnienia utrzymał się także w sektorze przedsiębiorstw. Jego roczna dynamika utrzymała się na poziomie z sierpnia i wyniosła 0,8% r/r. W skali miesiąca liczba etatów wzrosła o 2,7 tys. i był to piąty z rzędu, a ósmy w tym roku miesiąc zwyżki zatrudnienia. Przyrost zatrudnienia nie jest znaczny, jednak utrzymanie jego wzrostowego trendu wskazuje, że przedsiębiorcy obecne pogorszenie koniunktury mogą oceniać jako przejściowe.

### Wciąż niska presja płacowa

Pomimo poprawy na rynku pracy presja płacowa pozostaje niska. Dynamika przeciętnego wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw wyniosła we wrześniu 3,4% r/r wobec 3,5% r/r w sierpniu. Wzrost płac utrzymuje się na umiarkowanym poziomie, jednak niska inflacja sprzyja wzrostowi siły nabywczej dochodów. W ujęciu realnym dynamika płac wyniosła 3,7% r/r wobec 3,8% miesiąc wcześniej. Niewielka presja na wzrost płac utrzyma się także w kolejnych miesiącach. W badaniu koniunktury przeprowadzonym przez NBP w sektorze przedsiębiorstw jedynie 10,7% firm deklarowała podwyżkę wynagrodzeń. Jest to o 0,1 pkt. proc. więcej niż przed rokiem, ale wciąż poniżej średniej dla lat 2005 - 2014. Wysokość średniej podwyżki jest zbliżona do średniej w poprzednim kwartale i wynosi 4,8%. Wyższe niż 5% podwyżki planowane są dla jedynie 2,7% pracowników.

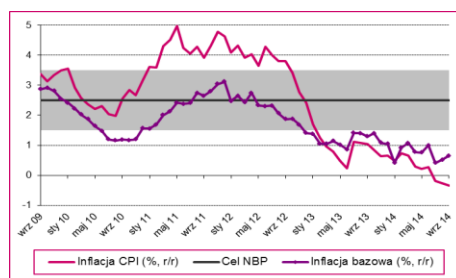
**W ostatnich miesiącach roku stopa bezrobocia wzrośnie ze względu na czynniki sezonowe, ale wciąż będzie wyraźnie niższa niż przed rokiem**

W kolejnych miesiącach sytuacja na rynku pracy powinna ulegać dalszej poprawie, choć w miesiącach jesienno-zimowych oczekujemy wzrostu stopy bezrobocia, głównie ze względu na czynniki sezonowe. W dalszym jednak ciągu w stosunku do roku ubiegłego stopa bezrobocia będzie o ok. 1,5 pkt. niższa. W październikowym badaniu PMI przedsiębiorcy z sektora przetwórstwa przemysłowego wciąż sygnalizowali wzrost zatrudnienia, a tempo wzrostu liczby miejsc pracy było najszybsze od trzech miesięcy. Przedsiębiorcy uzasadniali rekrutację nowych pracowników wzrostem wielkości produkcji i nowymi zdolnościami produkcyjnymi. Według naszych szacunków stopa bezrobocia rejestrowanego mogła się obniżyć w październiku do 11,3%, jednak w kolejnych miesiącach wzrośnie i na koniec roku osiągnie poziom zbliżony do 12% wobec 13,4% na koniec roku 2013.

### Wskaźnik CPI już trzeci miesiąc z rzędu na minusie

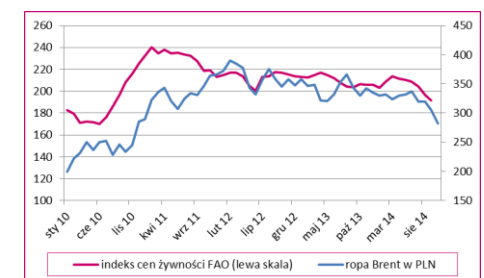
Wrzesień był trzecim z rzędu miesiącem ujemnego odczytu wskaźnika CPI. Jego poziom był jednak nieco wyższy od konsensusu rynkowego i podobnie jak miesiąc wcześniej wyniósł minus 0,3% r/r. Głównym źródłem niespodzianki był wzrost cen żywności, pierwszy od stycznia tego roku. Najsilniej wzrosły ceny warzyw, które w poprzednich miesiącach mocno zniżkowały na skutek sankcji nałożonych przez Rosję na eksport polskiej żywności. Pozostałe komponenty koszyka inflacyjnego nie zaskoczyły. Wciąż spadały ceny paliw, czemu sprzyjają zniżki cen ropy na rynkach międzynarodowych. W październiku średnia cena ropy Brent spadła o ok. 19% w ujęciu dolarowym i blisko 15% w przeliczeniu na PLN. Średnia cena benzyny na stacjach benzynowych spada natomiast we wrześniu o ok. 7,5% w porównaniu z ubiegłym rokiem. Inflacja bazowa, mierzona jako CPI po wyłączeniu cen żywności i energii, na skutek efektu bazy statystycznej, wzrosła we wrześniu do 0,7% r/r z 0,5% r/r w sierpniu. Presja cenowa w polskiej gospodarce pozostaje na bardzo niskim poziomie.

**Wykres 7 Inflacja CPI i bazowa oraz cel inflacyjny[% r/r]**



Źródło: GUS, NBP

**Wykres 8 Ceny ropy Brent w PLN i indeks cen żywności**



Źródło: EcoWin

### Już blisko dwa lata deflacji na poziomie producentów

Utrzymuje się deflacja na poziomie cen producentów. Już blisko dwa lata wskaźnik PPI pozostaje poniżej zera i we wrześniu wyniósł minus 1,6% r/r wobec minus 1,5% r/r miesiąc wcześniej. Wsparciem dla niższych cen producenta pozostają czynniki podażowe, w szczególności spadki cen surowców przemysłowych. Ich wpływ jest jednak częściowo neutralizowany przez osłabianie złotego względem dolara amerykańskiego. Brak presji na wzrost cen wyrobów gotowych wskazują też wyniki badań PMI. Część uczestniczących w tym badaniu firm zwracała uwagę na presję ze strony klientów, niższe ceny surowców i słabnącego rosyjskiego rubla jako czynniki wspierające deflację na poziomie producentów. Utrzymania tych trendów oczekiwać należy także w kolejnych miesiącach, choć ze względu na czynniki bazowe, skala spadków cen producenta będzie stopniowo wyhamowywała.

### Inflacja nawet jak wzrośnie to będzie znacznie poniżej celu banku centralnego

W kolejnych miesiącach presja cenowa pozostanie niska. Wskaźnik CPI w październiku spadł w naszej ocenie do minus 0,5% r/r, w głównej mierze ze względu na taniejące paliwa oraz efekt bazy statystycznej. W dalszych miesiącach spodziewamy się jego stopniowego wzrostu, a na koniec tego roku jego poziom będzie zbliżony do zera. Średnioroczny wskaźnik inflacji wyniesie w tym roku 0,1% wobec 0,9% w roku 2013. W przyszłym roku trend wzrostowy wskaźnika CPI będzie kontynuowany, ale wciąż znajdować się będzie poniżej dolnego ograniczenia celu banku centralnego.

