

Makro i rynek

raport miesięczny

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

10 grudnia 2014

Podsumowanie miesiąca

- Dane o wzroście gospodarczym w Q3 wskazały, że wyhamowanie aktywności ekonomicznej w polskiej gospodarce pomiędzy lipcem a wrześniem było wyraźnie słabsze niż wskazywały na to miesięczne odczyty publikowane przez GUS. Dane odsezonowane wskazały wręcz na przyspieszenie wzrostu gospodarczego do 0,9% kw/kw z 0,7% kw/kw w Q2. Wzrost gospodarczy w Polsce oparty był na mocnym filarze popytu krajowego. Spożycie w sektorze gospodarstw domowych wzrosło o 3,2% r/r wobec zrewidowanego w górę wzrostu o 3,0% r/r w Q2. Pozytywnie zaskoczyły dane o inwestycjach w środki trwałe, które wzrosły o 9,9% r/r. Biorąc pod uwagę wyhamowanie dynamiki inwestycji budowlanych, wyraźny wzrost zanotować musiały inwestycje w maszyny i urządzenia. Opublikowane dotychczas dane miesięczne obejmujące Q4 sugerują, że w ostatnich miesiącach tego roku dynamika PKB może nieznacznie przyspieszyć w stosunku do Q3. Głównym ryzykiem dla wzrostu pozostaje otoczenie zewnętrzne, jednak niekorzystny wpływ polską gospodarkę wolniejszego wzrostu w Eurolandzie, a także konfliktu rosyjsko-ukraińskiego może być mniejszy, dzięki postępującej dywersyfikacji rynków zbytu przez polskich eksporterów. W ramach listopadowego badania PMI po raz pierwszy od siedmiu miesięcy wzrosła liczba nowych zamówień eksportowych, a część firm uzasadniała to udanym wejściem na nowe rynki.
- Rada Polityki Pieniężnej na grudniowym posiedzeniu nie zaskoczyła, utrzymując stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Ostatnie komentarze członków RPP, a także wyniki głosowań na posiedzeniu w październiku i listopadzie wskazują na wyraźny podział wewnątrz RPP co do perspektyw polityki pieniężnej. Dobrym podsumowaniem niepewności co do perspektyw polityki pieniężnej stanowi wypowiedź jednej z przedstawicielek RPP prof. Zielińskiej-Głębokiej, w ocenie której jest wręcz niemożliwym, aby przewidzieć jakie będą kolejne ruchy RPP. W naszej ocenie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest obecnie stabilizacja stóp procentowych. Biorąc jednak pod uwagę fakt, iż obecny rozkład sił w ramach RPP jest kruchy, stąd obniżek stóp procentowych całkowicie wykluczyć nie można, szczególnie, że pogorszenie wyników gospodarki na początku przyszłego roku, częściowo ze względu na wysoką bazę statystyczną, może zrewidować poglądy części członków RPP, szczególnie tych o mniej ugruntowanych poglądach.
- W listopadzie złoty zyskiwał na wartości względem koszyka walut, o czym świadczy wzrost realnego efektywnego kursu. Wraz z mniej łagodną retoryką RPP powrócił bowiem potencjał aprecjacyjny polskiej waluty. W szczególności, iż lepsze od oczekiwań dane z krajowej gospodarki, w tym wyższy od konsensusu wzrost PKB w trzecim kwartale oraz odczyt indeksu PMI za grudzień, wzmocniły jastrzębie skrzydło Rady. W rezultacie, kurs EUR/PLN niżkował z okolic półrocznego maksimum na poziomie 4,24 do 2-miesięcznego minimum siedem groszy niżej.

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%	22 sty	0,05%
NBP - stopa referencyjna	2,00%	13-14 sty	2,00%

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

Makro i rynek

raport miesięczny

Tylko nieznaczne wyhamowanie dynamiki PKB w Q3

Dobry początek czwartego kwartału

Deflacja cen detalicznych sprzyja konsumpcji prywatnej

Wpływ spowolnienia wzrostu w Eurolandzie łagodzony będzie przez dywersyfikację rynków zbytu

PRZEGLĄD GOSPODARCZY

Dane o wzroście gospodarczym w Q3 wskazały, że wyhamowanie aktywności ekonomicznej w polskiej gospodarce pomiędzy lipcem a wrześniem było wyraźnie słabsze niż wskazywały na to miesięczne dane publikowane przez GUS. Dynamika PKB wyniosła bowiem 3,3% r/r w Q3 wobec zrewidowanego w górę 3,5% r/r w Q2. Dane odsezonowane wskazały wręcz na przyspieszenie wzrostu gospodarczego do 0,9% kw/kw z 0,7% kw/kw w Q2. W Unii Europejskiej tylko rumuńska gospodarka urosła szybciej od polskiej. Wzrost gospodarczy w Polsce oparty był na mocnym filarze popytu krajowego. Spożycie w sektorze gospodarstw domowych wzrosło w Q3 o 3,2% r/r wobec zrewidowanego w górę wzrostu o 3,0% r/r w Q2. Wstępny szacunek za Q2 wynosił zaledwie 2,3% r/r. Pozytywnie zaskoczyły dane o inwestycjach w środki trwałe, które wzrosły o 9,9% r/r wobec 8,7% r/r w Q2. Biorąc pod uwagę wyhamowanie dynamiki wartości dodanej w budownictwie (+3,2% r/r w Q3 wobec +7,6% r/r w Q2) i wiążące się z tym spowolnienie inwestycji budowlanych i infrastrukturalnych, wyraźny wzrost zanotować musiały inwestycje w maszyny i urządzenia. Pogorszenie nastrojów firm nie przełożyło się zatem na ograniczenie ich planów inwestycyjnych. Dodatnią kontrybucję do wzrostu miały też spożycie publiczne oraz zmiana zapasów. Popyt krajowy ogółem wzrósł natomiast o 4,9% r/r wobec 5,6% r/r w Q2, choć wówczas był napędzony przez wzrost zapasów. Ujemny wkład do dynamiki PKB miał natomiast eksport netto.

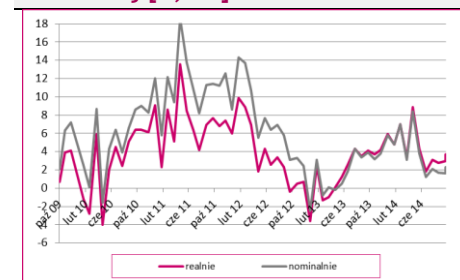
Opublikowane dotychczas dane miesięczne obejmujące Q4 sugerują, że w ostatnich miesiącach tego roku dynamika PKB może nieznacznie przyspieszyć w stosunku do Q3. Dynamika produkcji przemysłowej wyhamowała co prawda w październiku do 1,6% r/r z 4,2% r/r we wrześniu, jednak eliminując wpływ czynników sezonowych osłabienie wzrostu w przemyśle było nieznaczne (+1,5% r/r w październiku wobec 1,9% r/r miesiąc wcześniej). Słabszy wynik to przede wszystkim efekt kontynuacji pogorszenia sytuacji w górnictwie, a także korzystnych warunków pogodowych, które przełożyły się na spadek produkcji w dziale zaopatrywanie w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę. Pozytywnie ocenić należy wzrost produkcji przetwórstwa przemysłowego o 2,7% r/r. Wciąż dynamicznie rośnie produkcja w branżach eksportowych, co wskazuje na odporność polskiego przemysłu na spowolnienie wzrostu gospodarczego w Eurolandzie.

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



Źródło: GUS

Wykres 2 Dynamika sprzedaży detalicznej [% r/r]



Źródło: GUS

Na ścieżce wzrostowej utrzymała się także sprzedaż detaliczna. Jej nominalna dynamika wzrosła do 2,3% r/r z 1,6% r/r we wrześniu. Jeszcze lepiej przedstawiają się statystyki w ujęciu realnym, wskazujące na wzrost sprzedaży o 3,7% r/r wobec 3,0% r/r miesiąc wcześniej. Realna dynamika przyspieszyła w przypadku większości komponentów sprzedaży detalicznej, a najsilniej rosła sprzedaż odzieży i obuwia, a także środków farmaceutycznych. Wsparciem dla konsumpcji pozostają pozytywne tendencje na rynku pracy oraz deflacja cen detalicznych, zwiększająca siłę nabywczą dochodów.

