

W tym miesiącu:

Monitor nierównowag makro	2
Gospodarka Polski	3
Pod lupą: polityka pieniężna	5
Pod lupą: polityka fiskalna	7
Rynek walutowy	8
Rynek stopy procentowej	9
Monitor rynku	10
Kalendarz makroekonomiczny	11
Dane i prognozy ekonomiczne	12

Maciej Reluga

Główny Ekonomista
22 586 8363

Piotr Bielski

22 586 8333

Agnieszka Decewicz

22 586 8341

Marcin Luzziński

22 586 8362

Marcin Sulewski

22 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

Podwyżka na przekór danym

▪ **Ryzyko kontrowersyjnej podwyżki stóp procentowych, o którym pisaliśmy w ubiegłym miesiącu, zmaterializowało się.** Najwyraźniej Rada mniejsze znaczenie przywiązała do warunków, od których uzależniła tę podwyżkę, a większe do tego, że w ogóle zapowiedziała taki ruch. Naszym zdaniem taka decyzja nie znajduje uzasadnienia w obecnych uwarunkowaniach gospodarczych - inflacja podwyższona za sprawą czynników podażowych, spowolnienie wzrostu gospodarczego, słaba sytuacja na rynku pracy niestwarzająca ryzyka nadmiernej presji płacowej etc. Taki obraz polskiej gospodarki został potwierdzony, przez dane opublikowane w poprzednim miesiącu. Oczywiście, dodać do tego możemy politykę prowadzoną przez inne banki centralne na świecie. Niemniej, najwyraźniej Rada myśli inaczej. Jeśli jednak zdecydowała się na „normalizację” polityki pieniężnej i oddziaływanie na oczekiwania inflacyjne, to podwyżka stóp nie powinna się ograniczyć do 25 pb. W tym kontekście, dziwi ton komunikatu, który zmniejszył oczekiwania na dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej. Biorąc pod uwagę ostatnie działania i komunikację Rady, prognozowanie stóp NBP przypomina trochę rzut monetą. Z pewnością nie można wykluczyć jeszcze jednej podwyżki w lipcu, kiedy to zostanie opublikowana nowa projekcja inflacji i PKB. Niemniej, w podstawowym scenariuszu zakładamy, że stopy procentowe pozostaną bez zmian do końca roku.

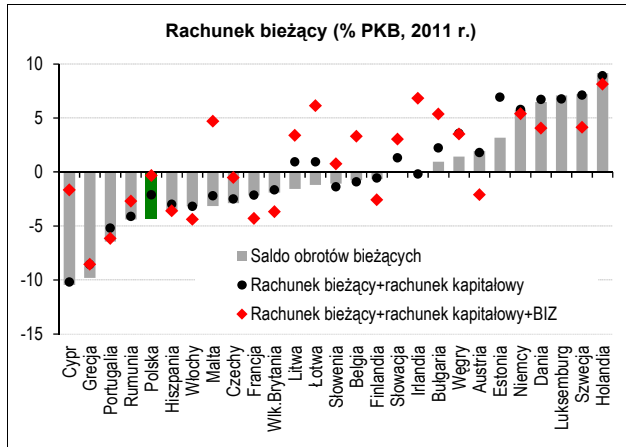
▪ **Ostatni miesiąc przyniósł zwiększoną zmienność na polskim rynku finansowym, do czego przyczyniła się niepewność odnośnie polityki pieniężnej, a następnie „jastrzębia” decyzja RPP połączona z „gołębim” komunikatem.** Najbardziej widoczne było to na rynku stopy procentowej (FRA, IRS). Pomimo podwyżki stóp procentowych, złoty kontynuował osłabienie po decyzji Rady, co potwierdza, że pozostaje pod wpływem czynników globalnych i powiększenie dysparytetu stóp nie wywoła raczej istotnego efektu. Na rynku walutowym zrealizował się więc scenariusz, o którym pisaliśmy przed miesiącem - EURPLN przebił poziom 4,18, który od marca ograniczał potencjał wzrostowy kursu. Wzrost globalnej awersji do ryzyka pchnął EURPLN do niemal 4,25. Wciąż nie widzimy sprzyjających okoliczności do poprawy globalnych nastrojów w najbliższym czasie. Perspektywa spowolnienia gospodarczego oraz niepewność odnośnie nadchodzących szczytów unijnych i możliwych kolejnych wyborów w Grecji będą ograniczały potencjał do umocnienia złotego. Oczekujemy, że w maju EURPLN będzie kształtował się w okolicy poziomu 4,20, choć wciąż widzimy ryzyko wyraźniejszego ruchu w górę. Sprzyja temu realizacja naszego scenariusza spadku EURUSD poniżej 1,30.

▪ **W lutym Eurostat opublikował po raz pierwszy ocenę nierównowag makroekonomicznych w Unii Europejskiej (Macroeconomic Imbalance Procedure Scoreboard).** Polska wypadła w tym zestawieniu dość korzystnie na tle innych krajów europejskich. W związku z pojawieniem się w ostatnim okresie porównywanych danych za kolejny rok (2011), w niniejszym raporcie prezentujemy zestawienie wybranych statystyk, które mogą być brane pod uwagę przez inwestorów międzynarodowych przy ocenie stabilności makroekonomicznej poszczególnych krajów (str. 2).

Na rynku finansowym 10 maja 2012 r.:					
Stopa depozytowa NBP	3,25	WIBOR 3M	5,05	EURPLN	4,2379
Stopa referencyjna NBP	4,75	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	4,76	USDPLN	3,2735
Stopa lombardowa NBP	6,25	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	4,95	CHFPLN	3,5286

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.05.2012 r.

Monitor nierównowag makroekonomicznych

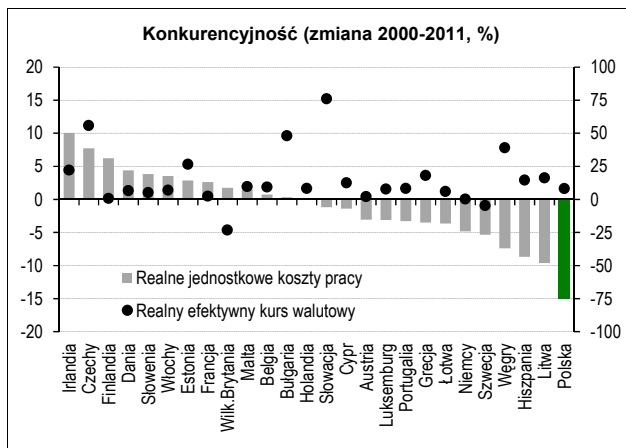
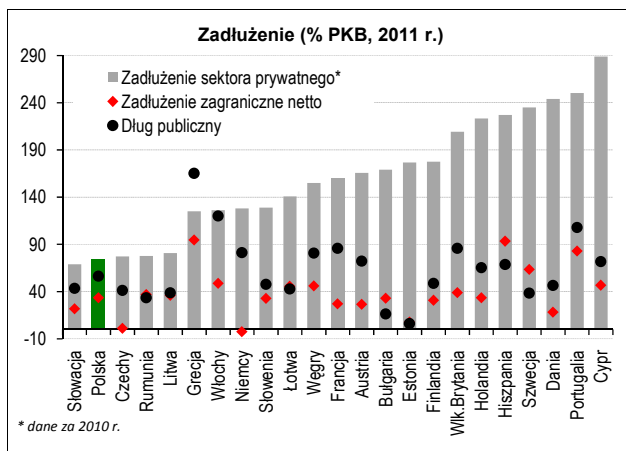


Spory deficyt bieżący, ale ze stabilnym finansowaniem

- W 2011 r. deficyt na rachunku bieżącym Polski był jednym z wyższych w Unii Europejskiej (4,3% PKB). Trwale ujemne saldo na rachunku bieżącym w krajach południa Europy jest uważane za jedno ze źródeł kryzysu. Warto jednak zauważyć, że w przypadku tych państw deficyt na rachunku bieżącym jest spowodowany brakiem konkurencyjności gospodarki, a w przypadku Polski niedoborem oszczędności krajowych i wyższą krajową produktywnością kapitału, która powoduje dopływ kapitału z zagranicy.
- Jeśli uwzględnimy saldo rachunku kapitałowego (jego główny składnik to napływ funduszy z UE) oraz napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ), okazuje się, że polski deficyt na rachunku bieżącym jest w znacznej mierze finansowany długookresowym kapitałem.

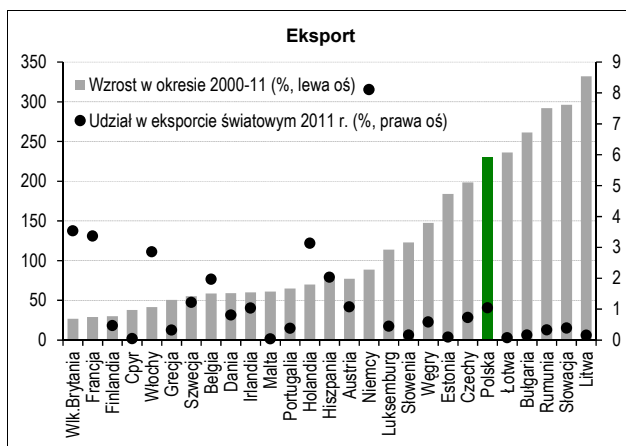
Niewielkie zlewarowanie gospodarki

- Poziom zadłużenia polskiej gospodarki jest umiarkowany w porównaniu z innymi krajami europejskimi.
- Dług publiczny ograniczony jest limitem konstytucyjnym, który jest znacznie silniejszą kotwicą dla zadłużenia niż regulacje unijne. Poziom długu publicznego wzrósł wyraźnie w wyniku kryzysu w światowej gospodarce, ale skala tego wzrostu w relacji do PKB (w okresie 2007-2011) należała do najmniejszych w UE.
- Znacznie mniejszy niż w innych krajach jest poziom zadłużenia sektora prywatnego (drugi najniższy w UE), w tym w szczególności zadłużenia przedsiębiorstw. Oznacza to, że w przypadku Polski trudno mówić o konieczności poważnego delewarowania gospodarki, które groziłoby mocnym i długotrwałym załamaniem perspektyw wzrostu gospodarczego.
- Mniej korzystnie wypada Polska pod względem zadłużenia zagranicznego. Pokazuje to, że gospodarka jest jednak w pewnym stopniu narażona na poważne załamanie zaufania na międzynarodowych rynkach finansowych.



Konkurencyjna gospodarka

- Na przestrzeni ostatnich 12 lat Polska zanotowała najmocniejszy spadek realnych jednostkowych kosztów pracy w całej Unii Europejskiej (-15%). Tak dobry wynik zawdzięczamy wysokiemu wzrostowi produktywności pracy (ok. 38%), który był szybszy od wzrostu realnych wynagrodzeń (ok. 22%). Ponadto realny efektywny kurs walutowy dla Polski w 2011 r. był o ok. 8% wyższy niż w 2000 r., podczas gdy większość krajów członkowskich EU zanotowała wyższą aprecjację kursu (średnio 15% a w nowych krajach członkowskich 29%).
- Te dane pokazują, że polskie produkty są konkurencyjne cenowo wobec produktów z innych państw europejskich, a niskie jednostkowe koszty pracy zachęcają do przenoszenia zakładów produkcyjnych do naszego kraju. Dzięki tym czynnikom Polska mogła dokonać ekspansji na rynki międzynarodowe.