## POLITYKA PIENIĘŻNA

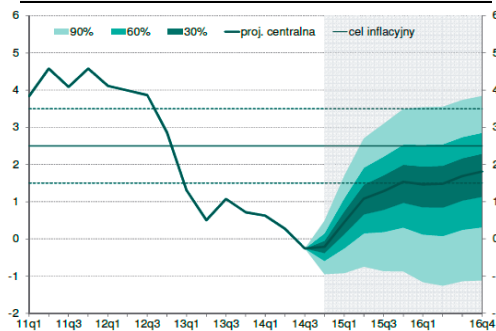
**RPP ponownie zaskoczyła, tym razem brakiem obniżki stóp**

**Według RPP spowolnienie wzrostu jest przejściowe, pomimo bardziej pesymistycznej projekcji ekspertów NBP**

Po zaskakującej decyzji Rady Polityki Pieniężnej w październiku, kiedy stopa referencyjna spadła o 50 bps, stopa lombardowa aż o 100 bps, a wymowa komunikatu pozostała łagodna, bankierzy centralni zaskoczyli także w listopadzie, tym razem utrzymując parametry polityki pieniężnej na niezmiennym poziomie. Co prawda w październiku RPP sygnalizowała, że Rada chce skondensować w czasie proces dostosowania stóp procentowych, jednak kondensacja tego procesu tylko w październiku była nieco zaskakująca. Przebieg konferencji wyraźnie pokazał, że decyzja RPP nie była jednomyślna, a prezes Belka prawdopodobnie nie był zwolennikiem takiego rozstrzygnięcia.

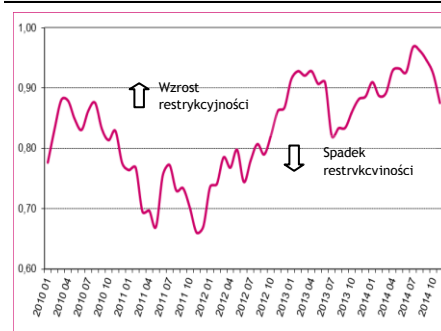
W ocenie RPP dokonane w październiku dostosowanie polityki pieniężnej oraz utrzymujący się stabilny wzrost gospodarczy ograniczają ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. Rady nie przekonały wyniki projekcji, która wskazywała na utrzymanie się inflacji poniżej celu w całym horyzoncie projekcji. Według aktualnej projekcji inflacja znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 0,0-0,2% w 2014 r., 0,4-1,7% w 2015 r. (wobec 0,5-2,1% w poprzedniej projekcji) oraz 0,6-2,3% w 2016 r. (wobec 1,3-3,1%). Zaledwie przed miesiącem nie wykluczała dalszego dostosowania polityki pieniężnej, jeśli napływające informacje, w tym listopadowa projekcja NBP, potwierdzą istotne ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. A taki właśnie scenariusz został zaprezentowany. Rady nie przekonała też projekcja wzrostu gospodarczego, której ścieżka centralna została także zrewidowana w dół. Według aktualnej projekcji tempo wzrostu PKB znajdzie się z 50-procentowym prawdopodobieństwem w przedziale 2,9-3,5% w 2014 r., 2,0-3,7% w 2015 r. (wobec 2,6-4,5%) oraz 1,9-4,2% w 2016 r. (wobec 2,3-4,5%). Zdaniem Rady spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego powinno być przejściowe, na co mogą wskazywać opublikowane w ostatnim miesiącu dane, w tym lepszy od oczekiwań indeks PMI.

**Wykres 9 Projekcja inflacji przygotowana przez NBP**



Źródło: NBP

**Wykres 10 Indeks restrykcyjności polityki pieniężnej [MCI, pkt.]**



Źródło: Reuters, GUS, obliczenia własne

**Ewentualne obniżki stóp tylko w przypadku wyraźnego pogorszenia koniunktury gospodarczej**

**Dalszy spadek restrykcyjności polityki pieniężnej**

RPP nie wyklucza dalszego dostosowania polityki pieniężnej, jeśli zwiększą się ryzyka pogorszenia perspektyw wzrostu gospodarczego. Na możliwość obniżek wskazał też prezes Belka w trakcie konferencji prasowej po posiedzeniu, w ocenie którego dalsze dostosowanie polityki pieniężnej możliwe by było, gdy sytuacja w gospodarce zmierzałaby w kierunku pesymistycznego scenariusza zawartego w projekcji. Decyzje Rady w kolejnych miesiącach zdeterminowane będą przez bieżące dane z realnej gospodarki, w tym produkcję przemysłową, sprzedaż detaliczną, indeks PMI. W naszej ocenie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest obecnie stabilizacja stóp na niezmiennym poziomie.

W październiku nastąpił dalszy spadek restrykcyjności polityki pieniężnej, mierzonej indeksem MCI. Złożył się na to zarówno spadek stóp procentowych, ale także osłabienie złotego względem koszyka walut. W październiku złoty był o blisko 2% słabszy w stosunku do roku poprzedniego, mierzony realnym efektywnym kursem walutowym. Stopa 3-miesięcznego Wiboru w ujęciu realnym obniżyła się w stosunku do września i jest już „zaledwie” ok. 10 bps powyżej poziomu sprzed roku.

