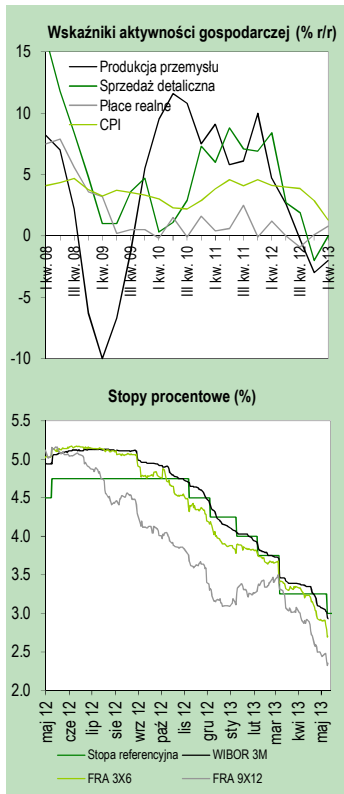


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Maj 2013



W tym miesiącu:

Gospodarka Polski	2
Pod lupą: polityka pieniężna	4
Pod lupą: polityka fiskalna	6
Rynek stopy procentowej	7
Rynek walutowy	8
Monitor rynku	9
Kalendarz makroekonomiczny	10
Dane i prognozy ekonomiczne	11

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

Czy to tylko korekta?

W maju Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o 25 pkt bazowych. Prezes NBP Marek Belka podkreślił, że to nie jest rozpoczęcie nowego cyklu obniżek, a jedynie korekta marcowego ruchu (RPP obniżyła wówczas stopy o 50 pb ogłaszając „dopełnienie” cyklu). Decyzja RPP w maju wynikała z faktu, że ostatnie dane wpłynęły na pogorszenie oceny przez Radę perspektyw gospodarczych i obniżenie prognoz inflacji. Naszym zdaniem, ten ruch to zapewne nadal nie jest koniec cyklu łagodzenia polityki pieniężnej i do lipca stopy mogą zostać obniżone jeszcze o kolejne 25-50 pb.

Po stopniowym wzroście wskaźnika koniunktury PMI w okresie wrzesień-luty, dwa ostatnie miesiące przyniosły spadki (kwietniowy odczyt wyraźnie poniżej oczekiwań). Pojawia się więc pytanie czy to tylko chwilowa korekta wzrostowego trendu czy może zmiana scenariusza gospodarczego na najbliższe kwartały? Nasze prognozy pozostają niezmienione i wciąż uważamy, że w trakcie tego roku dojdzie do stopniowego, umiarkowanego ożywienia. Dane o PKB za I kwartał (przyspieszona publikacja już 14 maja) pokażą tempo zapewne wzrostu gospodarczego zbliżone do ostatniego kwartału 2012. Najbliższe dane miesięczne z II kwartału nie zasugerują jeszcze przełomu. Co prawda oczekujemy, że odczyt kwietniowej produkcji będzie najwyższy od października 2012, ale w pewnym stopniu będzie to wynikało z różnicy w liczbie dni roboczych. Co więcej, nasza prognoza jest poniżej mediany oczekiwań rynkowych. Podobnie jest w przypadku sprzedaży detalicznej, gdzie okaże się, że poprawa z ubiegłego miesiąca była raczej chwilowa (wynikająca z czynników sezonowych). Jednocześnie roczny wskaźnik inflacji będzie kontynuował spadek aż do czerwca, kiedy to może być w okolicy rekordu z kwietnia 2003 (0,3% r/r). W przypadku danych o kwietniowej inflacji również jesteśmy poniżej konsensusu (nasza prognoza 0,6% r/r wobec 0,7%).

Dane napływające z gospodarki będą sprzyjały kolejnym obniżkom stóp procentowych w czerwcu i/lub lipcu oraz pozytywnym nastrojom na rynku stopy procentowej. Korekta, która nastąpiła dwa dni po posiedzeniu RPP, może się więc okazać przejściowa, choć oczywiście będzie to zależało w znacznej mierze od czynników globalnych, które były za nią w znacznej mierze odpowiedzialne. Nasze prognozy wskaźników ekonomicznych, które będą publikowane w najbliższych tygodniach sugerują, że czynniki krajowe będą raczej sprzyjały wycenie przez rynek (wyraźnej?) obniżki stóp na kolejnym posiedzeniu RPP. Niemniej, wciąż uważamy, że do mocniejszego ruchu w górę rynkowych stóp procentowych dojdzie w drugiej połowie roku, gdy okaże się, że RPP jednak nie obniży stóp oficjalnych do 2,25%, a wskaźniki gospodarcze oraz inflacja zaczną powoli piąć się do góry.