Głównym ryzykiem dla wzrostu polskiej gospodarki pozostaje otoczenie zewnętrzne, jednak niekorzystny wpływ wolniejszego wzrostu w Eurolandzie, a także konfliktu rosyjsko-ukraińskiego na polską gospodarkę może być mniejszy niż pierwotnie się obawiano. Dywersyfikacja rynków zbytu powinna łagodzić wpływ słabszej koniunktury w strefie euro na wyniki polskiej gospodarki, co widoczne było także w latach poprzednich. W ramach listopadowego badania PMI po raz pierwszy od siedmiu

Makro i rynek

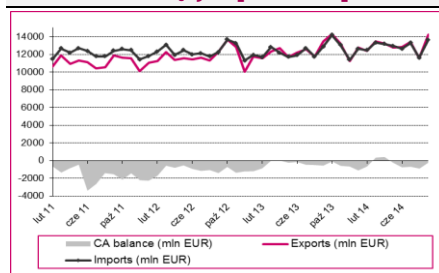
raport miesięczny

Spadek deficytu obrotów bieżących we wrześniu

miesiący wzrosła liczba nowych zamówień eksportowych otrzymanych przez polskich producentów, a część firm uzasadniała to udanym wejściem na nowe rynki, między innymi Europą środkową i wschodnią. Umocnienie złotego w ostatnich tygodniach, o ile nie będzie postępowało gwałtownie, nie powinno istotnie podkopać konkurencyjności eksportu, ponieważ kurs rynkowy EUR/PLN i USD/PLN pozostaje powyżej progowych kursów opłacalności. Podstawy do utrzymania wzrostu ma także popyt krajowy. Czynnikiem wspierającym inwestycje będą wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych w części branż oraz dobra kondycja finansowa sektora korporacji. 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. Poprawę nastrojów w gospodarce sugeruje też odczyt indeksu PMI, który w listopadzie wzrósł do 53,2 pkt., poziomu najwyższego od marca br.

Bilans obrotów bieżących zamknął się we wrześniu deficytem na poziomie 235 mln EUR wobec deficytu 887 mln EUR w sierpniu. Spadek deficytu w stosunku do poprzedniego miesiąca to efekt nadwyżki na rachunku obrotów towarowych, a także wyższej nadwyżki na rachunku obrotów wtórnych, co związku z wyższymi transferami z UE. Po trzech kwartałach deficyt C/A wyniósł, na bazie płynnego roku, 1,2% PKB, podobnie jak po Q2 tego roku.

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



Makro i rynek

raport miesięczny

Kolejny miesiąc spadku bezrobocia

Ujemna inflacja zwiększa siłę nabywczą dochodów

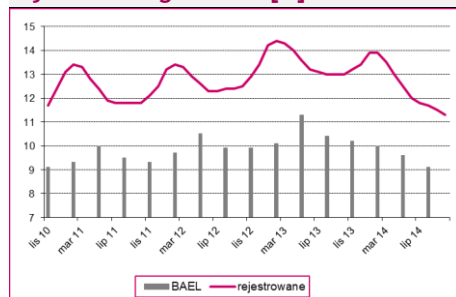
W miesiącach jesienno-zimowych możliwy nieznaczny wzrost bezrobocia

Czwarty miesiąc ujemnej inflacji

pozwała poprawić ich konkurencyjność na rynkach zewnętrznych. Ryzykiem dla eksportu pozostaje pogorszenie koniunktury w strefie euro, w tym w Niemczech. Jednak aktywna postawa eksporterów i poszukiwanie nowych rynków zbytu powinny złagodzić wpływ dekoniunktury u naszego głównego partnera handlowego. Warto też pamiętać, że w okresie spowolnienia w Niemczech, polski eksport może być tańszym substytutem dla lokalnej produkcji. W rezultacie wyhamowanie eksportu nie musi być znaczne.

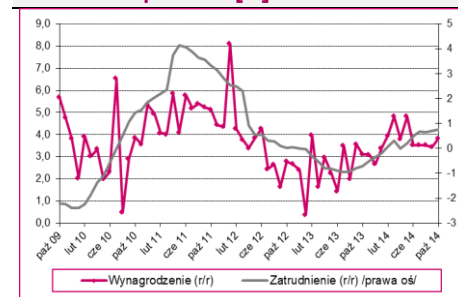
Tempo poprawy sytuacji na rynku pracy przyspieszyło w październiku. Stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się w październiku do 11,3% i była o 1,7 pkt. proc. niższa niż przed rokiem. W skali miesięcznej stopa bezrobocia spadła o 0,2 pkt. proc., a ostateczna zniżka stopy bezrobocia w październiku miała miejsce w 2008 r. Liczba zarejestrowanych bezrobotnych spadła o 5,5% r/r, natomiast liczba wyrejestrowanych wzrosła o 6,2% r/r. Spadł jednak odsetek wyrejestrowanych z tytułu podjęcia pracy, który wyniósł 45,9% w październiku wobec 50,3% we wrześniu. Ich dynamika wyniosła zaledwie 0,3% r/r wobec 5,6% r/r miesiąc wcześniej. Oznacza to, że wzrosła nieznacznie liczba osób, które zostały skreślone z ewidencji bezrobotnych z przyczyn innych niż podjęcie pracy (rozpoczęcie szkolenia, niepotwierdzenie gotowości do pracy). Wyhamowała też dynamika ofert pracy zgłoszonych do urzędów w ciągu miesiąca i wyniosła w październiku 39,1% r/r wobec 58,9% r/r we wrześniu. Na wciąż wysokim poziomie utrzymuje się także dynamika dostępnych ofert na koniec danego miesiąca (58,8% r/r), co może wskazywać na rosnące trudności z uzupełnieniem wakatów. W sektorze przedsiębiorstw zatrudnienie utrzymuje się w trendzie wzrostowym, choć jego dynamika w październiku ustabilizowała się na poziomie 0,8% r/r. W skali miesiąca liczba etatów wzrosła o 8 tys. i był najwyższy od czerwca tego roku.

Wykres 5 Stopa bezrobocia rejestrowanego i BAEL [%]



Źródło: GUS

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



Źródło: GUS

Presja płacowa utrzymuje się na umiarkowanym poziomie, choć dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw przyspieszyła w październiku do 3,8% r/r. Częściowo jest to efekt przesunięć w wypłatach premii w sektorze górniczym, gdzie dynamika płac przyspieszyła do 7,2% r/r z -3,0% r/r we wrześniu. Korzystniej kształtuje się dynamika w ujęciu realnym, ponieważ ujemna inflacja przekłada się na wzrost siły nabywczej dochodów z pracy. W październiku wyniosła ona 4,5% r/r wobec 3,7% r/r we wrześniu. W połączeniu z utrzymującym się wzrostem zatrudnienia, fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw wzrósł o 4,7% r/r nominalnie i 5,3% r/r realnie. Rosnące dochody rozporządzalne, w połączeniu z poprawą na rynku pracy, powinny sprzyjać konsumpcji prywatnej w kolejnych kwartałach.