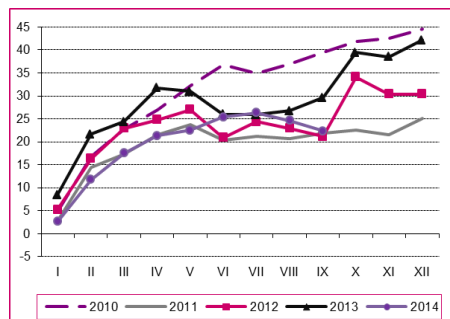
### POLITYKA FISKALNA

#### Deficyt budżetu wciąż znacznie poniżej planu

Kondycja tegorocznego budżetu państwa pozostaje wyraźnie lepsza od planu. Deficyt budżetu wyniósł po trzech kwartałach 22,4 mld PLN, co oznacza, że w samym wrześniu budżet osiągnął nadwyżkę 2,3 mld PLN i był to drugi z rzędu miesiąc nadwyżki dochodów nad wydatkami budżetowymi. W harmonogramie zakładany poziom realizacji deficytu po wrześniu wynosił 37,2 mld PLN. Wciąż lepiej niż przed rokiem przebiega realizacja dochodów, które po dziewięciu miesiącach tego roku były o 2,4% wyższe niż przed rokiem. W samym wrześniu natomiast ich wzrost wyniósł 5,6% r/r wobec spadku o 2,2% r/r w sierpniu. Pogorszyła się natomiast nieznacznie realizacja wpływów podatkowych, które po wrześniu były o 6,8% wyższe niż przed rokiem, wobec 7,6% r/r po sierpniu. Spowolniły wzrosty większości wpływów podatkowych, za wyjątkiem dochodów z akcyzy, które po wrześniu były wyższe o 3,4% w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego, a w samym wrześniu wzrosły o 5,1% r/r. Wciąż najsilniej rosną dochody z podatku VAT, które były po wrześniu o 11,2% wyższe niż przed rokiem, jednak ich dynamika wyhamowuje i w samym wrześniu wyniosła zaledwie 0,1%. Wyhamowanie dynamiki dochodów podatkowych w stosunku do początku tego roku, wpisuje się w obraz osłabienia tendencji wzrostowych w polskiej gospodarce oraz niską presję inflacyjną, ograniczającą wzrost bazy podatkowej. Rząd utrzymuje dyscyplinę po stronie wydatków, które po dziewięciu miesiącach tego roku były o 1,0% niższe niż przed rokiem, w dużej mierze za sprawą przesunięcia kosztów obsługi długu na późniejsze miesiące. We wrześniu wyraźnie niższa niż przed rokiem jest też dotacja do FUS, jako efekt zmian w systemie emerytalnym.

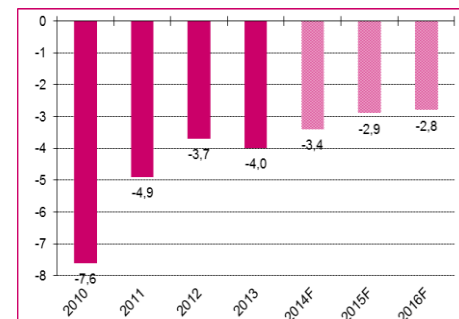
Według wstępnych szacunków Ministerstwa Finansów deficyt budżetowy po październiku nie przekroczył 30 mld PLN i stanowił ok. 58% rocznego planu, zaś harmonogram zakładał niedobór na poziomie 37,2 mld PLN. W całym roku natomiast deficyt nie powinien przekroczyć 34 mld PLN.

**Wykres 11 Wykonanie deficytu budżetu centralnego [mld PLN]**



Źródło: MinFin

**Wykres 12 Deficyt sektora finansów publicznych [% PKB]**



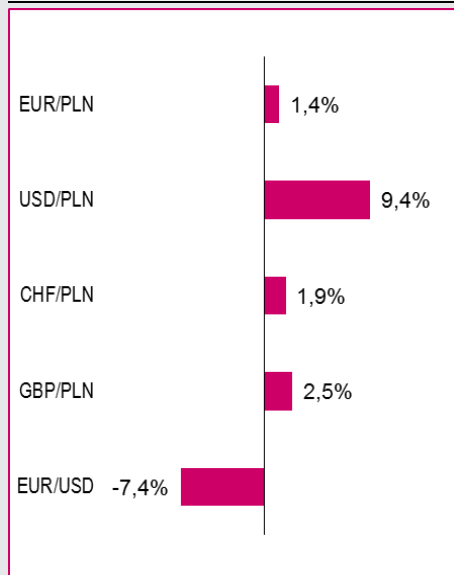
Źródło: GUS, Komisja Europejska

#### Prognozy Komisji Europejskiej potwierdzają spadek deficytu sektora finansów publicznych

Według aktualnych prognoz Komisji Europejskiej kondycja sektora finansów publicznych w Polsce powinna ulegać stopniowej poprawie w najbliższych trzech latach. Według prognoz KE deficyt sektora finansów publ. spadnie w tym roku do 3,4% PKB z 4,0% PKB w roku 2013, natomiast w roku 2015 obniży się do 2,9% PKB, zaś w roku 2016 osiągnie poziom 2,8%. Czynnikiem wspierającym konsolidację fiskalną będzie utrzymujący się wzrost gospodarczy, poprawiający realizację dochodów. Po stronie wydatków niektóre działania zwiększające wydatki socjalne, jak wyższa indeksacja niższych emerytur i ulgi podatkowe na dzieci, częściowo zrównoważą inne oszczędności, w szczególności częściowe zamrożenie płac w sektorze publicznym. Pomimo spadku deficytu, spodziewany jest nieznaczny wzrost długu sektora finansów publicznych do 50,1% PKB w roku 2016 z oszacowanych 49,1% PKB w roku 2014. Ścieżka deficytu sektora general government przedstawiona przez KE jest nieco powyżej założeń ministerstwa finansów, co wynika z bardziej ostrożnych założeń makroekonomicznych. Nie zmienia to jednak faktu, że w przyszłym roku spadnie poniżej 3% PKB, dzięki czemu możliwe będzie wyjście Polski z procedury nadmiernego deficytu w roku 2016, zgodnie z założeniami Ministerstwa Finansów.

### KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

Wykres 13 Kursy walutowe [zmiana miesięczna, %]

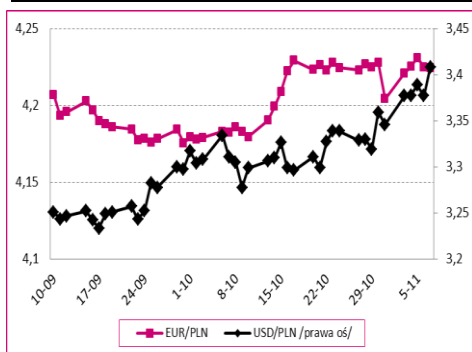


Źródło: Reuters

Październik był miesiącem najsilniejszego od lipca ostabienia złotego względem euro. Kurs EUR/PLN wzrósł z poziomu 4,17 obserwowanego na początku ubiegłego miesiąca do 4,24 wokół których pozostał relatywnie stabilny przez drugą połowę października. Źródłem słabości polskiej waluty był między innymi wynik posiedzenia RPP w minionym miesiącu, gdy członkowie zdecydowali o silniejszej od oczekiwań obniżce stóp procentowych, a wymowa komunikatu pozostała łagodna, co utrwaliło oczekiwania na dalsze obniżki stóp.