Znaczący wzrost i dywersyfikacja eksportu

- Dzięki rosnącej konkurencyjności na rynku międzynarodowym, Polska mogła znacząco zwiększyć swój eksport towarów i usług, który między 2000 a 2011 r. wzrósł nominalnie o 230%, co jest jednym z najlepszych wyników w Unii Europejskiej. Polski eksport rósł także szybciej niż handel światowy, dzięki czemu udział naszego kraju w światowym eksporcie wzrósł o 77% (do 1,1%).
- W ujęciu geograficznym najszybciej rósł polski eksport do państw Unii Europejskiej pozostających poza strefą euro (wzrost o ok. 400%) oraz do krajów spoza UE (ok. 350%), a w ujęciu produktowym eksport dóbr kapitałowych (ok. 350%). Świadczy to o pogłębiającej się dywersyfikacji geograficznej i produktowej polskiego eksportu, w którym jednak wciąż główną rolę odgrywają eksport do Niemiec (26%) i dobra pośrednie (29%).

Źródło: Eurostat, MFW, BIS, obliczenia własne

Gospodarka Polski

Prognozy Komisji Europejskiej i MFW dot. wzrostu PKB

	2011	2012		2013	
		MFW	KE	MFW	KE
UE	1,5	0,0 (-0,1)	0,0 (0,0)	1,3 (1,2)	1,3
Strefa euro	1,5	-0,3 (-0,5)	-0,3 (-0,3)	0,9 (0,8)	1,0
Niemcy	3,0	0,6 (0,3)	0,7 (0,6)	1,5 (1,5)	1,7
Francja	1,7	0,5 (0,2)	0,5 (0,4)	1,0 (1,0)	1,3
Włochy	0,4	-1,9 (-2,1)	-1,4 (-1,3)	-0,3 (-0,6)	0,4
Hiszpania	0,7	-1,8 (-1,6)	-1,8 (-1,0)	0,1 (-0,3)	-0,3
Polska	4,3	2,6 (2,5)	2,7(2,5)	3,2 (3,4)	2,6
USA	1,7	2,1 (1,8)	2,0	2,4 (2,2)	2,1
Chiny	9,2	8,2 (8,1)	8,4	8,8 (8,8)	8,2

W nawiasach wartości prognoz z poprzednich aktualizacji (MFW: styczeń 2012, KE: luty 2012)

Nadal wysokie ryzyka w gospodarce światowej

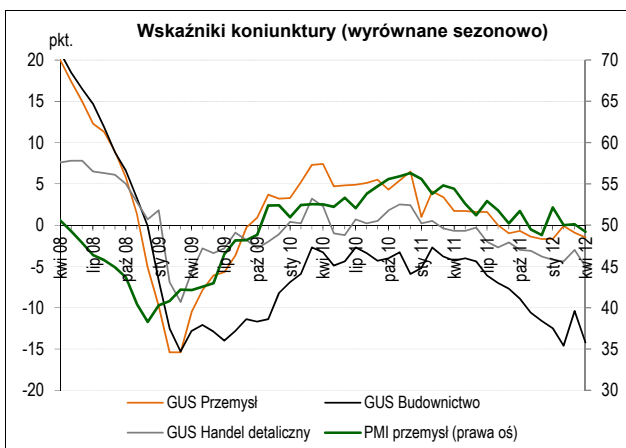
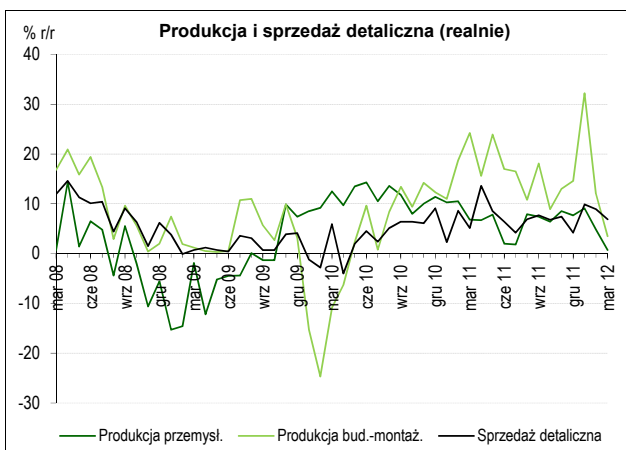
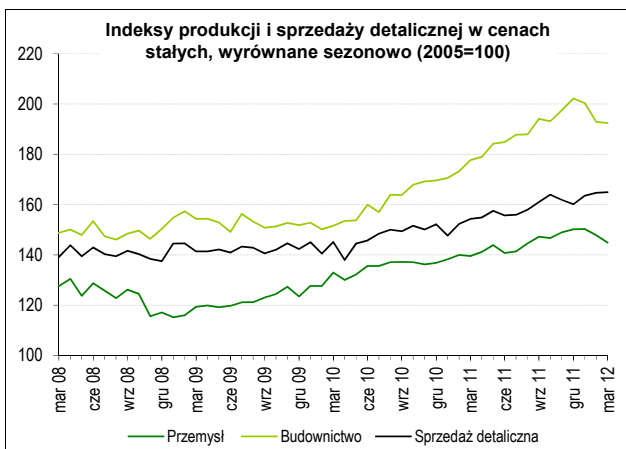
▪ Ostatnie aktualizacje prognoz makroekonomicznych dla głównych gospodarek światowych przez międzynarodowe instytucje (MFW, Komisję Europejską) przyniosły lekką poprawę przewidywanych wskaźników wzrostu w porównaniu z prognozami z początku roku. Niemniej, są one nadal bardziej pesymistyczne od oczekiwań formułowanych na jesieni ub. roku, zakładając wyraźne osłabienie wzrostu w 2012 r. i lekkie odbicie w górę w 2013. Raporty podkreślają też, że ryzyko dla prognoz jest znaczne i asymetryczne w dół.

▪ Perspektywy gospodarcze zadłużonych krajów Europy, kluczowe dla przezwyciężenia kryzysu w strefie euro, pozostają bardzo negatywne. Niepokój budzi w szczególności pogorszenie prognoz dla Hiszpanii, zarówno dot. PKB, jak i tempa konsolidacji fiskalnej.

Mocne osłabienie aktywności w przemyśle i budownictwie

▪ Dane za marzec, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, przyniosły wyraźne potwierdzenie osłabienia aktywności ekonomicznej w polskim przemyśle i budownictwie. Dynamika produkcji w obu sektorach gwałtownie się obniżyła, częściowo pod wpływem mniejszej liczby dni roboczych, ale dane oczyszczone z wahań sezonowych i jednorazowych również pokazały wyraźne spowolnienie – wzrost w przemyśle o 3,9% r/r, co jest drugim najgorszym wynikiem od 2,5 roku, a w budownictwie o 8,3% r/r (najniższej od lipca 2010).

▪ Odwrócenie wzrostowych tendencji w obu sektorach jeszcze lepiej obrazują jednopodstawowe indeksy produkcji po korekcie sezonowej (wykres obok), z których wyraźnie wynika, że skorygowany sezonowo poziom produkcji w przemyśle i budownictwie zaczął się obniżać w ostatnich miesiącach.



... i umiarkowane w sprzedaży detalicznej

▪ Wzrost sprzedaży detalicznej spowolnił w marcu do 10,7% r/r w ujęciu nominalnym i 6,9% r/r realnie, lekko przekraczając prognozy. Wg naszych szacunków nominalny wzrost sprzedaży po wyłączeniu paliw i samochodów wyniósł 6,8% r/r. Niewykluczone, że dane nt. sprzedaży są w pewnym stopniu zawyżone przez fakt, że nie obejmują małych podmiotów (przesunięcie popytu z małych sklepików na markety).

▪ Bazując na dostępnych informacjach z I kw. spodziewamy się stabilizacji wzrostu konsumpcji prywatnej nieco powyżej 2% r/r. W dalszej części roku popyt konsumentów będzie słabł pod wpływem wolniejszego wzrostu dochodów i odbudowy stopy oszczędności w sektorze gospodarstw domowych, która spadła gwałtownie pod koniec 2011 r. Ostatnia seria danych z gospodarki wspiera naszą prognozę wzrostu PKB w I kw. 2012 o ok. 3,5%.

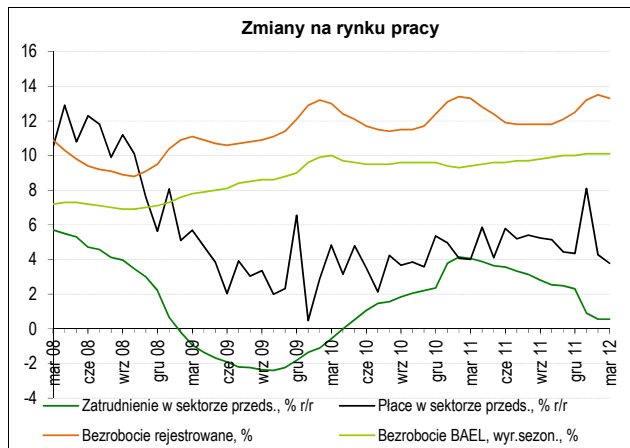
W kolejnych miesiącach raczej nie będzie lepiej

▪ PMI w polskim sektorze przetwórczym spadł w kwietniu do 49,2, wracając po trzech miesiącach poniżej neutralnej granicy 50 pkt. Badanie pokazało, że nowe zamówienia (w tym eksportowe) spadają najszybciej od połowy 2009, przede wszystkim w związku ze słabym popytem z rynków europejskich. Mocne spadki indeksów PMI w strefie euro powodują obawy, że osłabienie popytu na polski eksport może się pogłębić. Obniżenie aktywności w przemyśle, budownictwie i handlu zapowiadają też badania koniunktury GUS.

▪ Z kolei raport NBP o koniunkturze w sektorze przedsiębiorstw wskazuje na lekką poprawę oczekiwanej sytuacji w II kw. 2012 po trzech kwartałach wzrostu pesymizmu. Prognozy eksportu pozostały umiarkowanie optymistyczne, poprawiły się oceny popytu i zatrudnienia. Zanotowano też wzrost aktywności inwestycyjnej w firmach, choć pozostaje ona poniżej długoterminowej średniej.