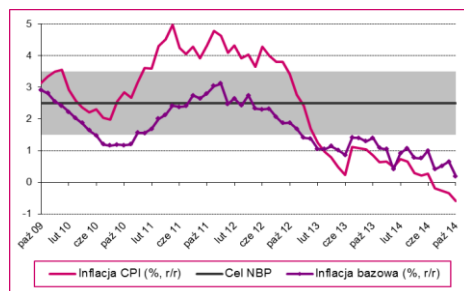
W miesiącach jesienno-zimowych stopa bezrobocia będzie stopniowo rosnąć, w głównej mierze ze względu na czynniki sezonowe. Skala jej zwwyżki powinna być jednak mniejsza niż przed rokiem, stąd roczny spadek stopy bezrobocia powinien nieco pogłębić się w stosunku do 1,7 pkt. proc. W listopadowym badaniu PMI przedsiębiorcy z sektora przetwórstwa przemysłowego sygnalizowali kolejny, tj. szesnasty z rzędu wzrost poziomu zatrudnienia. Warto odnotować, że jest to łącznie drugi najdłuższy okres wzrostu liczby miejsc pracy w historii badań PMI. Według naszych szacunków stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w listopadzie do 11,4%, co oznacza, że w grudniu nie przekroczy 12% wobec 13,4% w grudniu 2013. W sektorze przedsiębiorstw natomiast oczekujemy utrzymania się dynamiki zatrudnienia na poziomie 0,8% r/r i wyhamowania wzrostu płac do 3,6% r/r.

Makro i rynek

raport miesięczny

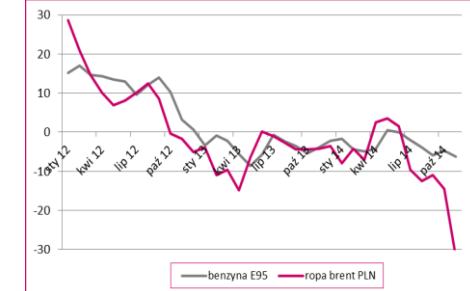
W październiku inflacja, mierzona wskaźnikiem cen konsumenta, pogłębiła spadek i wyniosła minus 0,6% r/r wobec minus 0,3% r/r we wrześniu. To już czwarty z rzędu miesiąc ujemnych odczytów inflacji. Niższa od oczekiwań inflacja to efekt pogłębienia spadków cen żywności oraz dalszej zniżki cen paliw. W ramach żywności najbardziej potaniały owoce (-2,2% m/m), mięso drobiowe (-2,6% m/m) oraz mięso wieprzowe (-1,8% m/m), co wiązać należy ze skutkami sankcji rosyjskich na eksport żywności do Rosji. Trzeci miesiąc z rzędu spadły też ceny paliw, w ślad za zniżką cen ropy naftowej na rynkach międzynarodowych. Obecnie ceny detaliczne paliw na stacjach benzynowych są najniższe od początku 2011 r. Cena ropy Brent natomiast jest najniższa od października 2009 r., w ujęciu dolarowym oraz od marca 2010 r. licząc w polskim złotym. Brak presji cenowej utrzymuje się także na poziomie innych komponentów koszyka inflacyjnego, na co wskazują odczyty inflacji bazowej. Spośród czterech liczonych przez NBP miar, trzy obniżyły się, a jedna pozostała na niezmienionym poziomie. Główna z nich, inflacja bazowa, mierzona jako CPI po wyłączeniu cen żywności i energii, obniżyła się do 0,2% r/r z 0,7% r/r we wrześniu, częściowo na skutek efektu bazy statystycznej. Takie odczyty inflacji wskazują, że presji cenowej w gospodarce w zasadzie nie ma.

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



Źródło: GUS, NBP

Wykres 8 Ceny ropy Brent w PLN i ceny detaliczne benzyny [% r/r]



Źródło: EcoWin

Wskaźnik PPI już dwa lata poniżej zera

Październik to kolejny miesiąc deflacji na poziomie cen producentów. Od dwóch lat wskaźnik PPI utrzymuje się poniżej zera i w październiku wyniósł minus 1,2% r/r wobec minus 1,6% r/r we wrześniu. Zniżki cen producenta to efekt spadów cen surowców na rynkach międzynarodowych, a także wysokiej presji konkurencyjnej w sektorze. W skali miesiąca ceny produkcji sprzedanej przemysłu spadły o 0,3%, a największą zniżkę zanotowano w produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej (-4,8% m/m), w następstwie silnych spadków cen ropy naftowej. Wskaźnik PPI obniżają też skutki sankcji i wyższa podaż żywności na rynku krajowym, co przekłada się na spadki cen w przetwórstwie artykułów spożywczych. Utrzymanie tych trendów oczekiwać należy także w kolejnych miesiącach, choć ze względu na czynniki bazowe, skala spadków cen producenta będzie stopniowo wyhamowywała.

W kolejnych miesiącach inflacja powinna rosnąć, ale wciąż daleko od celu

Kolejne miesiące przyniosą utrzymanie się niskich odczytów inflacji bazowej. Dołek wskaźnika CPI osiągnięty został prawdopodobnie w październiku, jednak najbliższe miesiące przyniosą jego tylko nieznaczny wzrost. Ze względu na spadki cen paliw, ujemne odczyty inflacji mogą utrzymywać się do końca Q1 przyszłego roku. Osiągnięcie celu inflacyjnego, a nawet dolnej jego granicy to wciąż odległa perspektywa. W naszej ocenie w listopadzie wskaźnik CPI wyniósł minus 0,4% r/r, a na jego poziom dominujący wpływ miała zniżka cen paliw.

POLITYKA PIENIĘŻNA

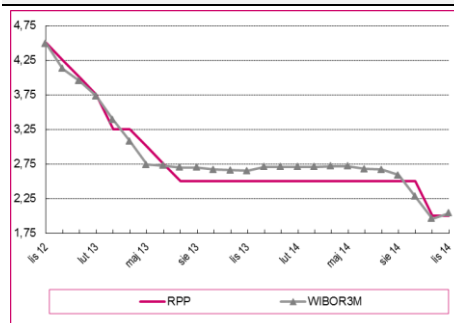
W grudniu stopy procentowe pozostały na niezmiennym poziomie

Podziały wewnątrz RPP przybierają na sile

Po dwóch zaskakujących decyzjach w październiku i listopadzie, Rada Polityki Pieniężnej na grudniowym posiedzeniu nie zaskoczyła, utrzymując stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Komunikat opublikowany po posiedzeniu w niewielkim stopniu różnił się od tego z poprzedniego miesiąca. Rada podtrzymała ocenę, że dokonana w październiku obniżka stóp oraz utrzymujący się stabilny wzrost gospodarczy ograniczają ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. Powtórzyła też, że możliwe jest dalsze dostosowania polityki pieniężnej, jeśli napływające dane będą potwierdzały pogorszenie aktywności gospodarczej w Polsce, lub w jej otoczeniu. Z przebiegu konferencji po posiedzeniu wynika, że prawdopodobieństwo obniżek stóp procentowych obniżyło się, na co wpływ miały niewątpliwie dane o strukturze wzrostu gospodarczego oraz indeksie PMI za listopad.

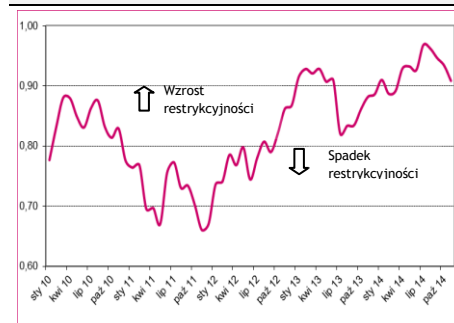
Ostatnie komentarze członków RPP, a także wyniki głosowań na posiedzeniu w październiku i listopadzie wskazują na wyraźny podział wewnątrz RPP co do perspektyw polityki pieniężnej. Zdecydowanie za dalszymi obniżkami stóp opowiada się dwóch członków Rady - J. Osiatyński i A. Bratkowski. Na przeciwnym biegunie znajduje się prof. Winiecki, w ocenie którego przy zerowej inflacji zerowej inflacji właściwym poziomem stopy procentowej jest 2,5-3,0%. Większość pozostałych komentarzy z RPP wskazuje na wysoką niepewność kolejnych decyzji. Z jednej strony bowiem kondycja gospodarki nie jest tak zła jak się obawiano i jak wskazywała listopadowa projekcja. Z drugiej natomiast okres ujemnej inflacji wydłuża się, jednak głównie ze względu na czynniki podażowe, na co polityka pieniężna nie ma wpływu. Dobrym podsumowaniem niepewności co do perspektyw polityki pieniężnej stanowi wypowiedź jednej z przedstawicieli RPP prof. Zielińskiej-Glebokiej, w ocenie której jest wręcz niemożliwym, aby przewidzieć jakie będą kolejne ruchy RPP. Wskazuje to na znaczne rozbieżności w ocenie przyszłej ścieżki stóp procentowych, brak wizji na kolejne miesiące. W rezultacie, kolejne decyzje w sprawie stóp procentowych uzależnione będą od bieżących danych makroekonomicznych z polskiej gospodarki. Na narastające podziały w Radzie wskazała też wypowiedź A. Bratkowskiego, który zapowiedział, iż nie będzie więcej uczestniczył w redagowaniu opisów dyskusji na posiedzeniach RPP, a swoje opinie będzie prezentował na własnej stronie internetowej.