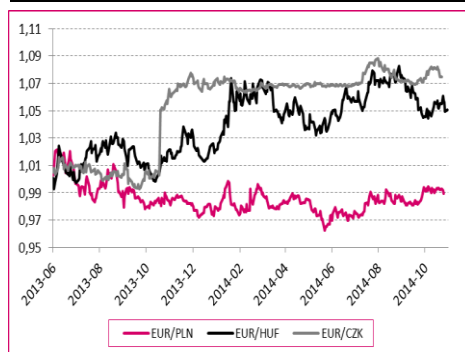
Złoty słabo radził sobie także w parze z innymi, głównymi walutami. Kurs USD/PLN wzrósł w zakończonym miesiącu o ponad osiem groszy, osiągając najwyższy od lipca 2012 roku poziom 3,38. Największy wpływ na notowania tej pary miało posiedzenie amerykańskiej Rezerwy Federalnej, którego dość jastrzębia retoryka skutkowałą wzrostem wartości dolara i jednoczesnym ostabieniem walut emerging markets, ze względu na postępującą normalizację polityki pieniężnej w USA. Przecena polskiej waluty obserwowana była także wobec brytyjskiego funta, który konsekwentnie korzysta na ożywieniu w brytyjskiej gospodarce i coraz częstszych spekulacjach na temat terminu podwyżek stóp procentowych.

Wykres 14 Notowania kursu EUR/PLN i USD/PLN [w groszach]



Źródło: Reuters

Wykres 15 Notowania wybranych walut emerging markets [03.06.13r = 100]



Źródło: Reuters

#### Ramka 1

Październik był miesiącem ostabienia złotego względem franka. Źródłem wzrostu wartości szwajcarskiej waluty były spekulacje, iż wynik zaplanowanego na 30 listopada referendum sprawi, że tamtejszy bank centralny będzie zmuszony zmodyfikować swoją politykę pieniężną. Tego dnia Szwajcarzy będą głosować między innymi nad ustanowieniem pokrycia aktywów SNB w złocie na poziomie 20%. Tymczasem od września 2011 r., kiedy SNB zaczął bronić kursu EUR/CHF na poziomie 1,20 bilans SNB uległ podwojeniu, a udział złota w aktywach SNB obniżył się na koniec sierpnia 2014r. do 7% wobec 18% przed dziesięcioma laty. Konsekwencją referendum może być zatem modyfikacja polityki pieniężnej SNB. Warunkiem koniecznym do zmiany nastawienia banku byłaby rezygnacja SNB z deklaracji bronięcia minimalnego kursu EUR/CHF na poziomie 1,20 co nie jest przesądzone nawet w scenariuszu przegłosowania proponowanych zmian. Odejście od interwencji walutowych mogłoby natomiast skutkować próbą użycia nowych narzędzi łagodzenia polityki pieniężnej tj. ujemne stopy procentowe. To oznaczałoby możliwość spadku stawki LIBOR do ujemnych poziomów. Dopóki jednak bank będzie deklarował gotowość obrony minimalnego kursu EUR/CHF, dopóty polityka monetarna pozostanie prowadzona w dotychczasowy sposób. Należy także dodać, iż nawet w przypadku zwycięstwa zwolenników referendum, co nie jest przesądzone, w szczególności patrząc na ostatnie sondaże, potrzebne będzie jeszcze zatwierdzenie zmian przez władze wszystkich kantonów, co znacząco wydłużyłoby cały proces. W krótkim terminie jednak notowania pary CHF/PLN znajdują się pod negatywną presją. Nie wykluczamy, iż pod koniec bieżącego miesiąca złoty ostabi się do poziomu 3,55 PLN za CHF. Będzie to tegoroczne maksimum kursu, po którym notowania pary CHF/PLN powrócą w okolice poziomu 3,44.



**Termin osiągnięcia przez kurs EUR/PLN przedziału 4,10 - 4,15 ulegnie wydłużeniu**

**Kluczowe dla wyceny polskiego długu były oczekiwania dalszego łagodzenia polityki pieniężnej**

**Różnica dochodowości polskiej 10-latki i Bunda była najmniejsza od upadku banku Lehman Brothers**

Wydarzenia ostatnich tygodni, w tym zaskakująca, asymetryczna decyzja RPP o cięciu stopy referencyjnej aż o 50 bps i lombardowej o 100 bps w październiku, sprawiły, że nasze umiarkowanie optymistyczne nastawienie do złotego, podkreślane w poprzednich raportach, częściowo przestało mieć uzasadnienie. W naszej ocenie podstawowym źródłem aprecjacji polskiej waluty był bowiem korzystny dla złotego dyferencjał w poziomie stóp procentowych pomiędzy Polską, a Eurolandem. Tymczasem w październiku uległ on znaczącemu pogorszeniu na niekorzyść złotego. Termin osiągnięcia przez kurs EUR/PLN przedziału 4,10 - 4,15 ulegnie wydłużeniu. W szczególności, iż wycenie walut emerging markets, w tym złotego, nie pomaga, kluczowa dla globalnego sentymentu inwestycyjnego, polityka pieniężna Fed. Systematycznie poprawiające się perspektywy amerykańskiej gospodarki skutkują coraz większą presją na FOMC, by podnieść stopy procentowe. Z tego powodu w średnim terminie szczególnie niekorzystnie prezentują się perspektywy pary USD/PLN. Naszym zdaniem w nadchodzących miesiącach złoty względem dolara przejściowo może osłabić się do poziomu 3,50.

### KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

Październik był dziewiątym z rzędu miesiącem nieprzerwanego spadku dochodowości wzdłuż całej krzywej SPW. Niezmiennie kluczowe dla wyceny polskiego długu były oczekiwania dalszego łagodzenia polityki pieniężnej, po tym jak w ubiegłym miesiącu RPP dość nieoczekiwanie zdecydowała o głębszej od konsensusu obniżce stóp procentowych, a w komunikacie zaprezentowała łagodne stanowisko. Głównie z tego powodu dochodowość 2-latek zmniejszała w październiku o 32 bps do rekordowo niskiego poziomu 1,70%. Jeszcze silniej, bo o 38 bps zmalała rentowność 5-letniego segmentu, która pod koniec ubiegłego miesiąca wyniosła 2,00%. Z kolei 10-letni tenor zmniejszał aż o 48 bps do 2,58%. Należy jednak podkreślić, iż zachowanie krótkiego końca krzywej było dość niezrozumiałe w kontekście coraz bardziej jastrzębich sygnałów z RPP pojawiających się pod koniec października. Zmiany obserwowane były także na rynku aktywów opartych o stopę procentową. W zakończonym miesiącu wyraźnie obniżyły się także stawki kontraktów FRA oraz krzywej IRS. Z kolei tylko w październiku stawka 3-miesięcznego WIBOR-u zmniejszała o 32 bps do historycznego minimum na poziomie 1,96%.