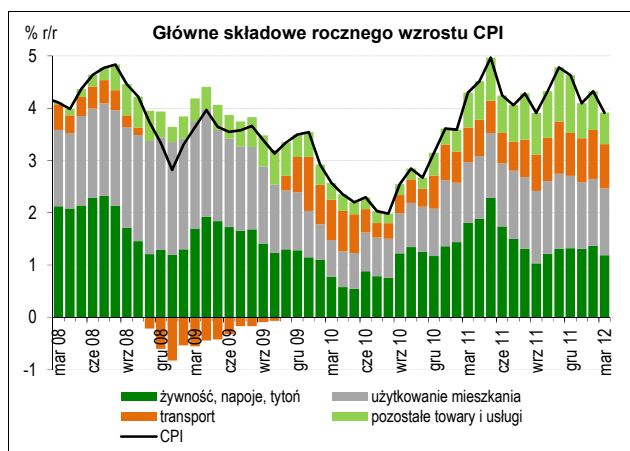
Źródło: GUS, Markit, KE, MFW, obliczenia własne

Gospodarka Polski



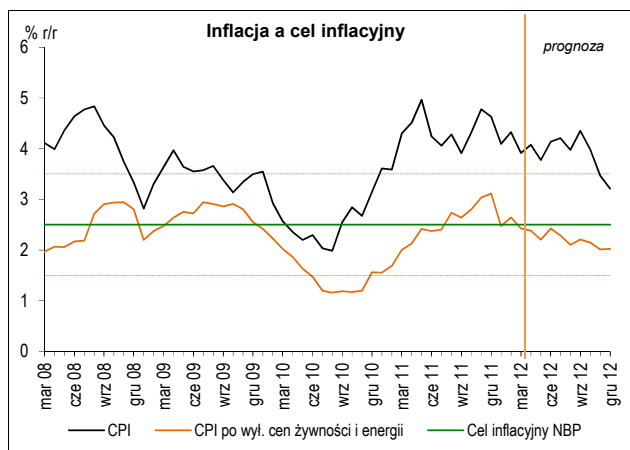
Wzrost płac spowalnia, zatrudnienie nie rośnie

- Dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw wyhamowała w marcu do 3,8% r/r z 4,3% r/r w lutym. Dane były nadal pod wpływem efektu wcześniejszych płatności premii w związku z podwyżką składki rentowej. Naszym zdaniem, wzrost płac w dalszej części roku pozostanie zbliżony do poziomu inflacji.
- Roczna dynamika zatrudnienia utrzymała się na poziomie 0,5%, po kolejnym spadku w ujęciu miesięcznym. W okresie styczeń-marzec w sektorze przedsiębiorstw ubyło już 12 tys. miejsc pracy, co jest najłagodniejszym wynikiem od kryzysowego 2009 r. Spodziewamy się, że stagnacja będzie obecna na polskim rynku pracy przez cały rok.
- Stopa bezrobocia rejestrowanego w marcu spadła do 13,3%. Z kolei sezonowo wyrównana stopa bezrobocia utrzymała się na poziomie 10,1%, najwyższym od początku 2007 r.



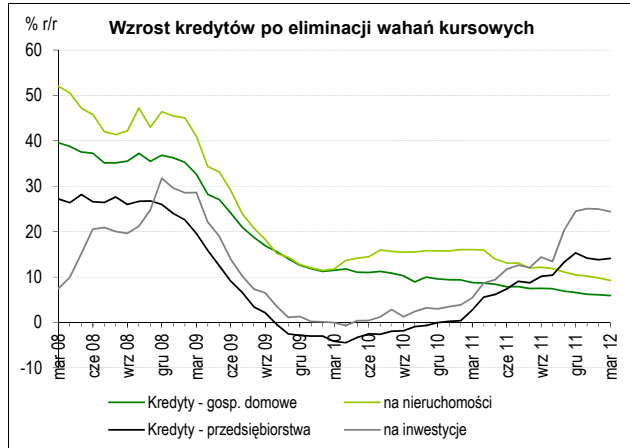
Inflacja poniżej 4% w marcu, ale może znów wzrosnąć

- Stopa inflacji CPI obniżyła się w marcu do 3,9% r/r, z 4,3% r/r w lutym. Podrożała przede wszystkim żywność, papierosy i paliwo. Wzrost cen jaj wg GUS wyniósł ok. 26% m/m, znacznie mniej niż wynikało z danych Min. Rolnictwa, co może oznaczać, że dalsza część impulsu z tej strony może pojawić się w danych kwietniowych.
- Obok drożejącej żywności, w kwietniu inflację pchnie w górę mocny wzrost cen paliw oraz wyższe koszty energii, związane z podwyżką cen gazu. W efekcie, możliwy jest ponowny wzrost CPI nawet powyżej 4%. W kilku kolejnych miesiącach inflacja zapewne pozostanie w pobliżu tego poziomu, pod wpływem negatywnych czynników podażowych (wzmocnionych przejściowo przez efekt EURO2012). Głębszy spadek CPI (do ok. 3%) możliwy jest dopiero pod koniec roku.



... jednak inflacja bazowa jest i pozostanie niska

- Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii spadła w marcu do 2,4%, potwierdzając, że podwyższona dynamika CPI, wynikająca w głównej mierze z wysokich cen żywności i paliw, nie generuje presji inflacyjnej w pozostałych obszarach, gdzie ceny rosną w umiarkowanym tempie. Pozostałe miary inflacji bazowej obniżyły się w podobnym, albo nawet większym stopniu.
- Przewidujemy, że do końca roku głównych wskaźnik inflacji bazowej utrzyma się poniżej 2,5%, potwierdzając brak wtórnych efektów wynikających z wpływu szoków podażowych na ceny żywności i energii.
- Niewielkie ryzyko wystąpienia tzw. efektów drugiej rundy potwierdzają też m.in. wyniki raportu NBP nt. koniunktury w sektorze przedsiębiorstw, wg których odsetek firm planujących znaczne podwyżki wynagrodzeń utrzymuje się poniżej długoterminowej średniej.



Lekkie spowolnienie na rynku kredytów

- Wzrost podaży pieniądza M3 spowolnił w marcu do 9,2% r/r, głównie pod wpływem wysokiej bazy z marca 2011, kiedy nastąpił znaczny wzrost depozytów niemonetarnych instytucji finansowych w związku z zapłatą za akcje BZ WBK przez Santander. Ponadto w marcu br. nastąpił znaczny spadek depozytów firm (ok. 6 mld zł), w związku z płatnością przez KGHM za kanadyjską Quadrę.
- Wzrost kredytów ogółem ustabilizował się (11,2% r/r), ale po eliminacji wpływu wahań kursowych od początku roku widoczne jest lekkie spowolnienie (8,5% w marcu wobec 9,5% w grudniu), głównie w obszarze kredytów dla gosp. domowych (5,9% r/r). Kredyty dla firm utrzymały wysokie tempo wzrostu – ok. 14% po korekcie kursowej, w tym kredyty inwestycyjne 24,4% r/r.
- W kolejnych miesiącach na rynku kredytowym możliwe jest dalsze spowolnienie w związku ze słabnącą koniunkturą oraz oczekiwanym zaostrzeniem polityki kredytowej przez banki.

Źródło: GUS, Reuters, obliczenia własne

Pod lupą: polityka pieniężna

Zmiany kluczowego fragmentu komunikatu RPP w ostatnich miesiącach:

Grudzień:

W ocenie Rady, dokonane w I połowie br. zacieśnienie polityki pieniężnej powinno umożliwić powrót inflacji do celu inflacyjnego w średnim okresie. W związku z tym Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe na dotychczasowym poziomie. **Rada nie wyklucza w przyszłości dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu inflacji do celu.**

Styczeń-Luty:

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na dotychczasowym poziomie. **Rada nie wyklucza w przyszłości dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby pogorszyły się perspektywy powrotu inflacji do celu.**

Marzec:

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na dotychczasowym poziomie. **Rada nie wyklucza w przyszłości dalszego dostosowania polityki pieniężnej, gdyby utrzymały się korzystne sygnały dotyczące kształtowania się aktywności gospodarczej w Polsce i jednocześnie perspektywy powrotu inflacji do celu nie uległy poprawie.**

Kwiecień:

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na dotychczasowym poziomie. W ocenie Rady oczekiwana niewielka skala spowolnienia polskiej gospodarki w horyzoncie oddziaływania polityki pieniężnej zwiększa prawdopodobieństwo utrzymania się inflacji w średnim okresie powyżej celu. Z związku z powyższym w najbliższym okresie **Rada rozważy zacieśnienie polityki pieniężnej, o ile nie pojawią się sygnały wskazujące na wyraźne spowolnienie aktywności gospodarczej w Polsce i jednocześnie perspektywy powrotu inflacji do celu nie ulegną poprawie.**

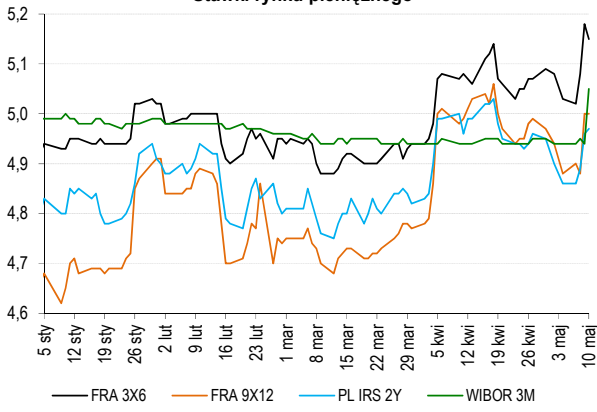
Maj:

Rada uznała, że ograniczenie ryzyka utrzymania się inflacji powyżej celu w średnim okresie wymaga podwyższenia stóp procentowych NBP. Napływające dane pozwolą ocenić czy uzasadnione może być ewentualne ponowne dostosowanie stóp procentowych.

Rada chucha na zimne

- Rada Polityki Pieniężnej jednak podwyższyła stopy o 25 pkt bazowych. Ostatnie komunikaty przygotowywały co prawda na scenariusz podwyżki, choć jednak zakładaliśmy, że do niej nie dojdzie, biorąc pod uwagę, że pojawiły się sygnały wskazujące na wyraźne spowolnienie aktywności gospodarczej w Polsce, co poprawia perspektywy powrotu inflacji do celu. Innymi słowy, warunek konieczny do braku podwyżki, zasygnalizowany miesiąc temu przez RPP, został naszym zdaniem spełniony.
- Można zrozumieć, że RPP jest w mało komfortowej sytuacji przy inflacji wyraźnie przekraczającej cel przez dłuższy okres. Najwyraźniej trudniej było Radzie przyjąć na siebie odpowiedzialność tłumaczenia szerszemu gronu odbiorców (nie tylko rynek finansowy) dlaczego inflacja jest podwyższona, dlaczego nie powinno się to przekładać na wyższe oczekiwania inflacyjne i dlaczego podwyżka stóp procentowych w chwili obecnej mogłaby mieć niepożądany procykliczny charakter. Rada zdecydowała się chuchać na zimne.
- Uzasadniając decyzję Prezes NBP Marek Belka podkreślał, że decyzja o podwyżce miała na celu normalizację polityki pieniężnej. Jednak w tym kontekście, można byłoby zadać pytanie: dlaczego podwyżka stóp i normalizacja w polityce pieniężnej nastąpiła dopiero teraz, a nie kilka miesięcy temu? Najwyraźniej, cierpliwość Rady wyczerpywała się z każdym kolejnym odczytem inflacji w okolicach 4%.
- Co ciekawe, komunikat po posiedzeniu (szczegółowy obok) miał łagodniejszy ton niż przed miesiącem i nie „zapowiedział” (choć nie wykluczył) kolejnych podwyżek, uzależniając je od kolejnych danych. Nie prognozujemy kolejnej podwyżki stóp w czerwcu i zakładamy, że majowy ruch był raczej jednorazowym (choć niepotrzebnym) ruchem.