Wykres 9 Projekcja inflacji przygotowana przez NBP



Źródło: NBP

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



Źródło: Reuters, GUS, obliczenia własne

Duża niepewność co do perspektyw stóp procentowych, jednak najbardziej prawdopodobna wydaje się ich stabilizacja

W naszej ocenie najbardziej prawdopodobnym scenariuszem jest obecnie stabilizacja stóp procentowych. Biorąc jednak pod uwagę fakt, iż obecny rozkład sił w ramach RPP jest kruchy (o ostatnich decyzjach rozstrzygała przewaga jednego głosu), stąd pogorszenie wyników gospodarki, szczególnie na początku przyszłego roku, częściowo ze względu na wysoką bazę statystyczną, może zrewidować poglądy części członków RPP, szczególnie tych o mniej ugruntowanych poglądach. Dlatego też obniżek stóp procentowych całkowicie wykluczyć nie można, ale w naszej ocenie są one obecnie mniej prawdopodobne. Do końca kadencji obecnej RPP stopy procentowe powinny pozostać w naszej ocenie na niezmiennym poziomie. Zmian parametrów polityki pieniężnej może dokonać dopiero nowa RPP i prawdopodobnie będą to podwyżki oprocentowania.

Deficyt budżetu wciąż znacznie poniżej planu

Deficyt budżetowy za cały rok wniesie ok. 30 mld PLN

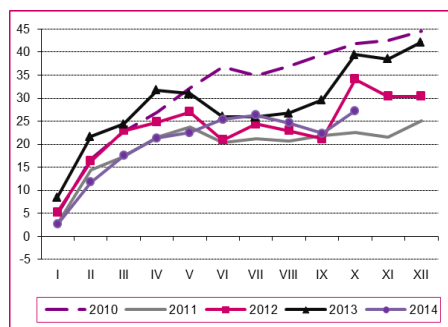
W 2015r. możliwy impuls fiskalny, ale ścieżka konsolidacji niezagrożona

POLITYKA FISKALNA

Realizacja budżetu państwa w tym roku przebiega wyraźnie lepiej niż zakładano. Po październiku deficyt budżetu centralnego wyniósł 27,25 mld PLN, co stanowiło 57,4% planu na cały rok. W analogicznym okresie roku 2013 deficyt stanowił 76,5% planu po nowelizacji. Tegoroczny wynik jest wyraźnie niższy od harmonogramu, który po październiku zakładał deficyt na poziomie 43,5 mld PLN. Wzrost deficytu w stosunku do poprzedniego miesiąca to w dużej mierze efekt przesunięcia kosztów obsługi długu krajowego. Lepszej od założeń realizacji budżetu sprzyja wyższa realizacja dochodów podatkowych, które po dziesięciu miesiącach tego roku były o 6,2% wyższe niż przed rokiem, natomiast w samym październiku wzrosły o 2,2% r/r. W ostatnich miesiącach widać jednak nieznaczne wyhamowanie tendencji wzrostowej dochodów podatkowych, które na początku roku rosły w tempie dwucyfrowym. Wciąż najsilniej rosną dochody z podatku VAT, które po październiku były o 10,3% wyższe niż przed rokiem wobec wzrostu o 11,2% r/r po wrześniu. Nieznacznie przyspieszyła natomiast dynamika dochodów z PIT i CIT, która wyniosła po październiku odpowiednio 4,1% r/r i 2,2% r/r. Rząd utrzymuje dyscyplinę po stronie wydatków, które po dziesięciu miesiącach tego roku były o 2,9% niższe niż przed rokiem. Wciąż wyraźnie niższa niż przed rokiem jest dotacja do FUS, jako efekt zmian w systemie emerytalnym. Koszty obsługi długu krajowego były po październiku o 26,0% niższe niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. Ich poziom wyniósł po 10-ciu miesiącach tego roku 22,8 mld PLN i był aż o 8 mld PLN niższy niż przed rokiem. Niższym kosztem obsługi długu krajowego sprzyja spadek stóp procentowych NBP, wysokie zainteresowanie polskim długiem i zniżka rentowności obligacji oraz mniejsza podaż nowego długu.

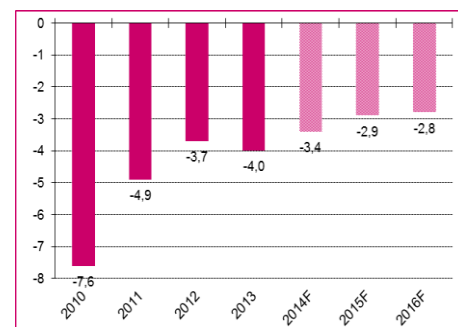
Biorąc pod uwagę opublikowane dotychczas dane oczekiwać można, iż w całym 2014 r. deficyt może być zbliżony do 30 mld PLN wobec zakładanej przez MinFin realizacji na poziomie 34 mld PLN. Dodatkowo, biorąc pod uwagę lepsze wyniki gospodarki i wyższy wzrost gospodarczy, w tym wyższy nominalny PKB w związku z wdrożeniem nowej metodologii, a także znacznie lepszy od oczekiwań wynik sektora samorządowego relacja deficytu sektora finansów publicznych do PKB może zbliżyć się do 3% wobec spodziewanych 3,4%. Po trzech kwartałach tego roku samorządy miały nadwyżkę w wysokości 10,05 mld PLN.

Wykres 11 Wykonanie deficytu budżetu centralnego [mld PLN]



Źródło: MinFin

Wykres 12 Deficyt sektora finansów publicznych [% PKB]

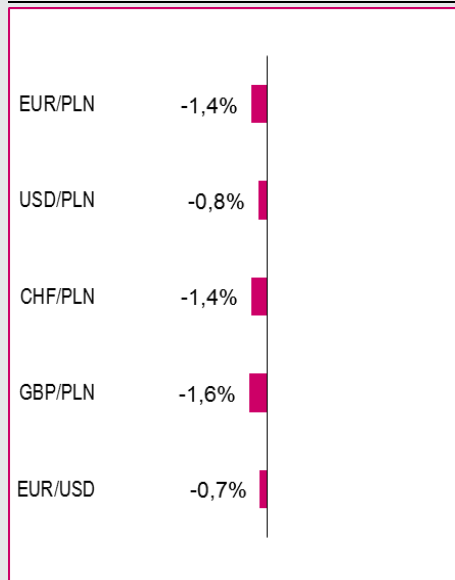


Źródło: GUS, Komisja Europejska

Przyszły rok powinien przynieść dalszy spadek deficytu sektora finansów publicznych. Priorytetem rządu pozostanie obniżenie deficytu sektora general government poniżej 3% PKB w roku 2015, choć już w tym roku deficyt sektora może zbliżyć się do tej granicy. Zniesienie procedury nadmiernego deficytu do roku 2016 wydaje się zatem wysoce prawdopodobne. Deficyt budżetu centralnego natomiast wzrośnie do zakładanych 46,08 mld PLN z ok. 30 mld PLN, możliwych do osiągnięcia w tym roku. Rok wyborczy zwiększa pokusę dodatkowego impulsu fiskalnego, szczególnie wobec przegranej PO w wyborach samorządowych, jednak nawet ewentualne działania w zakresie polityki fiskalnej nie powinny ogólnej ścieżki konsolidacji fiskalnej.