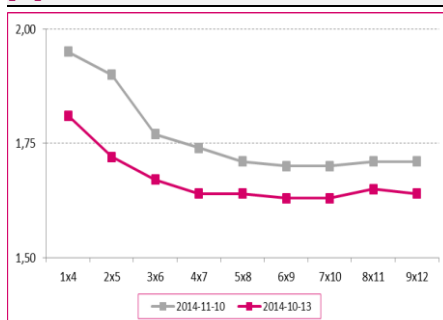
Podobnie jak w poprzednich miesiącach dodatkowym wsparciem dla polskiego długu było zachowanie obligacji na rynkach bazowych. W październiku Bunday zyskiwały na wartości, a ich dochodowość osiągnęła nowe historyczne minimum. Zmiany na rynku obligacji niemieckich nie były jednak tak znaczące, jak w notowaniach krajowego długu. W rezultacie zawężeniu uległ spread pomiędzy polskimi, a niemieckimi obligacjami. Na koniec października różnica dochodowości 10-letnich tenorów wyniosła zaledwie 170 bps i była najmniejsza od września 2008 roku tj. upadku banku Lehman Brothers. Wzrostowi wartości polskiego długu w październiku pomogła także decyzja banku centralnego Japonii, który niespodziewanie podwyższając wartość programu ilościowego luzowania poprawił nastroje na rynkach emerging markets.

**Tabela 2. Kalendarz oraz wyniki przetargów SPW w roku 2013 i 2014**

XI 2013			XI 2014		
Data przetargu	Rodzaj papieru	Sprzedaż mld zł	Rodzaj papieru	Podaż mld zł	
07.11.13	PS0718	4,0			
06.11.14			OK0725/ WZ0124/ WS0428	4,5	
20.11.14			przetarg zamiany		

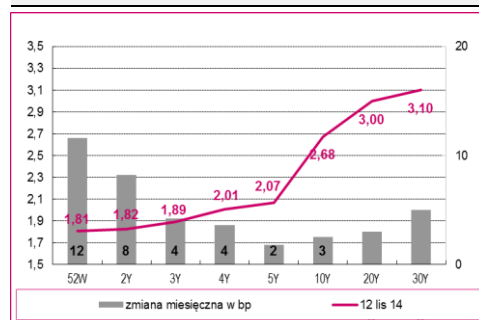
Źródło: MinFin

**Wykres 16 Notowania kontraktów FRA [%]**



Źródło: Reuters, opracowanie własne

**Wykres 17 Miesięczna zmiana rentowności SPW**



Źródło: Reuters, opracowanie własne

# Makro i rynek

raport miesięczny

**Sprawdziły się nasze oczekiwania, iż zakończenia łagodzenia polityki pieniężnej w listopadzie doprowadzi do korekty**

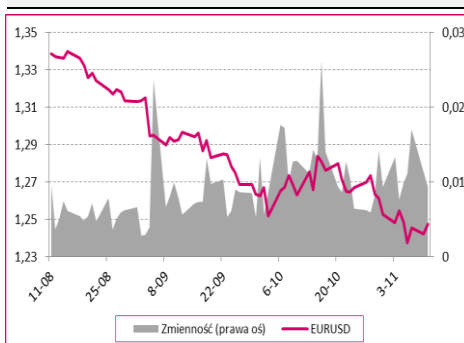
Nieoczekiwana decyzja RPP o utrzymaniu kosztu pieniądza w listopadzie wywołała korektę na rynku długu. Sprawdziły się zatem nasze oczekiwania, iż zasygnalizowanie w listopadzie zakończenia łagodzenia polityki pieniężnej może doprowadzić do częściowego odreagowania, trwającego nieprzerwanie od połowy stycznia tego roku, spadkowego trendu dochodowości. Tak jak sugerowaliśmy skala korekty nie jest jednak znacząca ze względu na sprzyjającą wysokiej wycenie polskiego długu sytuację na rynkach bazowych, czy stabilność kapitału zagranicznego, który konsekwentnie napływa na krajowy rynek długu. Dodatkowym czynnikiem hamującym korektę na rynku SPW jest konsekwentne oczekiwanie rynku na powrót do łagodzenia polityki pieniężnej pomimo listopadowej decyzji o braku zmian w parametrach polityki monetarnej i wypowiedzi sygnalizujących przerwę. Obecnie kontrakt FRA 3x6 notowany jest na poziomie 1,73%. W średnim terminie natomiast uważamy jednak, iż nastąpi całkowite wygaszenie rynkowych oczekiwań na dalsze łagodzenie polityki pieniężnej RPP, co wraz ze zbliżającymi się podwyżkami kosztu pieniądza w USA doprowadzi do trwałego wzrostu dochodowości polskiego długu wzdłuż całej krzywej. Szacujemy, iż może to nastąpić pod koniec pierwszego kwartału przyszłego roku. Zatrzymanie wzrostowego trendu polskich obligacji mogłoby zatrzymać agresywne łagodzenie polityki pieniężnej przez ECB, co nie jest jednak naszym scenariuszem bazowym.

## RYNKI ZAGRANICZNE

**Październik był pierwszym od czterech miesięcy okresem wzrostu notowań eurodolara**

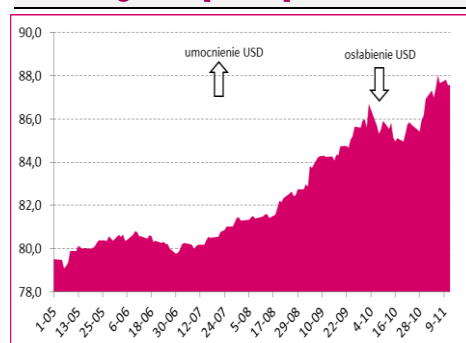
Mimo, iż zmianie nie uległ podstawowy czynnik stanowiący o przecenie euro względem dolara tj. rosnąca rozbieżność w perspektywach polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych i EMU, to październik był pierwszym od czterech miesięcy okresem wzrostu notowań eurodolara. O zwyczaj wartości wspólnej waluty w zakończonym miesiącu zdecydowały zatem czynniki techniczne, w tym dywergencja notowań ze wskazaniami RSI, po której kurs EUR/USD zawrócił z 25-miesięcznego minimum na poziomie 1,2530. Co ciekawe posiedzenie ECB w październiku wskazywane jako potencjalne źródło zmienności eurodolara nie wywołało większej reakcji rynku. Mimo, iż prezes Mario Draghi poinformował, że bank rozpocznie program skupu aktywów, który będzie trwał co najmniej dwa lata i będzie miał znaczący wpływ na sumę bilansową EBC, ponieważ potencjalna „przeźreń” skupu obligacji zabezpieczonych i ABS może sięgnąć biliona euro, to kurs EUR/USD uległ jedynie nieznacznym wahaniom. Zdecydowanie więcej emocji wywołał wynik posiedzenia Fed, które odbyło się pod koniec ubiegłego miesiąca. Mimo, iż Fed powtórzył, że zamierza utrzymywać stopy procentowe na niezmiennym poziomie przez „znaczący okres czasu”, to aprecjacje dolara wywołały zawarte w komunikacie stwierdzenia dotyczące konsekwentnej poprawie sytuacji na rynku pracy. W rezultacie kurs EUR/USD zniżył się z poziomu 1,2750 tuż przed ogłoszeniem decyzji do 1,2590.