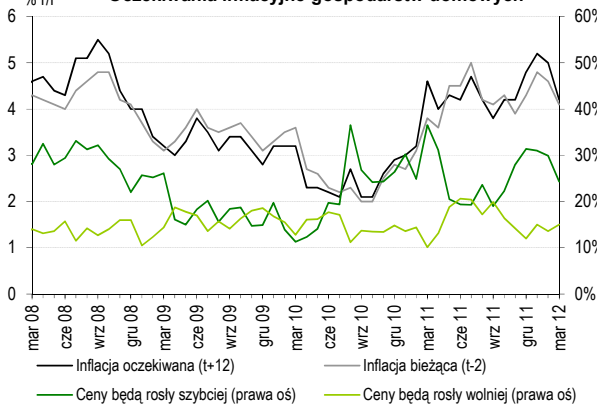
Stawki rynku pieniężnego



... zwiększając zmienność na rynku

- Pomimo podwyżki stóp procentowych, złoty kontynuował osłabienie po decyzji Rady, co potwierdza, że pozostaje pod wpływem czynników globalnych i powiększenie dysparytetu stóp nie wywoła raczej istotnego efektu, a więc nie wpłynie raczej na inflację poprzez niższe ceny dóbr importowanych.
- Znacząca zmienność występuje ostatnio również na rynku stopy procentowej i do tego RPP z pewnością się przyczyniła. W reakcji na kwietniowe zaostrzenie komunikatu stawki FRA wzrosły gwałtownie i kontynuowały ruch w górę po ogłoszeniu decyzji. Po czym, stosunkowo gołąbi komunikat został odebrany jako sygnał, że podwyżka w maju była raczej jednorazowym ruchem i co za tym idzie stawki ponownie się obniżyły. W sumie, dzień po posiedzeniu RPP stawki FRA na dłuższe tenory (9x12) i krótki koniec krzywej IRS były niższe niż w połowie kwietnia.

Oczekiwania inflacyjne gospodarstw domowych

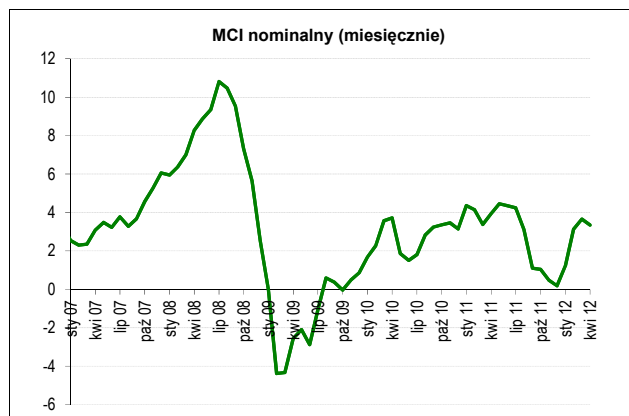


Oczekiwania inflacyjne wciąż wysokie

- W komunikacie RPP zwróciła ponownie uwagę, że oczekiwania inflacyjne pozostały wysokie. Miara oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych opublikowana przez NBP wzrosła w kwietniu do 4,3% z 4,2% w poprzednim miesiącu. Co ciekawe, wzrost nastąpił pomimo spadku miary inflacji przyjętej jako podstawa obliczeń (uwzględniono marcową inflację CPI, która została opublikowana w trakcie przeprowadzania ankiety).
- Dane wskazują, że nastąpiło pogorszenie struktury odpowiedzi gospodarstw domowych (odsetek respondentów, uważających, że w ciągu 12 miesięcy ceny będą rosły szybciej niż obecnie lub w tym samym tempie wzrósł do ponad 80%, najwyższej od ponad roku). Naszym zdaniem, pomimo stosunkowo wysokich oczekiwań (które obniżą się wraz ze spadającą inflacją), ryzyko efektów drugiej rundy jest niewielkie w związku z sytuacją na rynku pracy.

Źródło: NBP, Reuters, szacunki własne

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



Nieznaczny spadek restrykcyjności polityki pieniężnej

- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, w kwietniu indeks restrykcyjności polityki pieniężnej MCI nieznacznie spadł, ale pozostał blisko poziomów notowanych ostatnio. Spadek indeksu wynikał z osłabienia złotego (o 1,0% w stosunku do euro) przy jednoczesnym nieznacznym spadku stóp rynku pieniężnego (trzymiesięczna stopa WIBOR spadła o 1pb w porównaniu do marca).
- Spodziewamy się, że w maju indeks MCI może zanotować nieznaczny spadek wskutek osłabienia polskiej waluty, które zostanie częściowo skompensowane wzrostem stawek WIBOR po podwyżce stóp procentowych NBP o 25 punktów bazowych. Dzień po podwyżce trzymiesięczny WIBOR wzrósł o 11 pkt bazowych, a jednomiesięczny o 18 pb.

Rzońca (1,58)

Winięcki (1,45)

Glapiński (1,00)

Hausner (1,45)

Zielińska-Głębocka (1,42)

Każmierczak (1,08)

Gilowska (1,08)

Belka (1,00)

Bratkowski (1,42)

Chojna-Duch (0,75)

Indeks przyjmuje wartości od 0 do 2. Za głosowanie zgodne z podjętą decyzją przyznawany jest 1 pkt., za głosowanie za bardziej jastrzębią decyzją niż podjęta przyznawane są 2 pkt., a za głosowanie za mniej jastrzębią decyzją niż podjęta przyznawane jest 0 pkt. Średnia punktów za wszystkie głosowania to wartość indeksu dla danego bankiera centralnego.

Liczby przy nazwisku danego członka to wartości indeksu liczone od początku obecnej kadencji Rady i prezesa NBP.

Kierunek osi restrykcyjności wskazuje oczekiwany przez nas kierunek zmian stóp procentowych w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Po posiedzeniu mówił tylko Prezes

Konferencja prasowa po majowym posiedzeniu została zdominowana przez przewodniczącą RPP Marka Belkę, a zachęceni przed niego do wypowiedzi Andrzej Bratkowski i Jerzy Hausner nie zabrali głosu. Za jakiś czas dowiemy się, czy zgadzali się z decyzją. Póki co, nie znając wyników głosowań z kwietnia i maja nie możemy na nowo przeliczyć indeksu restrykcyjności członków RPP, choć dokonujemy (wykres obok) pewnej roszady pomiędzy członkami na podstawie ich wcześniejszych wypowiedzi (Bratkowski, Glapiński). Nie zauważyliśmy, aby po majowym posiedzeniu któryś z członków udzielił jakiegось wywiadu.

Na konferencji podkreślone zostało, że Rada uznała, że poziom stóp procentowych jest obecnie zbyt niski, o czym świadczyło chociażby stwierdzenie Prezesa, że „nie ma normalnej polityki pieniężnej, kiedy jest tolerancja dla realnych stóp poniżej zera”. Trudno jednak powiedzieć, jakie realne stopy procentowe Prezes NBP miał na myśli.

Jak już wcześniej pisaliśmy, decyzja o podwyżce wygląda dość dziwnie w kontekście ostatniej projekcji inflacji NBP zakładającej powrót inflacji do celu w średnim terminie, oraz w świetle raportu koniunktury NBP pokazującego niewielką presję płacową (niskie ryzyko efektów drugiej rundy). Prezes NBP powiedział, że nowa projekcja inflacji dostępna w lipcu dostarczy więcej szczegółów na temat średnioterminowych perspektyw inflacji i PKB. Zasygnalizował jednak, że w roku 2013 może nastąpić pewne ożywienie wzrostu (poprzednia projekcja zakładała spowolnienie do 2,3%). Jeśli chodzi o efekty drugiej rundy, Prezes stwierdził, że woli, aby efekty drugiej rundy były tylko jak „strachy na lachy”, niż miałyby wystąpiły w rzeczywistości. Potwierdza to, że podwyżka majowa była „na wszelki wypadek”.

Czy RPP mogła być bardziej jednoznaczna w kwietniu?

Podczas konferencji Prezes Belka powiedział, że kluczem jest ostatnie zdanie komunikatu. Wynika z niego tylko tyle, że ewentualna podwyżka będzie zależała od napływających danych. W tym kontekście, ważne były dwa inne stwierdzenia na konferencji. Po pierwsze, Prezes Belka podkreślił, że w komunikacie nie ma zdania z poprzedniego miesiąca „zapowiadającego” podwyżkę za miesiąc. Po drugie, powiedział, że Rada nie podejmuje decyzji na podstawie danych tylko z jednego miesiąca. Wniosek wydaje się dość prosty – skoro nie ma zapowiedzi podwyżki, a dane z jednego miesiąca nie mogą zmienić sytuacji, to podwyżki stóp procentowych nie należy się spodziewać w czerwcu. „Wydaje się”, ponieważ komunikat z poprzedniego miesiąca jednak „zapowiadał” podwyżkę warunkowo. A samo wstawianie takiego warunku oznaczało przecież, że dane z tylko jednego miesiąca mogą zmienić sytuację. Polemizujemy więc z jednym z komentarzy Prezesa Belki z konferencji prasowej i stwierdzamy, że tak – można było inaczej, bardziej jednoznacznie sformułować poprzedni komunikat. Świadczy o tym chociażby zmienność na polskim rynku finansowym w ostatnich tygodniach, do czego swoją rękę przyłożyła RPP swoją komunikacją.

Dyskusja o celu inflacyjnym we wrześniu

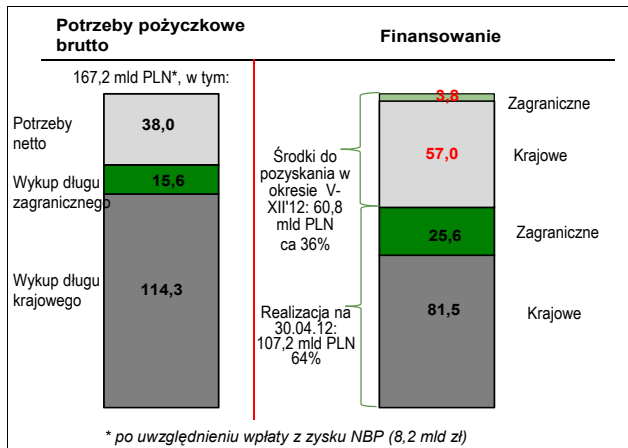
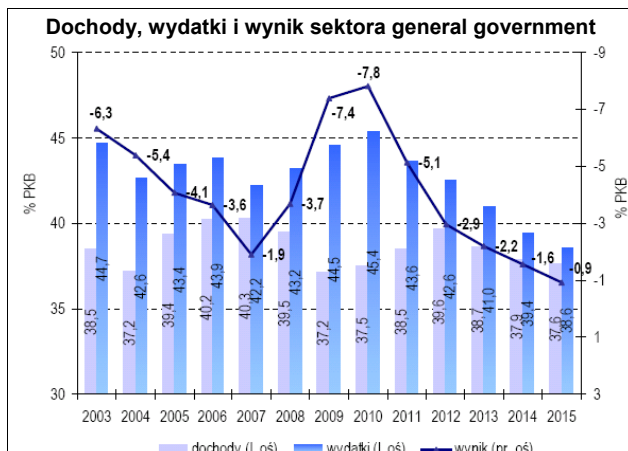
Interesującym wątkiem na konferencji prasowej było zasygnalizowanie przez Prezesa, że we wrześniu podczas dyskusji nad strategią polityki pieniężnej Rada będzie rozważać ewentualne zmiany odnośnie celu inflacyjnego. Nie wiadomo czy miałyby one dotyczyć poziomu celu, rozszerzenia pasma wahań, czy jeszcze czegoś innego. W każdym razie Prezes NBP stwierdził, że byłby takim zmianom przeciwny.