KRAJOWY RYNEK WALUTOWY

Wykres 13 Kursy walutowe [zmiana miesięczna, %]



Źródło: Reuters

W listopadzie złoty zyskiwał na wartości względem koszyka walut, o czym świadczy wzrost realnego efektywnego kursu wymiany. Wraz z mniej łagodną retoryką RPP powrócił bowiem potencjał aprecjacyjny polskiej waluty. W szczególności, iż lepsze od oczekiwań dane z krajowej gospodarki, w tym wyższy od konsensusu wzrost PKB w trzecim kwartale oraz odczyt indeksu PMI za listopad, wzmocniły jastrzębie skrzydło RPP. W rezultacie kurs EUR/PLN zniżkował z okolic półrocznego maksimum na poziomie 4,24 do 2-miesięcznego minimum siedem groszy niżej. W minionym miesiącu złoty zyskiwał także względem franka szwajcarskiego i to pomimo zaplanowanego na 30 listopada referendum, którego wynik mógł zmienić politykę pieniężną SNB. W omawianym okresie kurs CHF/PLN zniżkował z poziomu 3,50 do 3,47. Aprecjacja polskiej waluty względem franka przyspieszyła jednak na początku grudnia, gdy brak poparcia dla postulatów zawartych w referendum przekreślił szanse na umocnienie szwajcarskiej waluty. Tylko w pierwszych trzech dniach grudnia kurs CHF/PLN obniżył się o 5 groszy do 2-miesięcznego minimum na poziomie 3,45.

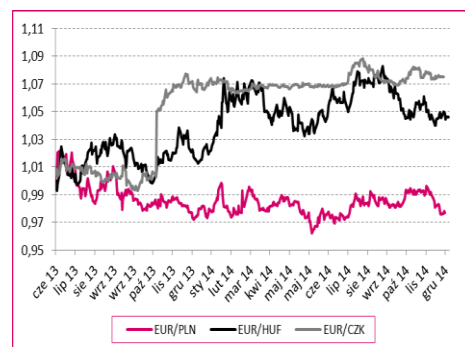
W naszej ocenie podstawowym źródłem aprecjacji polskiej waluty pozostaje wciąż korzystny dla złotego dyferencjał stóp procentowych pomiędzy Polską, a Eurolandem. Źródłem optymizmu pozostaje także fakt, iż ECB z każdym kolejnym posiedzeniem decyduje się na coraz bardziej gotębią retorykę. Zgodnie z ostatnimi wypowiedziami wiceprezesa ECB, bank może w marcu 2015 roku rozpocząć dodruk pieniądza, by pobudzić gospodarkę strefy euro. Mimo, iż jeszcze niedawno, w oparciu o łagodny wydźwięk posiedzeń RPP, uważaliśmy, że termin osiągnięcia przez kurs EUR/PLN przedziału 4,10 - 4,15 ulegnie wydłużeniu, to wspomniana zmiana retoryki większości członków RPP, przywraca szansę na umocnienie polskiej waluty do wskazanego przedziału. W naszej ocenie, mimo prawdopodobnie słabego początku przyszłego roku motywowanego utrzymującymi się oczekiwaniami na obniżki stóp procentowych w marcu, w kolejnych kwartałach złoty będzie systematycznie zyskiwał na wartości. Nie oczekujemy jednak gwałtownego umocnienia polskiej waluty w przyszłym roku. Na niską wahliwość kursu EUR/PLN na początku 2015 roku wskazują także notowania 3-miesięcznej implikowanej zmienności tej pary. Jest ona najniższa w historii.

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

Ryzykiem dla umocnienia walut CEE pozostaną poprawiające się perspektywy gospodarki USA

Podstawowym ryzykiem dla umocnienia walut rynków wschodzących pozostaną systematycznie poprawiające się perspektywy amerykańskiej gospodarki skutkujące coraz większą presją na FOMC, by podnieść stopy procentowe. Dalsza normalizacja polityki pieniężnej w USA może zakończyć się przeceną walut emerging markets. 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. Czynnikiem ryzyka pozostaje także rozwój uśpionego, lecz wciąż nierozwiązanego konfliktu rosyjsko-ukraińskiego. Dość negatywnie postrzegamy również perspektywę złotego względem brytyjskiego funta. Oczekiwane zaostrenie polityki pieniężnej w przyszłym roku przez Bank Anglii, ze

Makro i rynek

raport miesięczny

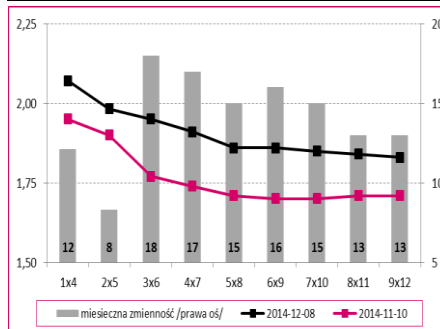
W ślad za mniej gołębią retoryką wyczerpaniu uległ potencjał obligacji do spadków dochodowości

względem na coraz bardziej satysfakcjonujące wyniki tamtejszej gospodarki, powinno premiować funta na międzynarodowym rynku.

KRAJOWY RYNEK PAPIERÓW DŁUŻNYCH

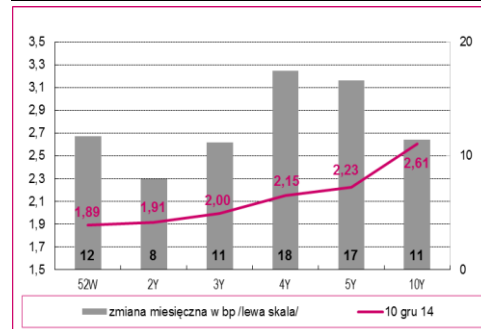
Mimo, iż listopad przyniósł kontynuację spadków rentowności obligacji, to obserwowana niższa dochodowości była najmniejsza od dziesięciu miesięcy. Trend wzrostu cen SPW wyhamował głównie w wyniku nieoczekiwanej zmiany nastawienia RPP, która w minionym miesiącu zdecydowała o utrzymaniu stopy referencyjnej na poziomie 2,00%. W ślad za mniej gołębią retoryką wyczerpaniu uległ potencjał obligacji do spadków dochodowości. W rezultacie rentowność 2-letniego tenora zmalała, w stosunku do ostatniego dnia października, o zaledwie 3 bps osiągając historyczne minimum na poziomie 1,70%. O tyle samo, lecz do poziomu 1,97% zmalała na koniec listopada rentowność 5-latk. Zdecydowanym liderem spadku dochodowości były natomiast obligacje 10-letnie, których rentowność spadła aż o 16 bps do historycznego minimum na poziomie 2,40% w ślad za rynkami bazowymi. W efekcie doszło do znaczącego wypłaszczenia krzywej dochodowości. Listopadowe zmiany na rynku Bundów pokrywały się z polską 10-latką, co w konsekwencji nie wpłynęło na zmianę spreadu pomiędzy tymi papierami. W dalszym ciągu różnica w dochodowości polskich i niemieckich 10-latek wynosiła 170 bps i była najmniejsza od września 2008 roku tj. upadku banku Lehman Brothers.