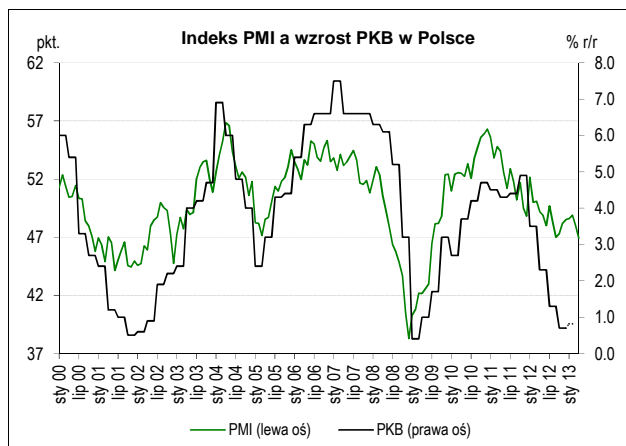
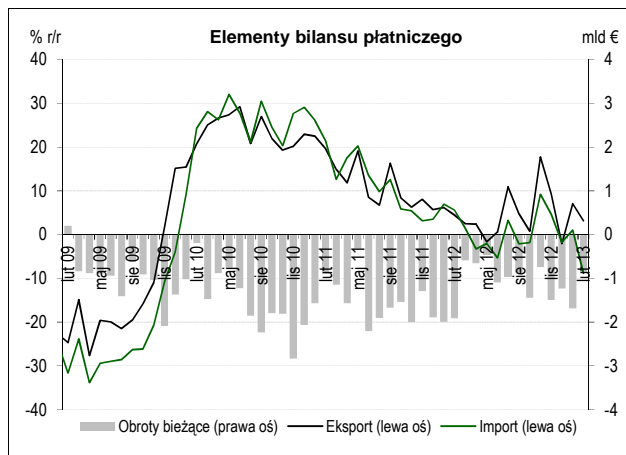
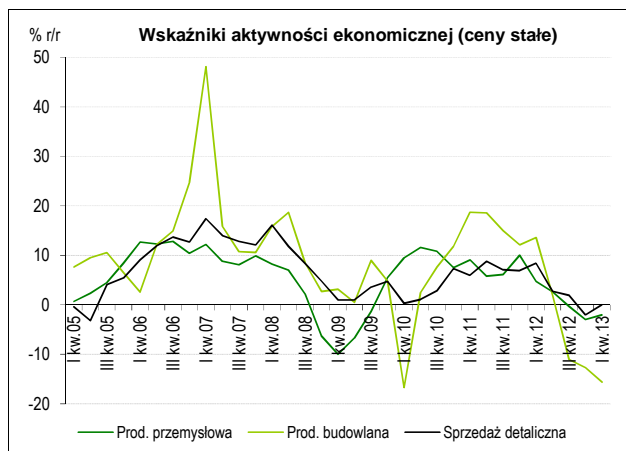
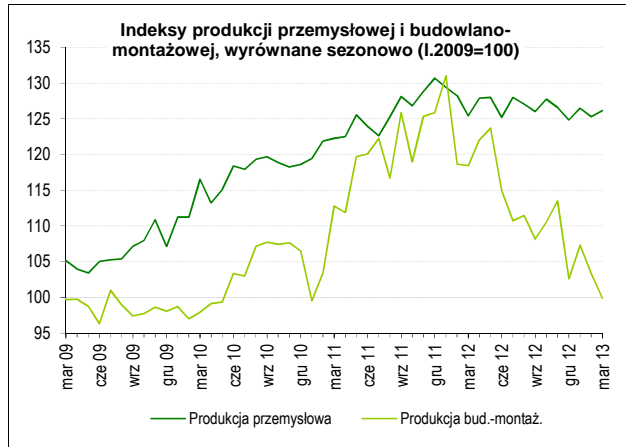
Obserwowany ostatnio wzrost rentowności na rynku obligacji, spowodował również korektę kursu EURPLN, jednak w tym przypadku wciąż mówimy o kształtowaniu się złotego w szerokim przedziale wahań i trendzie bocznym (4,10-4,20). W najbliższych tygodniach nie widzimy wielu czynników, które miałyby te sytuację zmienić. Do poziomu 4,18 kurs mógłby się zbliżyć w przypadku publikacji kolejnych słabych danych ze światowej gospodarki. Utrzymujemy prognozę średniego kursu EURPLN w maju na poziomie 4,13.