Źródło: Reuters, GUS, NBP, obliczenia własne

Pod lupą: polityka fiskalna

Wynik i dług sektora instytucji rządowych i samorządowych wg Programu Konwergencji, Aktualizacja 2012 (w % PKB)

	2011	2012	2013	2014	2015
Wynik sektora general government	-5,1	-2,9	-2,2	-1,6	-0,9
Podsektor centralny	-4,3	-2,7	-2,4	-1,8	-1,1
Podsektor lokalny	-0,7	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2
Fundusze ubezpieczeń społecznych	-0,1	0,2	0,4	0,4	0,4
Dług sektora general government	56,4	53,7	52,5	50,6	49,7



	Spread vs Bundy (10 lat, pb)			CDS (5 lat, USD)		
	10.05	zmiana od 10.04.12	zmiana od 30.12.11	10.05	zmiana od 10.04.12	zmiana od 30.12.11
Polska	380	-10	-25	216	15	-63
Czechy	175	-10	-1	116	1	-56
Węgry	679	-72	-128	510	-53	-100
Grecja	2299	254	-1067	37030	0	26799
Hiszpania	444	14	117	504	34	128
Irlandia	541	16	-126	589	2	-146
Portugalia	992	-97	-180	1116	-28	-53
Włochy	412	19	-107	448	20	-37
Niemcy	-	-	-	86	13	-14

Źródło: MF, Reuters, obliczenia własne

Ambitne plany rządu... z deficytem poniżej 3% PKB w 2012 r.

Deficyt sektora finansów publicznych liczony według ESA95 wyniósł w 2011 r. 5,1% PKB, kształtując się poniżej rządowych prognoz na poziomie 5,6% PKB. Dług publiczny wzrósł do 56,3% PKB, wciąż kształtując się poniżej poziomu referencyjnego, tj. 60% PKB. Natomiast według krajowej metodologii dług wzrósł do 53,5% PKB, kształtując się poniżej drugiego prognozu ostrożnościowego.

Polska znalazła się wśród 10 krajów UE z najwyższym deficytem sektora (znacząco wyższe miały m.in. Irlandia, Grecja, Hiszpania). Podobnie jak i w większości innych krajów unijnych wprowadzone programy oszczędnościowe przyniosły efekt w postaci ograniczenia deficytów. W strefie euro deficyt został ograniczony do 4,1% PKB (z 6,1% PKB rok wcześniej), podczas gdy w całej UE do 4,5% PKB z 6,5% PKB w 2010 r.

Według „Programu konwergencji. Aktualizacja 2012” w tym roku deficyt sektora ma zostać ograniczony do 2,9% PKB, co oznacza podtrzymanie prognoz z 2011 r. Determinacją rządu w dążeniu do osiągnięcia tego celu to efekt wypełnienia rekomendacji KE, co oznaczałoby w konsekwencji zakończenie procedury nadmiernego deficytu w przyszłym roku (procedura ta została nałożona w 2009 r.). W kolejnych latach MF przewiduje dalsze ograniczanie deficytu do około 1% PKB w 2015.

Biorąc pod uwagę lepszy wynik za 2011, rzeczywistość jest szansa na obniżenie deficytu sektora finansów publicznych do ok. 3% PKB, co powinno umożliwić uchylenie procedury nadmiernego deficytu w przyszłym roku.

MF pracuje obecnie nad stałą regułą wydatkową, która będzie obowiązywać po 2015 r. Według założeń „tempo wzrostu wydatków nie będzie mogło być wyższe niż średnie tempo wzrostu PKB z okresu 8-10 letniego, co odpowiada szacowanej długości cyklu koniunkturalnego w Polsce”.

Ministerstwo Finansów zaktualizowało dane o tegorocznych potrzebach pożyczkowych brutto. Po uwzględnieniu wpłaty z zysku NBP w wysokości 8,2 mld zł, potrzeby pożyczkowe netto obniżyły się do 38 mld zł z 46,2 mld zł wcześniej założonych, co oznacza obniżenie potrzeb pożyczkowych brutto do 167,9 mld zł (wobec 176,1 mld zł). Nie wykluczamy, że faktyczna realizacja tegorocznych potrzeb pożyczkowych może być jeszcze niższa.

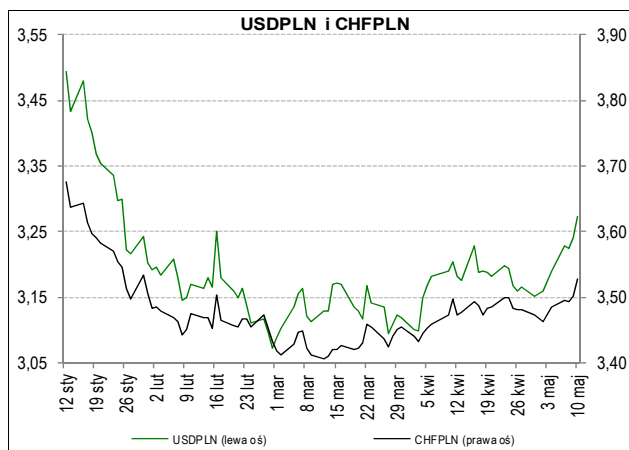
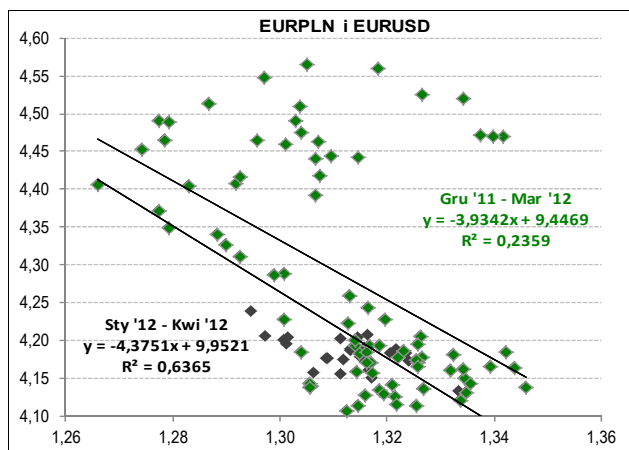
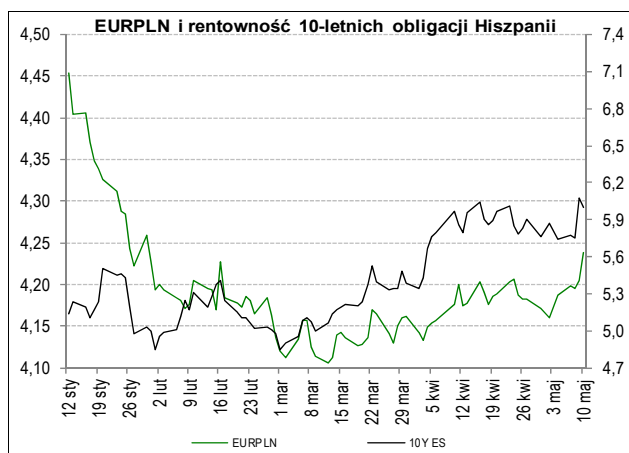
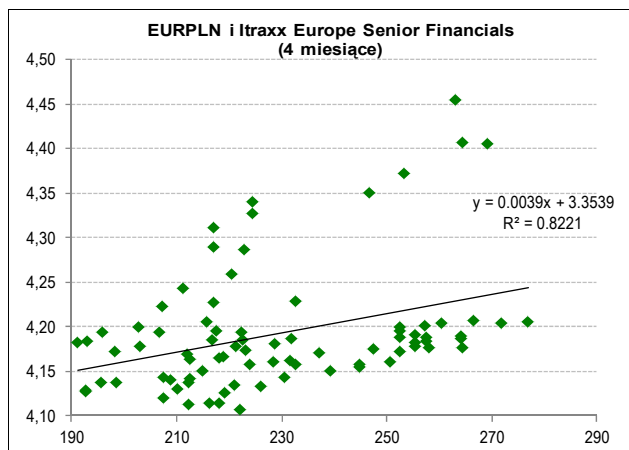
Po kwietniu potrzeby pożyczkowe brutto były sfinansowane w 64% rocznego planu po rewizji. Podtrzymujemy, że po pierwszej połowie roku może to być już ok. 70%. W związku z tym należy oczekiwać zmniejszonej oferty SPW w II połowie roku, choć prawdopodobnie od września, podobnie jak i w 2011 r., resort finansów rozpocznie prefinansowanie potrzeb pożyczkowych w 2013 r. (w 2013 r. wartość wykupów długu krajowego i zagranicznego wynosi 103,4 mld zł – dane na koniec lutego).

Kraje peryferyjne wciąż pod presją

Wzrost obaw o rozwój sytuacji w Hiszpanii spowodował wyprzedaż długu krajów peryferyjnych. Rentowności 10-letnich obligacji hiszpańskich przetestowały 6%, a włoskie papiery wzrosły nieco powyżej 5,70%. Później nastąpiła nieznaczna poprawa nastrojów dzięki dobremu wynikowi aukcji długu krajów peryferyjnych. Zawierania powyborcze w Grecji spowodowały dalszy wzrost rentowności w sektorze 10 lat.

Popyt inwestorów jest wciąż skoncentrowany na niemieckim długu, gdzie rentowność obligacji 10-letniej osiągnęła na początku maja kolejne minimum (1,497%). W efekcie mamy do czynienia z rozszerzeniem spreadów krajów peryferyjnych vs Bund. Sytuacja w Grecji może ciążyć na rynkach w nadchodzących tygodniach, tym bardziej, że rośnie ryzyko ponownych wyborów w tym kraju w czerwcu. Innym istotnym czynnikiem wpływającym na wycenę długu w strefie euro będą nadchodzące szczyty unijne.

Rynek walutowy



Lekkie osłabienie złotego w kwietniu

W minionym miesiącu złoty stracił nieco w stosunku do głównych walut (0,25% do euro i 1% do dolara), pomimo tego, że na koniec kwietnia odrobił część strat.

W trakcie poprzedniego miesiąca negatywną presję na krajową walutę wywierały w głównej mierze obawy inwestorów o peryferia strefy euro. Rentowności 10-letnich obligacji Hiszpanii przekraczały chwilowo 6%, co oznacza, że oddały zyski jakie zanotowały dzięki dwóm LTRO przeprowadzonym przez EBC. Dług Włoch także był pod presją (rentowności 10-letnich papierów odnotowały 5,77%, najwyższy poziom od lutego). Dodatkowo, minutes z marcowego posiedzenia Fed były zaskakująco jastrzębie, co osłabiło nadzieje na QE3. W rezultacie, zgodnie z naszą prognozą EURPLN przebił opór na 4,17-4,18 (który od marca ograniczał potencjał wzrostowy kursu) i wzrósł do niemal 4,22. Pod koniec kwietnia złoty odrobił część strat dzięki temu, że na rynku odżyły nadzieje na dalsze wspieranie gospodarki przez Fed.