Wykres 16 Notowania kontraktów FRA [%]



Źródło: Reuters, opracowanie własne

Wykres 17 Miesięczna zmiana rentowności SPW



Źródło: Reuters, opracowanie własne

Nasza prognoza zakłada wypłaszczenie krzywej dochodowości SPW

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

XII 2013			XII 2014	
Data przetargu	Rodzaj papieru	Sprzedaż mld zł	Rodzaj papieru	Podaż mld zł
05.12.13	PS0414/ WZ0119	0,5		
19.12.13	odkup obligacji	7,8		
04.12.14			PS0719/ WZ0124/ DS0725	4,8

Źródło: MinFin

O ile grudzień, w naszej ocenie, będzie tradycyjnie miesiącem niewielkiej aktywności inwestorów na rynku długu i powinien ugruntować notowania na dotychczasowych poziomach, to początek roku może dostarczyć zdecydowanie więcej emocji. Nasza prognoza zmian na rynku SPW zakłada wypłaszczenie krzywej dochodowości. Prawdopodobna stabilizacja rentowności obligacji 2-letnich będzie wynikiem spodziewanego przez nas braku zmian w poziomie stóp procentowych NBP, mimo iż rynek kontraktów FRA konsekwentnie wycenia obniżkę kosztu pieniądza o 25 bps. Z kolei stopniowemu zmniejszaniu dochodowości papierów z długiego końca krzywej sprzyjać będzie sytuacja na rynkach bazowych, w szczególności Bundów. Zakładamy bowiem, iż w pierwszym kwartale 2015 roku ECB zdecyduje o użyciu dodatkowych, niestandardowych narzędzi łagodzenia polityki pieniężnej. Na taki scenariusz wskazywał w listopadzie wiceprezes banku V.Constancio. Wierzymy, że wytworzona w ten sposób nadpłynność pieniądza znalazłaby ulokowanie między innymi w polskich obligacjach, które pomimo trwającego od dziesięciu miesięcy spadkowego trendu dochodowości pozostają atrakcyjne dla poszukujących jakiegokolwiek rentowności inwestorów zagranicznych. W szczególności, iż stan polskiej koniunktury pozytywnie wyróżnia się na tle gospodarek Europy i stanowi, obok niskiego ryzyka kredytowego, jeden z głównych argumentów do zwiększania zaangażowania w polskie aktywa przez inwestorów zagranicznych. Alokacji zagranicznego kapitału na polskim rynku długu, poza sytuacją w strefie euro, sprzyjać także zapowiedzi banku centralnego Japonii. W październiku kapitał japoński zaczął płynąć do Polski szerszym strumieniem w reakcji na niespodziewane podwyższenie wartości stymulowania monetarnej. Z kolei w listopadzie prezes BoJ nie wykluczył skupu obligacji, by walczyć z uporczywie niską inflacją. Czynnikiem ograniczającym wpływ polityki ECB na polski rynek długu będą

Makro i rynek

raport miesięczny

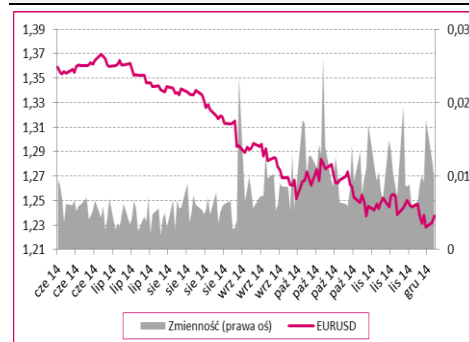
Miesięczna zmienność EUR/USD nie przekroczyła 2 centów, choć jeszcze w październiku bywało, że jednodniowe wahania przekraczały 2,5 centa

perspektywy dalszej normalizacji polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych. W przypadku szybszego od oczekiwań rynku rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp procentowych presja na wzrost rentowności obligacji może być obserwowana także wśród papierów dłużnych na rynkach wschodzących.

RYNKI ZAGRANICZNE

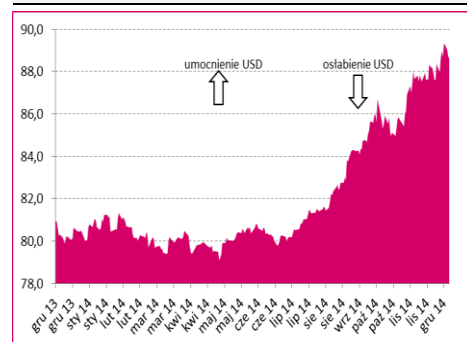
Listopad w notowaniach eurodolara rozpoczął się i zakończył na poziomie 1,25. Mimo, iż w trakcie omawianego okresu wycena euro względem dolara podlegała wahaniom to nie były one duże. Miesięczna zmienność pary EUR/USD nie przekroczyła 2 centów, choć jeszcze w październiku bywało, że jednodniowe wahania eurodolara przekraczały 2,5 centa. Uspokojenie notowań w listopadzie było wynikiem nieznacznie gorszych od oczekiwań danych z amerykańskiej gospodarki, które zmniejszając oczekiwania na dalszą normalizację polityki pieniężnej w Stanach Zjednoczonych osłabiały dolara. Presja na spadek eurodolara neutralizowana była jednak słabością wspólnej waluty, której szkodziły łagodne wypowiedzi przedstawicieli ECB. W rezultacie spadek wartości zarówno dolara, jak i euro skutkowało ustabilizowaniem się pary EUR/USD na najniższym od 28 miesięcy poziomie.

Wykres 18 Kurs EUR/USD oraz dzienna zmienność notowań



Źródło: Reuters

Wykres 19 Notowania indeksu dolarowego DXY [w USD]



Źródło: Reuters

Ramka 1

Ostatnie miesiące to okres dynamicznej przeceny walut powiązanych z sytuacją na rynku ropy naftowej. Najbardziej spektakularnym przykładem jest waluta Nigerii, kraju będącego drugim po Angoli eksporterem ropy w Afryce. W listopadzie naira straciła na wartości względem dolara niemal 8%, osiągając przy okazji najniższą wartość w historii, choć od 2012 kurs nie zmienił się o więcej niż 1%. Dla Nigerii wpływy ze sprzedaży ropy naftowej stanowią aż 90% wpływów eksportowych. W grudniu w ślad za najniższymi od 2010 roku cenami ropy naftowej 6-letnie minimów wartości względem euro osiągnęła korona norweska. Ciekawym przykładem jest także rosyjski rubel. Od końca czerwca do połowy grudnia rosyjska waluta straciła ponad 60% wartości względem dolara. W trakcie ostatniej sesji listopada, po raz pierwszy od czasu przeprowadzonej w Rosji w 1998 roku denominacji, za dolara trzeba było zapłacić ponad 50 rubli, mimo iż pół roku wcześniej kurs USD/RUB wynosił 33,63. Tak gwałtowna deprecjacja rosyjskiej waluty związana jest z niszczącym tamtejszą gospodarkę wpływem zachodnich sankcji nałożonych na Rosję po zaanektowaniu Krymu oraz dynamicznym spadkiem cen ropy naftowej na międzynarodowych rynkach. Wpływy z wydobycia ropy naftowej oraz gazu ziemnego odpowiadają za około 70% dochodów z eksportu i stanowią połowę wpływów do budżetu centralnego.

Przejęciowo kurs EUR/CHF zniżkował do zaledwie 6 pipsów powyżej bronionego przez SNB poziomu 1,20

Przez większość ubiegłego miesiąca kurs EUR/CHF stabilizował się, przejęciowo schodząc nawet do zaledwie 6 pipsów powyżej bronionego przez SNB poziomu 1,20. Czynnikiem ryzyka, który sprowadził w listopadzie kurs EUR/CHF do najniższego od dwóch lat poziomu było zaplanowane na 30 listopada referendum w Szwajcarii. Ostatecznie fiasko zwolenników podwyższenia pokrycia rezerw SNB w złocie do 20%

Makro i rynek

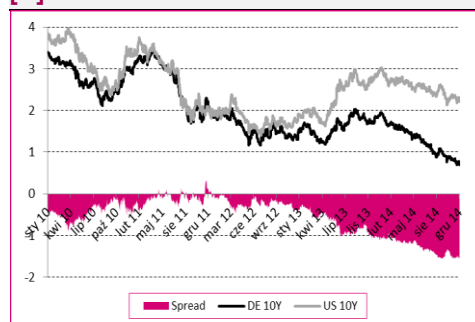
raport miesięczny

Kwestia rozbieżnych perspektyw polityki monetarnej w EMU i USA wpłynąć będzie na spadek eurodolara

zdjęło presję na spadek kursu EUR/CHF. Już pierwszego dnia od referendum frank był najtańszy względem euro od niemal miesiąca.