Na rynku finansowym 10 maja 2013 r.:

Stopa depozytowa NBP	1,50	WIBOR 3M	2,93	EURPLN	4,1417
Stopa referencyjna NBP	3,00	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	2,50	USDPLN	3,1861
Stopa lombardowa NBP	4,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	2,69	CHFPLN	3,3244

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.05.2013 r.

Gospodarka Polski



Czy koniunktura w przemyśle osiągnęła dołek?

■ W marcu dynamika produkcji przemysłowej spadła o 2,9% r/r i o 0,6% r/r po wyeliminowaniu czynników sezonowych. W przypadku produkcji budowlano-montażowej w marcu odnotowano dziesiąty z rzędu znaczący spadek, o 18,5% r/r (-15,7% r/r po odsezonowaniu).

■ Dane o produkcji przemysłowej za I kw. pokazują spadek o 1,6% r/r, czyli mniej więcej taki sam jak w IV kw. 2012 (1,7%). Na początku 2013 roku zdecydowanie gorzej sytuacja przedstawiała się w sektorze budowlanym. W okresie styczeń-marzec produkcja budowlano-montażowa była niższa o 15,7% r/r, co oznacza pogłębienie spadków w porównaniu do IV kw. 2012 (z -12,7% r/r). Dane te wpisują się w nasz bazowy scenariusz wskazujący, że na przełomie roku koniunktura ocierała się o dno cyklu. Kolejne kwartały powinny przynieść stopniową, choć wciąż powolną poprawę sytuacji gospodarczej.

■ Jak już pisaliśmy w poprzednich raportach, naszym zdaniem poprawa w przemyśle będzie następowała głównie za sprawą eksportu. Pewną nadzieję na realizację naszego scenariusza dają ostatnie lepsze od oczekiwań dane z Niemiec (zamówienia i produkcja w przemyśle). Czynnikiem ryzyka są słabe wyniki badania PMI – indeks dla przemysłu spadł w kwietniu do 46,9 pkt, czyli osiągnął najniższą wartość od połowy 2009 r., a w dół pociągnęły go słabe zamówienia i produkcja.

Brak ożywienia konsumpcji

■ Wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył w marcu do +0,1% r/r z -0,8% r/r w lutym. Nie należy powyższych liczb odczytywać jako sygnału poprawy popytu konsumpcyjnego, gdyż odbicie jest spowodowane zwiększonymi zakupami przed świętami (Wielkanoc wypadła 31 marca, rok temu była 8 kwietnia, zatem zakupy przypadły już na kwiecień). Wyrazem tej tendencji jest przyspieszenie dynamiki w kategorii „żywność” do 8,9% r/r z 1,8% r/r w lutym. Dynamika w pozostałych kategoriach pozostaje słaba. W całym pierwszym kwartale sprzedaż detaliczna wzrosła o 0,9% r/r w ujęciu nominalnym i o 0,4% r/r w ujęciu realnym.

■ Spodziewamy się, że popyt konsumpcyjny pozostanie w stanie stagnacji przez najbliższe kwartały. Brak poprawy na rynku pracy i niepewne perspektywy tego rynku będą powodowały zwiększoną ostrożność w wydawaniu pieniędzy przez gospodarstwa domowe.