Trend aprecjacyjny nie trwał jednak długo. Tak jak sugerowaliśmy przed miesiącem, wybory prezydenckie we Francji oraz parlamentarne w Grecji miały wyraźny negatywny wpływ na globalny i krajowy rynek walutowy. Wygrana Hollande'a i wysokie poparcie dla partii sprzeciwiających się oszczędnościom w Grecji wsparło obawy o rozwój sytuacji w Europie oraz wywarło negatywną presję na ryzykowne aktywa. Gwałtowny wzrost awersji do ryzyka pchnął EURPLN do niemal 4,25, a więc tylko nieznacznie poniżej oporu wskazywanego przez nas przed miesiącem (4,26).

Warto odnotować, że w pierwszych dniach kwietnia EURCHF spadł poniżej 1,20 po raz pierwszy od września 2011. Ruch ten wywołał tylko werbalną interwencję ze strony SNB i wbrew naszym oczekiwaniom minimalny poziom tolerowanego kursu EURCHF nie został (jeszcze) podniesiony.

Małe szanse na poprawę globalnych nastrojów

Nie widzimy sprzyjających okoliczności do poprawy globalnych nastrojów w najbliższym czasie. Niepewność odnośnie szczytu unijnego i możliwych kolejnych wyborów w Grecji będą ograniczać potencjał do umocnienia krajowej waluty. Jeśli kolejne dane z USA i Europy będą słabe, to tym bardziej trudno będzie o optymizm. Rynek pozostanie też wyczulony na komentarze z banków centralnych.

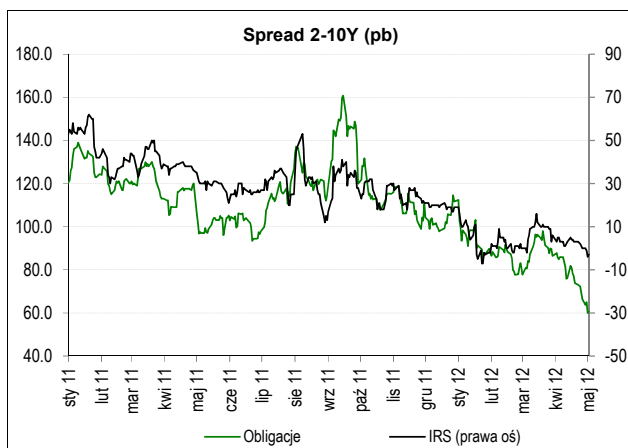
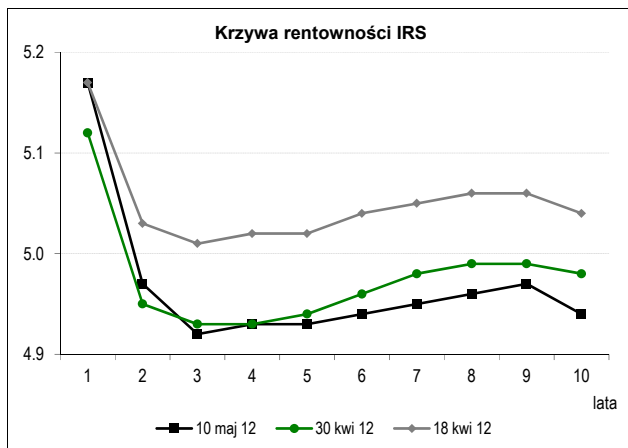
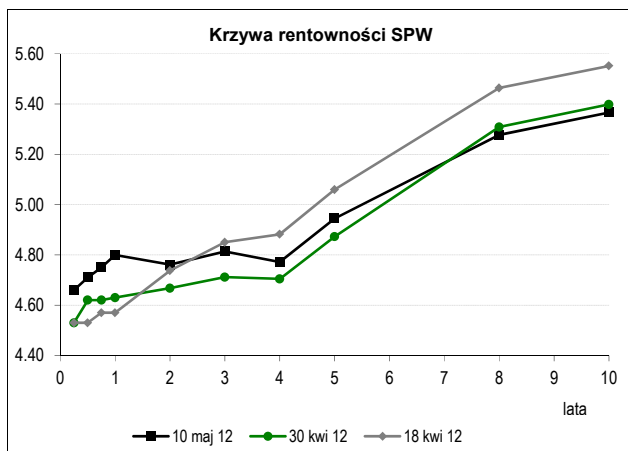
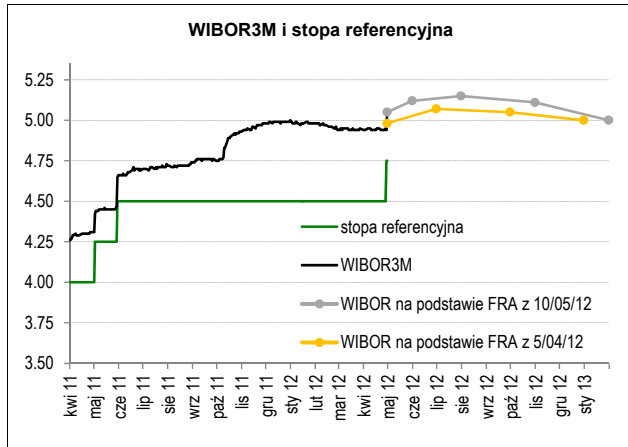
W trakcie ostatniego miesiąca korelacja EURPLN z EURUSD znacznie wzrosła. W pierwszej dekadzie maja EURUSD pokonał ważne wsparcie na 1,30 (od lutego próbował to wcześniej zrobić już trzy razy) i spadł do 1,291 (najniższy poziom od stycznia). W rezultacie, kurs USDPLN osiągnął 3,28, najwyższy poziom od stycznia. Od początku roku inwestorzy redukowali krótkie pozycje na kursie EURUSD i chociaż ostatnie spadki odwróciły ten trend, to w tym kontekście potencjał do dalszego umocnienia dolara do euro jest całkiem spory.

Oczekujemy, że w maju EURPLN będzie kształtował się w okolicy poziomu 4,20, choć wciąż widzimy ryzyko wyraźniejszego ruchu w górę. Sprzyjać temu może spadek EURUSD poniżej 1,30. Jeśli EURPLN nie przebijie szczytu w okolicach 4,25, to możemy zobaczyć korekcyjny spadek w kierunku 4,18.

Forint wspierany przez nadzieje na porozumienie z MFV

Tak jak sugerowaliśmy przed miesiącem, EURCZK i EURHUF, podobnie jak EURPLN, pokonały poziomy oporów (odpowiednio 24,8 i 295) i waluty CEE3 zaczęły się osłabiać z powodu utrzymującej się awersji do ryzyka. Czeska korona traciła też z powodu niestabilnej sytuacji politycznej w tym kraju. W ostatnich dniach kwietnia EURHUF zaczął jednak wyraźnie spadać w nadziei na szybkie porozumienie węgierskiego rządu z MFV (kurs spadł z prawie 300 do 282). Z powodu wzrostu awersji do ryzyka, w maju forint zaczął tracić i kurs wzrósł do 291. Wydaje się, że kwestia umowy z MFV będzie wciąż wpływać na EURHUF, a korona pozostanie pod wpływem globalnych nastrojów.

Rynek stopy procentowej



Źródło: Reuters, MF, BZ WBK

Lekkie odreagowanie na rynku FRA po znaczących wzrostach

- Sytuacja na rynku stopy do 1 roku nieco się poprawiła. Wysoka nadpłynność w sektorze bankowym (banki w ramach cotygodniowych OMO lokują w bonach pieniężnych średnio ok 85 mld zł) spowodowała, że koniec kwietniowej rezerwy przyniósł spadek stawek ON, ale i Polonii poniżej 4,00%. Nie była to jednak tendencja długotrwała, gdyż nowa rezerwa przyniosła wzrost Polonii nieco powyżej 4,20%. Po podwyższeniu stóp krzywa WIBOR 1M-12Y wzrosła o 18-11pb, przy czym najbardziej krótki koniec.
- Reakcja rynku na zmiany oczekiwań co do polityki monetarnej były głównie widoczne w notowaniach FRA, podczas gdy stawki WIBOR pozostały relatywnie stabilne (wzrost o 1pb wzdłuż krzywej w skali miesiąca). Na fali wzrostu ryzyka podwyżki stóp stawki FRA wzrosły powyżej 5%, w tym FRA 3x6 i FRA 6x9 osiągnęły poziom 5,14%. Wraz z odreagowaniem (głównie po danych o produkcji) stawki FRA spadły, choć utrzymały się nieco powyżej 5% dla 1x4, 3x6 i 6x9.

- Pierwszą reakcją rynków na majową decyzję RPP podwyższającą stopy procentowe był znaczący wzrost stawek FRA (o 10-12pb), ponownie powyżej 5%. Ruch ten był jednak krótkotrwały, gdyż kolejne sesje przyniosły spadki; inwestorzy po publikacji komunikatu i konferencji prasowej stwierdzili, że majowa podwyżka ma raczej charakter jednorazowy.

Wzrost rentowności uruchomił silny popyt...

- Pierwsza połowa kwietnia przyniosła kontynuację wzrostów rentowności wzdłuż krzywej. Krótki koniec pozostawał pod wpływem zaostrzenia tonu przez Radę, co niektórzy inwestorzy zinterpretowali jako zapowiedź podwyżki stóp. Natomiast czynniki globalne (niepewność co do rozwoju sytuacji w krajach peryferyjnych, głównie w Hiszpanii) głównie wpływały na środek i długi koniec krzywej. Te czynniki spowodowały, że wcześniejsze zyski (umocnienie po publikacji planów podażowych) zostały całkowicie zniwelowane, a rentowności wzrosły do najwyższych poziomów od końca stycznia (4,74% dla 2 lat, 5,06% dla 5 lat oraz 5,59% dla 10 lat).

- Druga połowa kwietnia i początek maja przyniosły silny efekt popytowy na rynku długu, głównie na 5- i 10-latkę. Wsparciem dla rynku były bardzo słabe dane o marcowej produkcji. Dodatkowo strona popytowa mocno się uaktywniła po bardzo dobrych wynikach aukcji obligacji OK0714 i PS1016, na której silny popyt był efektem rolowania części środków z wykupu PS0412 i płatności odsetkowych od kwietniowych serii obligacji PS i WS. Informacje o majowej podaży również przyczyniły się do umocnienia rynku. W konsekwencji rentowności obligacji 5- i 10-letnich przełamały poziomy z połowy marca, osiągając nowe tegoroczne minima odpowiednio na 4,79% oraz 5,28%.