**Wykres 18 Kurs EUR/USD oraz dzienna zmienność notowań**



Źródło: Reuters

**Wykres 19 Notowania indeksu dolarowego DXY [w USD]**



Źródło: Reuters

**W minionym miesiącu rubel był najstarszy w historii zarówno wobec dolara, jak i euro**

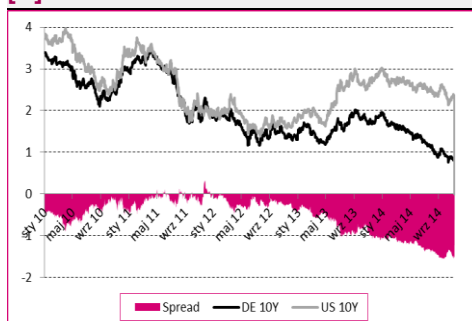
Październik to także dynamiczne zmiany na rynku rubla rosyjskiego. Presję na wycenę rosyjskiej waluty wywierały między innymi najniższe od czterech lat ceny ropy naftowej, sankcje gospodarcze nałożone na Rosję przez kraje zachodnie z powodu jej agresywnej polityki wobec Ukrainy oraz kontrsankcje Moskwy zastosowane wobec Zachodu. Z tego powodu w minionym miesiącu rubel był najstarszy w historii zarówno wobec dolara, jak i euro. Przeceny rosyjskiej waluty nie powstrzymały nawet

**Znaczące zmiany na rynku finansowym wywołało październikowe posiedzenie Banku Japonii**

interwencje banku centralnego Rosji, który wydawał nawet 3 mld USD dziennie zapobiec deprecjacji rubla. Szybko topniejące rezerwy walutowe zmusiły jednak bank centralny do ograniczenia interwencji walutowych do 350 mln USD dziennie, co zostało wykorzystane do dalszego osłabienia rubla. W połowie listopada wzrost kursu USD/RUB wyhamował za sprawą wypowiedzi przedstawicieli banku centralnego o gotowość do podjęcia bardziej zdecydowanych niż dotychczas działań oraz W.Putina, który stwierdził, że osłabienie waluty Rosji nie ma fundamentalnych przyczyn, a spekulacyjne wahania kursu powinny wkrótce ustać. Prezydent Rosji zadeklarował również, że władze nie zamierza w żaden sposób ograniczać przepływu kapitału.

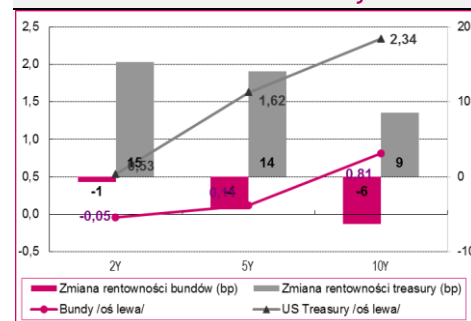
Znaczące zmiany na rynku finansowym wywołało także październikowe posiedzenie Banku Japonii, które zakończyło się zaskakującą decyzją o zwiększeniu programu zakupu obligacji do rekordowego poziomu około 710 mld USD rocznie. W reakcji na decyzję banku centralnego indeks Nikkei wzrósł o ponad 5%, a jen był najszabszy wobec dolara od prawie siedmiu lat.

**Wykres 20 Spread Bundów do Treasuries [%]**



Źródło: Reuters

**Wykres 21 Miesięczna zmiana rentowności Bundów i Treasury'ów**



Źródło: Reuters

**Kwestia rozbieżnych perspektyw polityki monetarnej w EMU i USA w dalszym ciągu wpływać będzie na spadek kursu EUR/USD**

Pomimo dynamicznego spadku w notowaniach eurodolara w ostatnich tygodniach, podtrzymujemy naszą opinię zawartą w poprzednich raportach, iż kwestia rozbieżnych perspektyw polityki monetarnej w EMU i Stanach Zjednoczonych wpływać będzie na spadek kursu EUR/USD. Źródłem słabości wspólnej waluty pozostaną niestandardowe narzędzia luzowania polityki pieniężnej ECB, wdrożone podczas posiedzeń we wrześniu i październiku oraz gotowość do użycia nowych rozwiązań podkreślana w listopadzie. Z kolei o sile dolara niezmiennie stanowią będą poprawiające się wyniki amerykańskiej gospodarki, w tym coraz lepsze dane z rynku pracy USA, skutkujące coraz częstszymi spekulacjami na temat możliwości szybszego, od rynkowych oczekiwań, rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp procentowych przez Fed w przyszłym roku. W naszej ocenie proces normalizacji polityki pieniężnej Fed sprzyjać będzie umocnieniu dolara także w relacji do innych walut.

**Miniony miesiąc był okresem dynamicznych zmian na rynku obligacji amerykańskich**

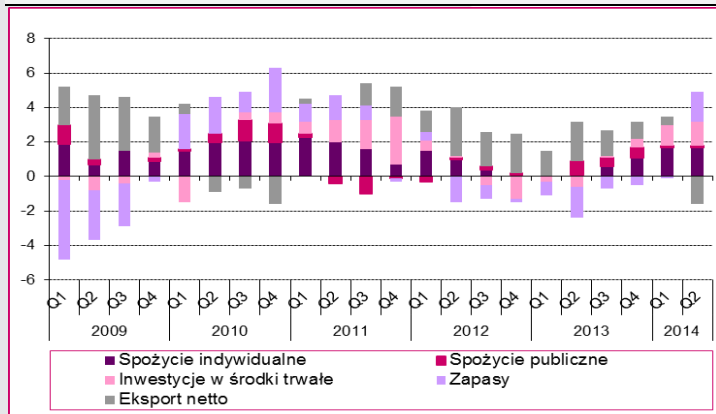
Miniony miesiąc był okresem stabilizacji notowań niemieckiego długu oraz dynamicznych zmian na rynku obligacji amerykańskich. Po tym, jak posiedzenie ECB w październiku zakończyło się utrzymaniem stóp procentowych na niezmiennym poziomie i deklaracjami, iż bank rozpocznie program skupu aktywów, wycena Bundów ustabilizowała się wokół historycznego minimum. Z kolei notowania papierów dłużnych USA pozostawały pod dominującym wpływem danych makro i związanych z nimi oczekiwań, co do perspektyw dalszej normalizacji polityki pieniężnej Fed. Nieznacznie słabsze dane publikowane na początku października zostały wykorzystane do spadku dochodowości Treasuries. Obligacje uległy jednak przecenieniu, po tym jak Rezerwa Federalna utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie i zakończyła program skupu aktywów. Mimo, iż Fed powtórzył, że zamierza utrzymywać stopy procentowe na niezmiennym poziomie przez „znaczący okres czasu”, to wzrost rentowności amerykańskiego długu wywołały zawarte w komunikacie stwierdzenia dotyczące konsekwentnej poprawy sytuacji na rynku pracy.