Poprawa w bilansie płatniczym

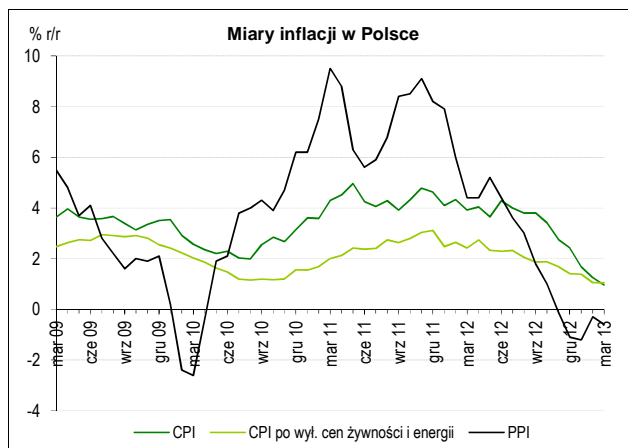
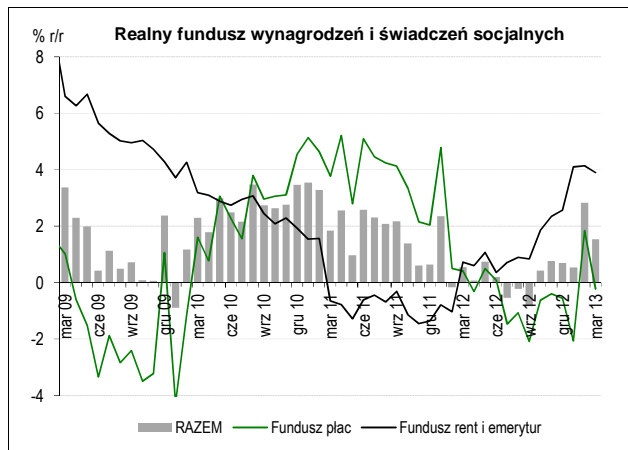
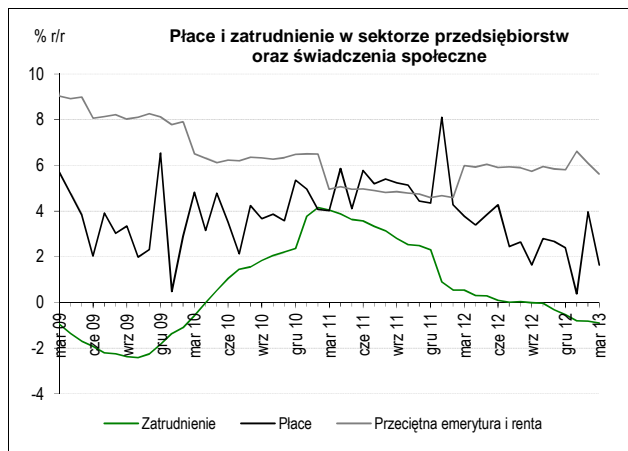
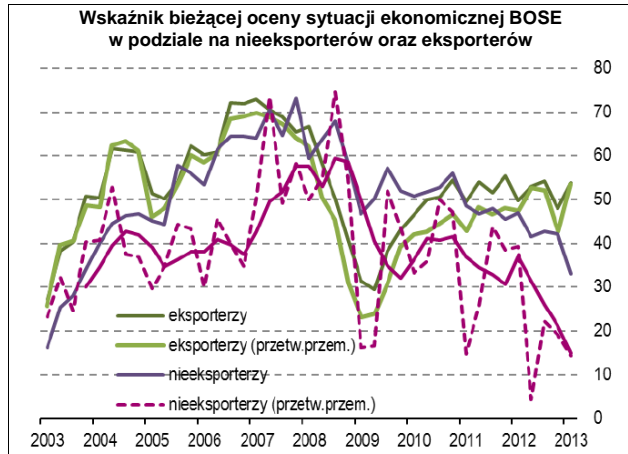
W lutym zanotowaliśmy poprawę sytuacji w bilansie płatniczym. Deficyt na rachunku obrotów bieżących zmniejszył się do 854 mln € z 1546 mln € miesiąc wcześniej. Był to przede wszystkim efekt znaczącej poprawy salda wymiany towarowej – nadwyżka wyniosła aż 602 mln €, przy wzroście eksportu o 3,2% r/r i spadku importu o 8,8% r/r. W nadchodzących miesiącach oczekujemy wciąż relatywnie dobrych danych o eksporcie przy słabnącym imporcie, wynikającym z ograniczonego wzrostu popytu krajowego.