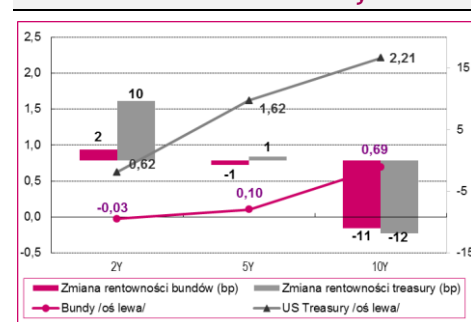
W naszej ocenie podstawowym argumentem przemawiającym za spadkiem notowań eurodolara w nadchodzących miesiącach będzie kwestia rozbieżnych perspektyw polityki monetarnej w EMU i Stanach Zjednoczonych. Źródłem słabości wspólnej waluty pozostanie łagodna retoryka ECB oraz gotowość do użycia nowych rozwiązań tj. wdrożenie programu QE. Nie uważamy przy tym, iż wynik posiedzenia ECB w grudniu był rozczarowujący tak jak odebrał to rynek. Mimo, iż rewizja w dół prognoz dotyczących inflacji i PKB mogła stanowić argument za ogłoszeniem dodatkowych narzędzi łagodzenia polityki pieniężnej, to prezes M. Draghi przyznał, iż na początku 2015 roku bank przyjrzy się dotychczasowym działaniom. Wtedy też spodziewamy się zwiększenia aktywności ECB. W szczególności, iż zgodnie z wypowiedziami wiceprezesa ECB w marcu bank mógłby zdecydować o dodruku pieniądza upodabniając tym samym swoją politykę pieniężną do działań Fed w poprzednich latach. 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.

Wykres 20 Spread Bundów do Treasuries [%]



Źródło: Reuters

Wykres 21 Miesięczna zmiana rentowności Bundów i Treasury'ów



Źródło: Reuters

Różnica pomiędzy dochodowością Treasuries, a Bundami wzrosła do najwyższego od 15 lat poziomu 165 bps

Miniony miesiąc w notowaniach niemieckiego długu był czasem wypłaszczenia się krzywej w związku ze zniżkującą do historycznego minimum na poziomie 0,70% rentownością 10-letniego Bunda i taniejącym 2-letnim Schatzem, którego dochodowość wzrosła w okolice zera w stosunku do ujemnych poziomów obserwowanych na początku listopada. Odmienne nastroje towarzyszyły wycenieniu długu Stanów Zjednoczonych. Przez zdecydowaną większość zakończonego miesiąca Treasuries stabilizowały się wokół poziomu 2,35% tj. miesięcznego maksimum. W rezultacie różnica pomiędzy dochodowością Treasuries, a Bundami wzrosła do najwyższego od 15 lat poziomu 165 bps. Powiększała się także różnica rentowności pomiędzy amerykańską 10- i 3-latką. W listopadzie wyniosła ona 206 bps i była najmniejsza od stycznia 2009 roku. Źródłem rozbieżności w wycenie papierów USA i Niemiec pozostawały odmienne perspektywy polityki pieniężnej prowadzone przez Fed i ECB.

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

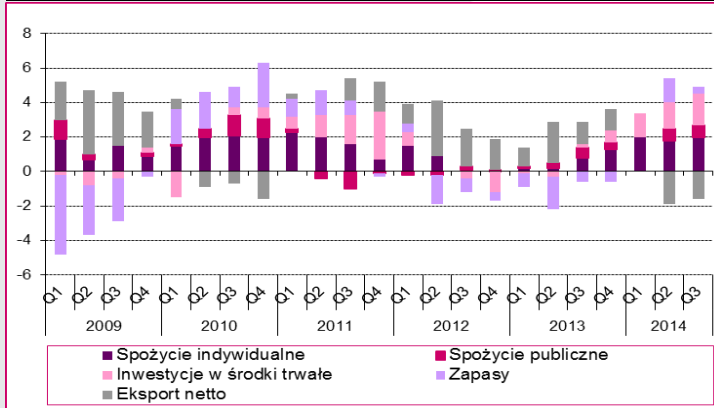
W naszej opinii w nadchodzących tygodniach należy oczekiwać nieznacznego spadku dochodowości Bundów, w związku ze stopniowym wycenianiem przez rynek coraz bardziej łagodnej polityki pieniężnej ECB. W przeciwnym kierunku poruszać się będą natomiast notowania amerykańskiego długu, który pod wpływem coraz bardziej optymistycznych sygnałów z tamtejszej gospodarki, w szczególności z rynku pracy, gdzie w listopadzie przyrost nowych miejsc pracy poza sektorem rolniczym był najsilniejszy od niemal pięciu lat, będzie kontynuować wzrostu dochodowości.

Makro i rynek

raport miesięczny

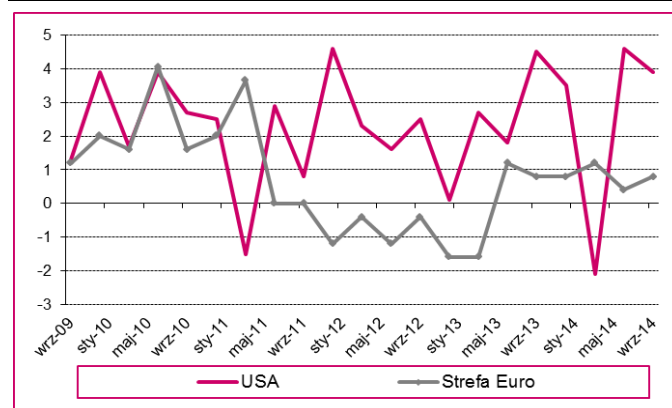
PRZEGLĄD DANYCH

Wykres 22 Struktura wzrostu gospodarczego w Polsce [% , r/r]



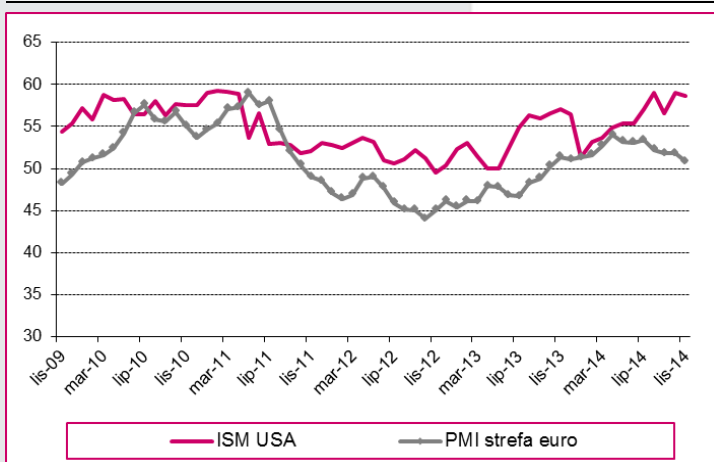
Źródło: EcoWin

Wykres 23 Zanalizowana zmiana PKB w USA i strefie euro



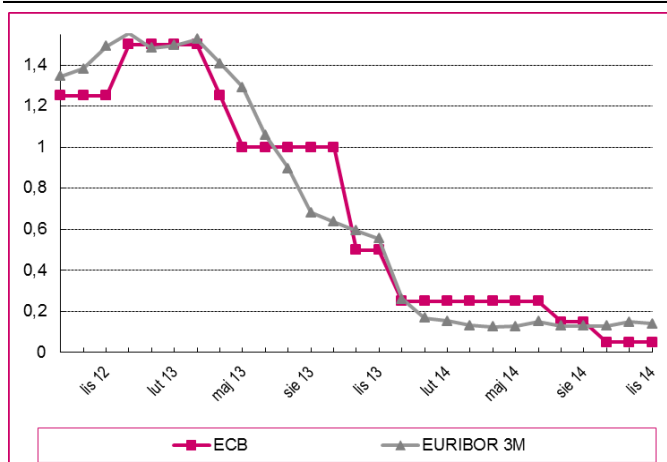
Źródło: EcoWin, obliczenia własne

Wykres 24 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]