**W nadchodzących tygodniach należy oczekiwać rozszerzenie spreadu pomiędzy Bundami, a Treasuries**

W naszej opinii w nadchodzących tygodniach należy oczekiwać stabilizacji dochodowości Bundów, w związku z coraz bardziej łagodną polityką pieniężną ECB. W przeciwnym kierunku poruszać się będą natomiast notowania amerykańskiego długu, który pod wpływem coraz bardziej optymistycznych sygnałów z tamtejszej gospodarki, w szczególności z rynku pracy, będzie kontynuować wzrost dochodowości.

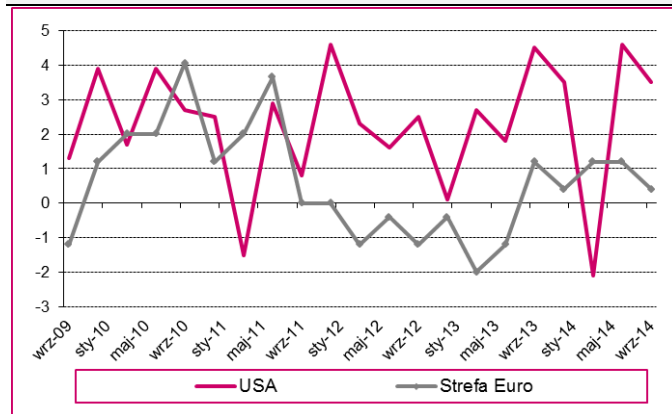
## PRZEGLĄD DANYCH

Wykres 22 Dynamika sprzedaży detalicznej [%; r/r]



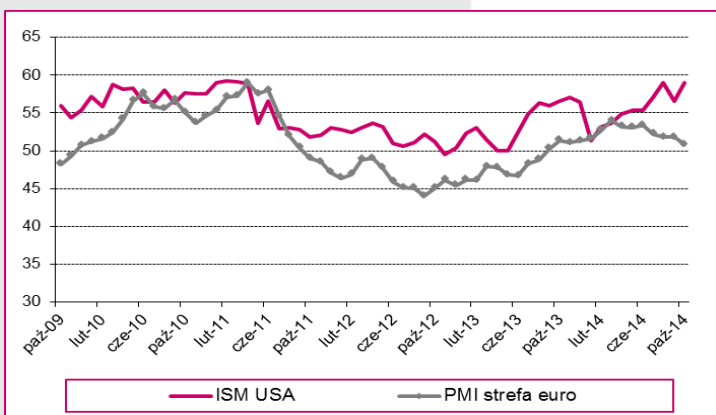
Źródło: EcoWin

Wykres 23 Zanalizowana zmiana PKB w USA i strefie euro



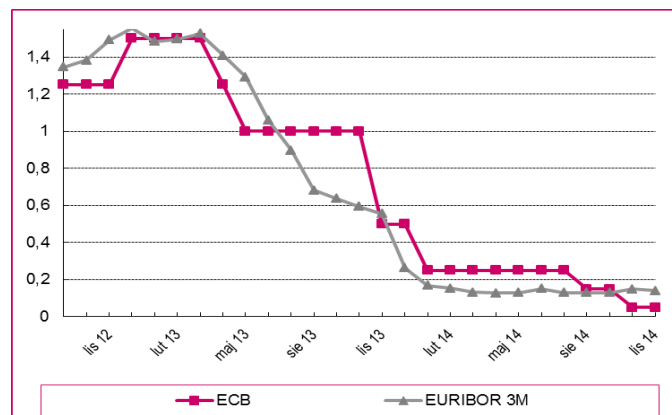
Źródło: EcoWin, obliczenia własne

Wykres 24 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]



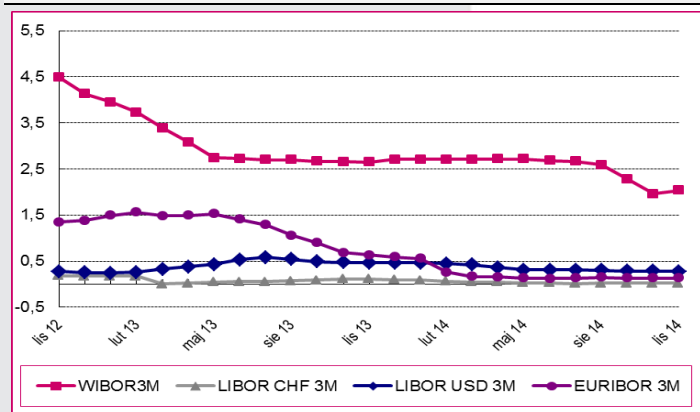
Źródło: EcoWin

Wykres 25 Stawka EURIBOR 3M i stopa procentowa ECB [%]



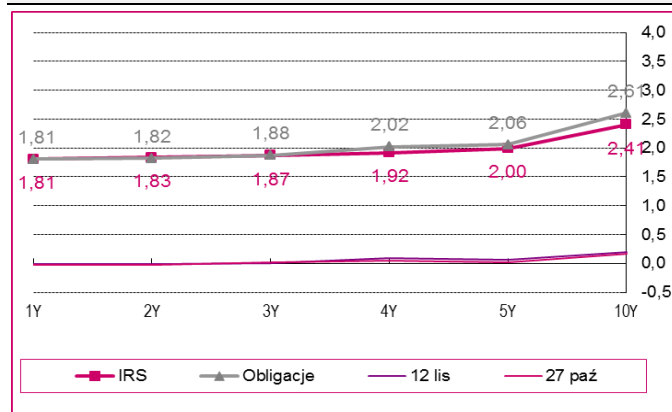
Źródło: Reuters

Wykres 26 Notowania stawek WIBOR, LIBOR i EURIBOR [bps]