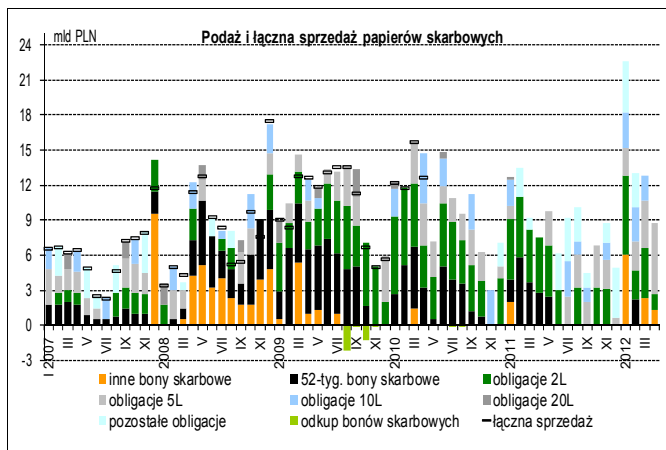
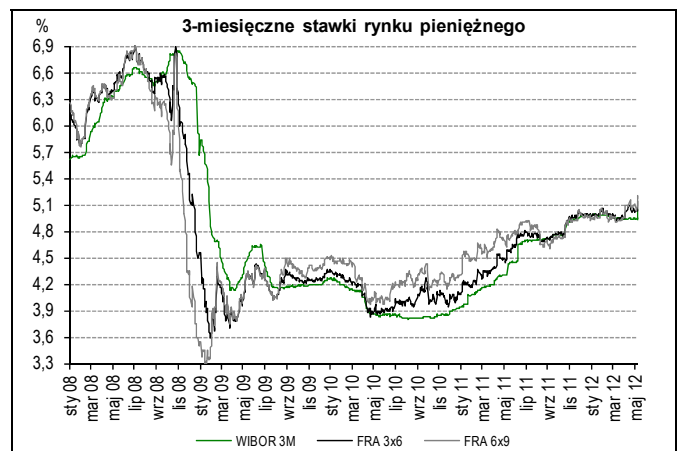
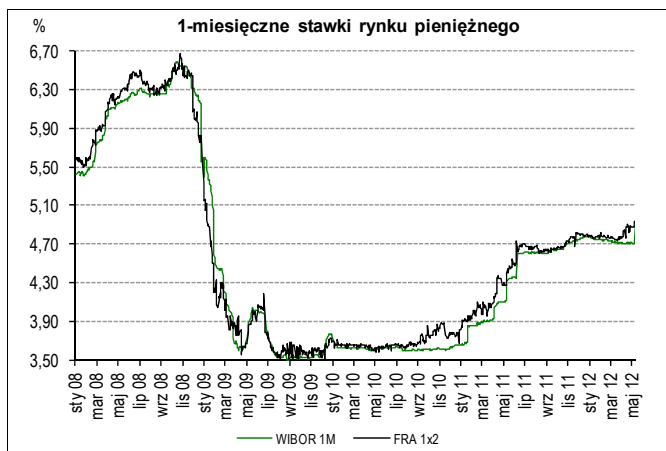
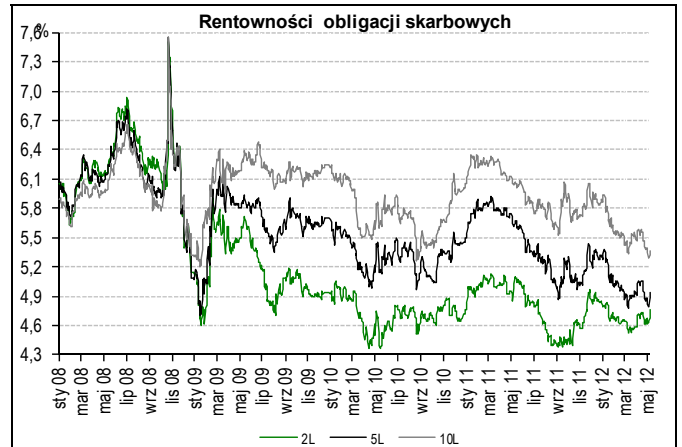
- Podobne tendencje obserwowano na rynku IRS. Stawki wzrosły znacząco w pierwszej połowie kwietnia, osiągając maksimum odpowiednio na 5,03% dla 2 lat, 5,02% dla 5 lat oraz 5,05% dla 10 lat. Największe wzrosty dotyczył jednak stawki rocznej, która wzrosła do 5,17%. W wyniku odreagowania w drugiej połowie kwietnia i na początku maja krzywa IRS przesunęła się w dół o 15-20pb, przy czym największe spadki dotyczyły środka i długiego końca krzywej. W konsekwencji mamy do czynienia z (prawie) płaską krzywą IRS, ze spreadem 2-10Y oscylującym wokół zera.

... a krzywa coraz bardziej płaska

- Majowa decyzja RPP o podwyższeniu stóp, choć była zapowiadana, to jednak zaskoczyła rynki. Po decyzji rentowności wzrosły wzdłuż krzywej, choć najbardziej w sektorach 2 i 5 lat. Ocena rynku, że decyzję Rady należy traktować raczej jednorazowo spowodowała lekkie odreagowanie. Wsparciem dla rynku była również aukcja na długim końcu krzywej.

- Ostatnie wydarzenia na rynku spowodowały znaczące wyplaszczenie krzywej, spread 2-10Y zawęził się do 60pb. Wydaje się, że obecnie poziom ten powinien być silnym wsparciem, choć dane inflacyjne mogą spowodować dalsze zawężenie spreadu.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych w 2011/2012 r. (mln zł)

Data przetargu	OFERTA	POPYT / SPRZEDAŻ
26.05.2011	Przetarg odkupu	1444/940
30.05.2011	52-tyg.: 500-600	2667/505
20.06.2011	Przetarg odkupu	356/256
11.07.2011	Przetarg odkupu	2498/724
19.12.2011	Przetarg odkupu	4331/2247
27.12.2011	Przetarg odkupu	2939/2486
09.01.2012	49-tyg.: 1000-2000	5402/2223
30.01.2012	30-tyg.: 1000-2000	3249/1997
30.01.2012	51-tyg.: 1000-2000	4225/1592
27.02.2012	52-tyg.: 1000-2000	6711/2190
26.03.2012	52-tyg.: 1000-3000	5402/2223
23.04.2012	31-tyg.	3116,5/1332,1

* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

Przetargi obligacji skarbowych w 2011/2012 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg			Przetarg zamiany			
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzed	data	obligacje	sprzedaż
maj	12.05	OK0713	3000-4500	4306	18.05	PS0416	1500-3000	3000	-	-	-
czerwiec	9.06	OK0713	2000-3000	3000	15.06	WZ0121/IZ0823	1000-5000	3125	1.06	OK0711/WZ0911	PS/DS/WZ
lipiec	21.07	DS1021	1000-3000	3000	-	-	-	-	-	-	-
sierpień	10.08	OK/PS/OK	2000-3000	6008,7	-	-	-	-	3.08	WZ/DZ	WZ/DS
wrzesień	22.09	WZ0115/WZ0121	1000-3000	1273,5	-	-	-	-	8.09	WZ/DZ/OK	PS0416/DS1021
październik	19.10	PS1016	1000-3500	3638	-	-	-	-	2.10	OK/PS/DZ	OK0114
listopad	16.11	PS1016	1000-2500	2500	-	-	-	-	10.11	DZ/OK/PS	OK/WZ/DS/WS
grudzień	-	-	-	-	-	-	-	-	14.12	OK/PS	WZ/IZ/PS
styczeń '12	12.01	IZ/PS/WS	1000-4000	4067	19.01	OK0114	3000-6000	6753	4.01	OK/PS/OK	WZ/WZ/DS
luty '12	09.02	OK0114/PS1016	3500-5500	5049	16.02	WZ0117	1000-3000	3518	1.02	DS1021: 1000-3000	2937
marzec '12	14.03	OK0114	1500-3500	-	21.03	DS1021/WS0429	1000-2500	-	08.03	PS1016: 1500-3000	4080
kwiecień '12	19.04	OK0714/PS1016	5000-9000	7511,8	-	-	-	-	5.04	PS/OK	WZ
maj '12	10.05	DS1021/WS0429	2000-4000	4092,3	16.05	PS0417	2000-4000	-	-	-	-

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja zwykła, *** oferta/sprzedaż, **** w lutym 2012 zamiast aukcji zamiany odbyła się standardowa aukcja DS1021

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
14 maja PL: <i>Podaż pieniądza (IV)</i> EZ: Produkcja przemysłowa (III)	15 PL: <i>CPI (IV)</i> DE: Wstępny PKB (I kw.) EZ: Wstępny PKB (I kw.) US: Bazowy CPI (IV) US: Indeks NY Fed (V) US: Sprzedaż detaliczna (IV)	16 PL: <i>Bilans płatniczy (III)</i> EZ: HICP (IV) US: Rozpoczęte budowy domów (IV) US: Pozwolenia na budowę domów (IV) US: Produkcja przemysłowa (IV) US: Minutes Fed (IV)	17 US: Wskaźniki wyprzedzające (IV) US: Indeks Philly Fed (V)	18 PL: <i>Płace i zatrudnienie (IV)</i>
21 PL: <i>Produkcja przemysłowa (IV)</i> PL: <i>PPI (IV)</i>	22 PL: <i>Inflacja bazowa (IV)</i> EZ: Indeks nastrojów konsumentów (V) US: Sprzedaż domów (IV)	23 US: Sprzedaż nowych domów (IV)	24 PL: <i>Minutes RPP</i> DE: Wstępny PMI-przemysł (V) DE: Indeks Ifo (V) EZ: Wstępny PMI-przemysł (V) CN: Wstępny PMI-przemysł (V) GB: PKB (I kw.) US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (IV)	25 DE: Indeks GfK (VI) US: Wstępny indeks Michigan (V)
28 US: Dzień wolny	29 US: Indeks nastrojów konsumentów (V) US: Indeks cen domów S&P/Case-Shiller (III)	30 EZ: <i>Podaż pieniądza (IV)</i> US: Niezakończona sprzedaż domów (IV)	31 PL: <i>PKB (I kw.)</i> PL: <i>Sprzedaż detaliczna (IV)</i> PL: <i>Stopa bezrobocia (IV)</i> PL: <i>Oczekiwania inflacyjne (V)</i> EZ: Wstępny HICP (V) US: Drugi szacunek PKB (I kw.) US: Raport ADP (V)	1 czerwca PL: <i>PMI-przemysł (V)</i> DE: PMI-przemysł (V) EZ: PMI-przemysł (V) CN: PMI-przemysł (V) US: ISM-przemysł (V) US: Wydatki konsumentów (IV) US: Dochody osobiste (IV) US: Bazowy PCE (IV) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (V) US: Stopa bezrobocia (V)
4 EZ: Indeks Sentix (VI) US: Zamówienia przemysłowe (IV)	5 DE: PMI-usługi (V) EZ: PMI-usługi (V) EZ: Sprzedaż detaliczna (IV) DE: Zamówienia przemysłowe (IV)	6 PL: <i>Decyzja RPP</i> DE: Produkcja przemysłowa (IV) EZ: Rewizja PKB (I kw.) EZ: Decyzja EBC US: Beżowa Księga Fed	7 PL: <i>Dzień wolny</i> GB: Decyzja BoE	8 DE: Eksport (IV) US: Bilans handlowy (IV)
11	12 US: Ceny importu (V)	13 EZ: Produkcja przemysłowa (IV) US: Sprzedaż detaliczna (V)	14 EZ: HICP (V) US: Bazowy CPI (V)	15 US: Indeks NY Fed (VI) US: Produkcja przemysłowa (V) US: Wstępny indeks Michigan (VI)

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

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2012 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie EBC	12	9	8	4	3	6	5	2	6	4	8	6
Posiedzenie RPP	10-11	7-8	6-7	3-4	8-9	5-6	3-4	21	4-5	2-3	6-7	4-5
Minutes RPP	26	23	22	26	24	21	-	23	20	18	22	20
PKB*	-	-	1	-	31	-	-	30	-	-	30	-
Inflacja CPI	13	15 ^a	13 ^b	13	15	13	13	14	13	15	14	13
Inflacja bazowa	20	-	20	20	22	20	20	21	20	22	21	20
Ceny producenta	19	17	19	19	21	20	18	20	19	17	20	19
Produkcja przemysłowa	19	17	19	19	21	20	18	20	19	17	20	19
Sprzedaż detaliczna	27	23	26	25	31	-	-	-	-	-	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	18	16	16	18	18	19	17	17	18	16	19	18
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	30	-	-	29	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	13	13	13	12	16	15	-	-	-	-	-	-
Podaż pieniądza	13	14	13	13	14	14	-	-	-	-	-	-
Wskaźniki koniunktury	20	22	22	20	20	22	20	22	21	22	22	20

*dane kwartalne, ^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty.

Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		kwi 11	maj 11	cze 11	lip 11	sie 11	wrz 11	paź 11	lis 11	gru 11	sty 12	lut 12	mar 12	kwi 12	maj 12
PMI	pkt.	54,4	52,6	51,2	52,9	51,8	50,2	51,7	49,5	48,8	52,2	50,0	50,1	49,2	48,6
Produkcja przemysłowa	% r/r	6,7	7,8	2,0	1,8	7,9	7,4	6,4	8,5	7,7	9,1	4,8	0,7	3,3	4,6
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	15,6	23,9	17,0	16,5	10,8	18,1	8,9	13,0	14,6	32,2	12,0	3,5	5,7	3,2
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	18,6	13,8	10,9	8,2	11,3	11,4	11,2	12,6	8,6	14,3	13,7	10,7	9,9	8,9
Stopa bezrobocia	%	12,8	12,4	11,9	11,8	11,8	11,8	11,8	12,1	12,5	13,2	13,5	13,3	12,9	12,8
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	5,9	4,1	5,8	5,2	5,4	5,2	5,1	4,4	4,4	8,1	4,3	3,8	3,7	4,4
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	3,9	3,6	3,6	3,3	3,1	2,8	2,5	2,5	2,3	0,9	0,5	0,5	0,4	0,4
Eksport (w euro)	% r/r	11,2	18,1	7,2	6,0	15,9	7,5	8,6	8,4	4,7	6,8	6,2	3,4	3,0	0,1
Import (w euro)	% r/r	16,1	19,4	12,9	9,1	12,0	4,5	7,8	5,0	2,4	9,5	7,0	5,7	3,2	1,6
Bilans handlowy	mln EUR	-1 004	-932	-1 203	-1 189	-903	-211	-722	-964	-1 122	-844	-838	-1 000	-1 060	-1 135
Rachunek bieżący	mln EUR	-1 149	-182	-2 023	-1 865	-1 382	-1 241	-1 779	-1 436	-1 744	-1 879	-1 585	-956	-1 351	-1 389
Rachunek bieżący	% PKB	-4,8	-4,7	-4,9	-4,9	-4,7	-4,6	-4,7	-4,3	-4,3	-4,5	-4,7	-4,7	-4,7	-5,1
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-21,6	-23,7	-20,4	-21,1	-20,7	-21,9	-22,5	-21,6	-25,1	-5,3	-16,4	-23,0	-24,0	-26,0
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	53,8	59,0	50,7	52,5	51,6	54,5	56,1	53,6	62,5	15,1	46,8	65,6	68,6	74,3
Inflacja (CPI)	% r/r	4,5	5,0	4,2	4,1	4,3	3,9	4,3	4,8	4,6	4,1	4,3	3,9	4,1	3,8
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,1	2,4	2,4	2,4	2,7	2,6	2,8	3,0	3,1	2,5	2,6	2,4	2,4	2,2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	8,8	6,3	5,6	5,9	6,8	8,4	8,5	9,1	8,2	7,9	6,0	4,5	4,7	5,2
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	9,4	7,7	7,2	7,4	8,8	10,2	10,5	11,8	12,5	13,7	12,5	9,2	11,0	11,7
Zobowiązania	% r/r	9,9	8,1	7,7	7,7	8,8	9,5	9,4	11,2	11,7	12,8	12,5	8,4	10,9	11,9
Należności	% r/r	12,0	11,7	9,9	13,9	13,2	14,7	14,8	14,6	14,4	14,5	13,0	12,8	13,5	12,0
EUR/PLN	PLN	3,97	3,94	3,97	3,99	4,12	4,33	4,35	4,43	4,48	4,37	4,18	4,14	4,18	4,20
USD/PLN	PLN	2,75	2,75	2,76	2,80	2,87	3,15	3,18	3,27	3,40	3,39	3,16	3,13	3,17	3,23
CHF/PLN	PLN	3,06	3,14	3,28	3,39	3,68	3,61	3,54	3,60	3,65	3,61	3,47	3,43	3,47	3,50
Stopa referencyjna ^b	%	4,00	4,25	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,75
WIBOR 3M	%	4,27	4,40	4,61	4,70	4,72	4,75	4,80	4,94	4,98	4,99	4,97	4,95	4,94	5,03
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,61	4,61	4,63	4,61	4,53	4,48	4,48	4,48	4,55	4,51	4,50	4,48	4,58	4,75
Rentowność obligacji 2L	%	5,01	5,02	4,87	4,72	4,47	4,43	4,54	4,73	4,86	4,75	4,66	4,58	4,67	4,70
Rentowność obligacji 5L	%	5,76	5,64	5,42	5,30	5,14	5,08	5,09	5,19	5,30	5,20	5,00	4,88	4,97	4,88
Rentowność obligacji 10L	%	6,14	6,06	5,90	5,81	5,71	5,80	5,76	5,85	5,88	5,74	5,53	5,45	5,50	5,36

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

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2009	2010	2011	2012	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
PKB	mld PLN	1 344,4	1 416,4	1 524,7	1 620,4	349,2	369,6	376,2	429,7	369,9	393,8	400,8	455,9
PKB	% r/r	1,6	3,9	4,3	2,7	4,5	4,2	4,2	4,4	3,5	2,7	2,3	2,5
Popyt krajowy	% r/r	-1,1	4,6	3,7	1,2	4,4	4,1	2,8	3,4	2,6	0,7	0,8	0,9
Spożycie indywidualne	% r/r	2,1	3,2	3,1	1,9	3,7	3,6	3,0	2,0	2,2	1,7	1,8	2,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-1,2	-0,2	8,3	5,2	5,9	7,0	8,3	9,8	9,5	7,0	5,0	3,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	-4,5	9,0	7,7	3,7	9,1	5,8	6,1	9,7	4,9	3,9	4,1	2,4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	5,1	4,6	16,3	5,1	18,7	18,8	15,2	12,3	13,8	1,9	5,5	3,5
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	3,5	6,1	11,2	8,3	9,4	14,5	10,3	10,6	12,6	9,7	6,7	5,1
Stopa bezrobocia ^b	%	12,1	12,4	12,5	13,5	13,3	11,9	11,8	12,5	13,3	12,5	12,8	13,5
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	4,4	3,3	5,0	3,9	4,1	5,0	6,1	4,6	5,3	4,0	3,3	3,2
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-1,2	0,8	3,2	0,4	4,1	3,5	3,2	2,1	0,6	0,3	0,2	0,3
Eksport (w euro)	% r/r	-15,8	22,8	11,4	4,3	17,0	12,0	9,9	7,3	5,3	4,5	3,0	4,5
Import (w euro)	% r/r	-24,4	24,9	11,5	2,5	17,7	16,0	8,6	5,1	7,2	0,5	0,5	2,0
Bilans handlowy	mln EUR	-5 427	-8 893	-10 112	-7 818	-1 894	-3 141	-2 263	-2 814	-2 682	-1 746	-1 399	-1 991
Rachunek bieżący	mln EUR	-12 152	-16 493	-15 917	-12 222	-3 135	-3 359	-4 459	-4 964	-4 420	-1 621	-2 663	-3 519
Rachunek bieżący	% PKB	-3,9	-4,7	-4,3	-3,2	-4,8	-4,9	-4,6	-4,3	-4,7	-4,2	-3,7	-3,2
Wynik general government	% PKB	-7,4	-7,8	-5,1	-3,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	3,5	2,6	4,3	4,0	3,8	4,6	4,1	4,6	4,1	4,0	4,2	3,6
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	3,5	3,1	4,6	3,2	4,3	4,2	3,9	4,6	3,9	4,1	4,4	3,2
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,7	1,6	2,4	2,3	1,7	2,3	2,6	3,0	2,5	2,3	2,2	2,1
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,3	2,1	7,6	4,4	7,7	6,9	7,0	8,6	6,1	5,0	4,1	2,4
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	8,1	8,8	12,5	7,9	10,9	7,2	10,2	12,5	9,2	12,6	11,4	7,9
Zobowiązania ^b	% r/r	9,8	9,1	11,7	8,1	12,2	7,7	9,5	11,7	8,4	12,6	11,9	8,1
Należności ^b	% r/r	8,6	9,2	14,4	3,9	11,4	9,9	14,7	14,4	12,8	11,7	8,5	3,9
EUR/PLN	PLN	4,33	3,99	4,12	4,24	3,94	3,96	4,15	4,42	4,23	4,21	4,31	4,21
USD/PLN	PLN	3,11	3,02	2,96	3,34	2,88	2,75	2,94	3,28	3,23	3,25	3,44	3,46
CHF/PLN	PLN	2,87	2,90	3,34	3,32	3,06	3,16	3,56	3,60	3,50	3,46	3,25	3,08
Stopa referencyjna ^b	%	3,50	3,50	4,50	4,75	3,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,75	4,75	4,75
WIBOR 3M	%	4,42	3,94	4,54	5,04	4,10	4,43	4,72	4,91	4,97	5,00	5,07	5,09
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,54	3,96	4,51	4,64	4,37	4,62	4,54	4,50	4,50	4,70	4,75	4,62
Rentowność obligacji 2L	%	5,17	4,72	4,81	4,68	5,01	4,97	4,54	4,71	4,66	4,68	4,70	4,66
Rentowność obligacji 5L	%	5,65	5,31	5,44	4,93	5,79	5,60	5,17	5,19	5,02	4,92	4,92	4,87
Rentowność obligacji 10L	%	6,11	5,74	5,98	5,44	6,27	6,03	5,77	5,83	5,58	5,41	5,41	5,37

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 10.05.2012 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

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

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

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

tel. 22 586 83 63, Email: maciej.reluga@bzwbk.pl

Piotr Bielski	22 586 83 33
Agnieszka Decewicz	22 586 83 41
Marcin Luziński	22 586 83 62
Marcin Sulewski	22 586 83 42

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5
61-894 Poznań
tel. 61 856 58 14/30
fax 61 856 44 56

Warszawa

ul. Marszałkowska 142
00-061 Warszawa
tel. 22 586 83 20/38
fax 22 586 83 40

Wrocław

ul. Rynek 9/11
50-950 Wrocław
tel. 71 369 94 00
fax 71 370 26 22

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