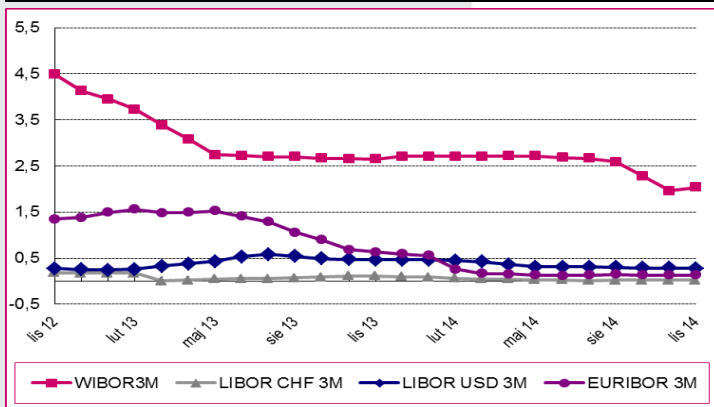
Zródło: EcoWin

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



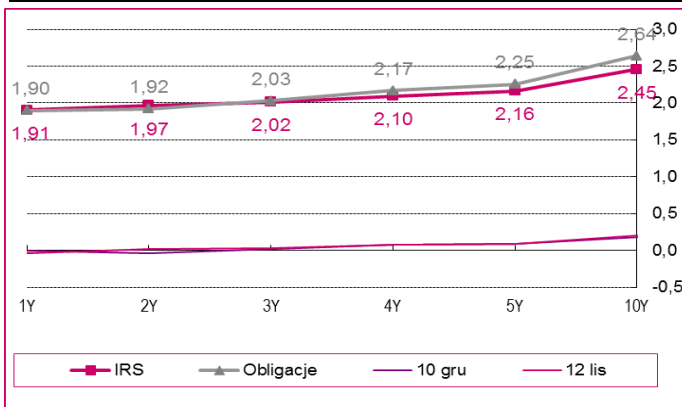
Zródło: Reuters

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

	mar 14	kwi 14	maj 14	cze 14	lip 14	sie 14	wrz 14	paź 14	lis 14	gru 14
Inflacja- CPI (% r/r)	0,7	0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,4	-0,4
Inflacja bazowa (% r/r)	1,1	0,8	0,8	1,0	0,4	0,5	0,7	0,2	0,6	0,7
Ceny producenta - PPI (% r/r)	-1,3	-0,7	-1,0	-1,8	-2,1	-1,5	-1,6	-1,2	-1,2	-1,2
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	5,2	5,4	5,2	5,2	6,0	7,4	7,9	7,7	8,4	8,2
Produkcja przemysłowa (% r/r)	5,5	5,4	4,5	1,8	2,4	-1,9	4,2	1,6	1,3	5,9
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	3,1	8,4	3,8	1,2	2,1	1,7	1,6	2,3	2,6	3,3
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	345	421	-237	-746	-681	-887	-235	-205	-	-
Eksport (EUR, % r/r)	9,5	4,1	9,2	5,2	6,2	-1,8	5,5	3,0	-	-
Import (EUR, % r/r)	4,1	8,0	10,8	5,9	4,8	-1,1	5,8	2,3	-	-
Płace, sek. przeds. (% r/r)	4,8	3,8	4,8	3,5	3,5	3,5	3,4	3,8	3,6	3,8
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 (%)	13,5	13	12,5	12	11,8	11,7	11,5	11,3	11,4	11,8
Stopa referencyjna (koniec okresu)	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,00	2,00
WIBOR 1M (koniec okresu)	2,61	2,61	2,62	2,62	2,61	2,60	2,59	2,40	2,08	2,08
WIBOR 3M (koniec okresu)	2,71	2,71	2,72	2,72	2,68	2,67	2,59	2,28	2,06	2,06
Obligacja 2-letnia (koniec okresu)	3,05	3,00	2,90	2,74	2,50	2,45	2,20	2,02	1,73	1,95
Obligacja 5-letnia (koniec okresu)	3,73	3,76	3,56	3,30	3,04	2,86	2,56	2,38	1,98	2,20
Obligacja 10-letnia (koniec okresu)	4,23	4,04	3,68	3,51	3,42	3,13	3,07	2,56	2,40	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	4,19
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	3,01	3,03	3,03	3,04	3,04	3,12	3,20	3,31	3,36	3,39
Kurs EUR/USD (koniec okresu)	1,38	1,38	1,39	1,36	1,37	1,34	1,31	1,26	1,25	1,24

DANE I PROGNOZY ŚREDNIOTERMINOWE

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014P
PKB (mld PLN)	1186,8	1277,3	1361,8	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	3,4
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	3,1
Inwestycje (wzrost realny, %)	19,2	8,4	-1,9	-0,4	9,3	-1,5	0,9	8,2
Stopa bezrobocia	11,2	9,5	12,1	12,3	12,5	13,4	13,4	11,8
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	0,0
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	0,7
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

Grudzień / Styczeń

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
			11 GE: CPI US: liczba nowych bezrobotnych, sprzedaż detaliczna	12 EZ: produkcja przemysłowa, zatrudnienie PL: podaż pieniądza M3 US: PPI, indeks uniwersytetu Michigan
15 PL: rachunek obrotów bieżących, CPI US: produkcja przemysłowa	16 GE: wstępny PMI, ZEW EZ: wstępny PMI, bilans handlowy PL: inflacja bazowa, płace, zatrudnienie US: liczba rozpoczętych budów, liczba pozwoleń na budowę	17 EZ: CPI, inflacja bazowa US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, CPI, rachunek obrotów bieżących, decyzja w sprawie stóp procentowych PL: produkcja przemysłowa, PPI	18 GE: IFO PL: opis posiedzenia banku centralnego US: indeks PMI w usługach	19 GE: PPI EZ: rachunek obrotów bieżących
22 US: sprzedaż domów na rynku wtórnym PL: stopa bezrobocia, sprzedaż detaliczna	23 US: zamówienia na dobra trwałego użytku, PKB, indeks uniwersytetu Michigan, dochody i wydatki prywatne	24 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, liczba nowych bezrobotnych	25	26
29	30 EZ: podaż pieniądza M3 PL: rachunek obrotów bieżących US: indeks CaseShiller, Conference Board	31 US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, PL: oczekiwania inflacyjne	01	02 PL: PMI w przemyśle GE: PMI w przemyśle EZ: PMI w przemyśle
05 EZ: indeks Sentix GE: CPI	06 GE: PMI w usługach EZ: PMI w usługach US: zamówienia fabryczne	07 GE: stopa bezrobocia EZ: stopa bezrobocia, szacunek inflacji, inflacja bazowa PL: stan rezerw NBP US: raport ADP, bilans handlowy, opis posiedzenia FOMC	08 EZ: PPI, sprzedaż detaliczna GE: zamówienia fabryczne US: raport Challenger	09 GE: bilans handlowy, produkcja przemysłowa US: zmiana zatrudnienia poza sektorem, stopa bezrobocia

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

Urszula Kryńska

Ekonomistka

+48 22 598 20 10

urszula.krynska@bankmillennium.pl

Mateusz Sutowicz

Analitik rynków finansowych

+48 22 598 22 36

mateusz.sutowicz@bankmillennium.pl

Bank Millennium SA

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.