Źródło: EcoWin, Reuters

Wykres 27 Notowania obligacji oraz kontraktów IRS



Źródło: Reuters

## DANE I PROGNOZY

### DANE I PROGNOZY KRÓTKÓTERMINOWE

	lut 14	mar 14	kwi 14	maj 14	cze 14	lip 14	sie 14	wrz 14	paź 14	lis 14
Inflacja- CPI (% r/r)	0,7	0,7	0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,5	-0,1
Inflacja bazowa (% r/r)	0,9	1,1	0,8	0,8	1,0	0,4	0,5	0,7	0,4	0,8
Ceny producenta - PPI (% r/r)	-1,4	-1,3	-0,7	-1,0	-1,8	-2,1	-1,5	-1,6	-1,1	-0,8
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	5,2	5,2	5,4	5,2	5,2	6,0	7,4	7,9	7,6	7,7
Produkcja przemysłowa (% r/r)	5,3	5,5	5,4	4,5	1,8	2,4	-1,9	4,2	2,4	2,7
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	7,0	3,1	8,4	3,8	1,2	2,1	1,7	1,6	2,3	2,5
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-651	345	421	-237	-746	-681	-986	-480	-	-
Eksport (EUR, % r/r)	7,3	9,5	4,1	9,2	5,2	6,2	-1,8	5,7	-	-
Import (EUR, % r/r)	6,9	4,1	8,0	10,8	5,9	4,8	-1,1	6,2	-	-
Płace, sek. przeds. (% r/r)	4,0	4,8	3,8	4,8	3,5	3,5	3,5	3,4	3,2	3,3
Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r)	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,8	0,8
Stopa bezrobocia (%)	13,9	13,5	13	12,5	12	11,8	11,7	11,5	11,4	11,7
	sty 14	lut 14	mar 14	kwi 14	maj 14	cze 14	lip 14	sie 14	paź 14	lis 14
Stopa referencyjna (koniec okresu)	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,00
WIBOR 1M (koniec okresu)	2,61	2,61	2,62	2,62	2,61	2,60	2,59	2,40	2,40	2,09
WIBOR 3M (koniec okresu)	2,71	2,71	2,72	2,72	2,68	2,67	2,59	2,28	2,28	2,06
Obligacja 2-letnia (koniec okresu)	3,05	3,00	2,90	2,74	2,50	2,45	2,20	2,02	2,02	1,86
Obligacja 5-letnia (koniec okresu)	3,73	3,76	3,56	3,30	3,04	2,86	2,56	2,38	2,38	2,14
Obligacja 10-letnia (koniec okresu)	4,39	4,23	4,04	3,68	3,51	3,42	3,13	3,07	2,99	2,65
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,16	4,17	4,20	4,14	4,16	4,18	4,21	4,18	4,18	4,20
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	3,01	3,03	3,03	3,04	3,04	3,12	3,20	3,31	3,30	3,37
Kurs EUR/USD (koniec okresu)	1,38	1,38	1,39	1,36	1,37	1,34	1,31	1,26	1,26	1,25

### DANE I PROGNOZY ŚREDNIOTERMINOWE

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014P
PKB (mld PLN)	1176,7	1275,4	1344,5	1437,4	1553,6	1615,9	1662,1	1728,7
PKB (wzrost realny, %)	7,2	3,9	2,6	3,7	4,8	1,8	1,7	3,1
Popyt krajowy (wzrost realny, %)	9,5	5,0	-0,3	4,2	3,8	-0,4	0,2	3,4
Spożycie prywatne (wzrost realny, %)	6,4	6,1	3,3	2,5	3,0	1,0	1,1	2,7
Inwestycje (wzrost realny, %)	19,2	8,4	-1,9	-0,4	9,3	-1,5	0,9	7,2
Stopa bezrobocia	11,2	9,5	12,1	12,3	12,5	13,4	13,4	12,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-6,2	-6,6	-3,9	-5,5	-5,2	-3,5	-1,3	-1,5
Inflacja CPI (średnio w roku, %)	2,5	4,2	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,1
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii (koniec okresu, % r/r)	1,3	2,8	2,8	1,6	3,1	1,4	1,0	0,8
Saldo sektora general government (% PKB)	-1,9	-3,7	-7,4	-7,6	-4,9	-3,7	-4,0	-3,4
Stopa referencyjna (koniec okresu)	5,00	5,00	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,00
WIBOR 3M (koniec okresu)	5,68	5,88	4,20	3,95	4,99	4,14	2,71	2,07
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	3,60	4,12	4,10	3,95	4,47	4,08	4,15	4,19
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	2,47	2,96	2,86	2,97	3,44	3,09	3,02	3,39

Źródło: GUS, NBP, Reuters, prognozy Banku Millennium

## KALENDARIUM

### Listopad / Grudzień

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
		12 EZ: produkcja przemysłowa US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA	13 GE: CPI PL: rachunek obrotów bieżących, CPI US: liczba nowych bezrobotnych	14 GE: PKB PL: PKB, podaż pieniądza M3 EZ: PKB, CPI US: sprzedaż detaliczna, indeksu uniwersytetu Michigan
17 EZ: bilans handlowy PL: inflacja bazowa US: produkcja przemysłowa	18 GE: ZEW US: PPI	19 EZ: rachunek obrotów bieżących US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, pozwolenia na budowę, opis posiedzenia banku centralnego PL: płace, zatrudnienie	20 GE: PPI, wstępny PMI EZ: wstępny PMI PL: produkcja przemysłowa, PPI, opis posiedzenia banku centralnego US: liczba nowych bezrobotnych, CPI	21
24 GE: IFO US: Chicago Fed	25 GE: PKB US: PKB, indeks CaseShiller PL: sprzedaż detaliczna, stopa bezrobocia	26 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, zamówienia na dobra trwałego użytku, dochody i wydatki gospodarstw domowych, sprzedaż nowych domów	27 GE: stopa bezrobocia, CPI, sprzedaż detaliczna EZ: podaż pieniądza M3	28 PL: PKB, oczekiwania inflacyjne EZ: stopa bezrobocia, CPI, inflacja bazowa
01 PL: PMI w przemyśle GE: PMI w przemyśle EZ: PMI w przemyśle US: PMI w przemyśle, indeks ISM	02 EZ: PPI	03 PL: decyzja w sprawie stóp procentowych EZ: sprzedaż detaliczna, PKB, PMI w usługach GE: PMI w usługach US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, raport ADP, Beżowa Księga Fed	04 US: raport Challengeera, liczba nowych bezrobotnych EZ: decyzja w sprawie stóp procentowych	05 GE: zamówienia fabryczne PL: stan rezerw US: stopa bezrobocia, zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym, bilans handlowy, zamówienia fabryczne
08 EZ: indeks Sentix	09 GE: bilans handlowy	10	11 GE: CPI US: liczba nowych bezrobotnych, sprzedaż detaliczna	12 EZ: zatrudnienie, produkcja przemysłowa PL: podaż pieniądza M3 US: indeks uniwersytetu Michigan

PL - Polska; GE - Niemcy; US - Stany Zjednoczone; EZ - strefa euro; HU - Węgry; CZ - Czechy; SZ - Szwajcaria, CH - Chiny, JN - Japonia  
Źródło: Reuters, Bloomberg, MinFin, PAP

## Zespół

### BIURA ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

#### Grzegorz Maliszewski

Główny Ekonomista

+48 22 598 22 38

[grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl](mailto:grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl)

#### Urszula Kryńska

Ekonomistka

+48 22 598 20 10

[urszula.krynska@bankmillennium.pl](mailto:urszula.krynska@bankmillennium.pl)

#### Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych

+48 22 598 22 36

[mateusz.sutowicz@bankmillennium.pl](mailto:mateusz.sutowicz@bankmillennium.pl)

#### Bank Millennium SA

[www.millenet.pl](http://www.millenet.pl)

ul. Stanisława Żaryna 2a

02-593 Warszawa

801 331 331

+48 22 598 40 40

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiejkolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.