Minimalne przyspieszenie PKB w I kw.

■ Już w połowie maja poznamy przyspieszone dane o PKB za I kw. 2013 r. Jak wskazaliśmy powyżej, spodziewamy się, że popyt konsumentów wciąż był w stagnacji w I kw. Spożycie indywidualne zanotowało, według naszej prognozy, wzrost o ok. 0,5% r/r. Badanie koniunktury przedsiębiorstw i ankieta o sytuacji na rynku kredytowym pokazały, że przedsiębiorstwa wciąż nie są skłonne do inwestycji i redukują swoje plany inwestycyjne, w związku z czym szacujemy, że nakłady na środki trwałe brutto spadły o 5,5% r/r. Przełoży się to na czwarty z rzędu spadek popytu krajowego w ujęciu rocznym (-1,5%). Głównym motorem wzrostu pozostał eksport netto. Jego wkład do PKB szacujemy na 2,4pp.

■ Ogółem szacujemy wzrost PKB na 0,8% r/r, co oznacza minimalne przyspieszenie w stosunku do IV kw. 2012 r. (0,7% r/r), niemniej gospodarka wciąż pozostawała w stanie stagnacji.

Gospodarka Polski

**Firmy mają nadzieję na lepsze drugie półrocze**

▪ Wg raportu NBP koniunktura gospodarcza w I kw. była słaba, a w II kw. może się jeszcze osłabić. Firmy spodziewają się poprawy sytuacji w drugim półroczu, aczkolwiek panuje wysoka niepewność w ocenach sytuacji.

▪ Sytuacja eksporterów poprawiła się już w I kw., w tej grupie najsilniejsze są też oczekiwania dalszej poprawy. Perspektywy popytu krajowego oceniane są negatywnie, w szczególności w zakresie popytu konsumentów oraz w budownictwie.

▪ Pogorszyły się prognozy zatrudnienia. Aktywność inwestycyjna firm jest nadal niska, choć lekko poprawił się wskaźnik nowych inwestycji. Optimizm w planach inwestycyjnych wykazywały największe firmy (2000+ pracowników).

Tempo redukcji zatrudnienia wzmacnia się

▪ W marcu zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw obniżyło się o 0,9% r/r (spadek z -0,8% r/r zanotowanych w poprzednich dwóch miesiącach). W ciągu miesiąca ubyło 8,5 tysięcy etatów, a od stycznia prawie 18 tysięcy. Przed rokiem w analogicznym okresie zmniejszono zatrudnienie o 12 tysięcy osób, a zatem tempo redukcji zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw nie słabnie. Sądziłyśmy, że dane marcowe były zaniżone ze względu na słabe warunki pogodowe, które mogły opóźnić rozpoczęcie prac budowlanych i sezonowych, co z kolei mogło negatywnie odbić się na zatrudnieniu w tych branżach. Szczegółowe dane pokazały jednak, że słabość jest widoczna we wszystkich sektorach, także tych mniej podatnych na pogodę.

▪ Bezrobocie rejestrowane spadło w marcu do 14,3% z 14,4% w lutym. Obniżenie stopy bezrobocia nie wynikało z poprawy sytuacji na rynku pracy, ale głównie z interwencji MPiPS, które wysyłało bezrobotnych na szkolenia i do prac subsydiowanych.

▪ Stopa bezrobocia wg BAEL (po korekcie sezonowej) wzrosła w marcu do 10,7%, najwyższego poziomu od lutego 2007. Co ciekawe, dane nadal wskazują, że to nie jest efekt spadku liczby pracujących w gospodarce, a wzrostu aktywności zawodowej.

▪ Dane o wynagrodzeniach w sektorze przedsiębiorstw pokazały wzrost o 1,6% r/r w marcu. W poprzednich raportach zwracaliśmy uwagę na to, że dane o płacach w styczniu i lutym były zaburzone przez czynniki statystyczne i należy patrzeć na średni wzrost płac w tych dwóch miesiącach jako na miarę trendu. Odczyt marcowy okazał się niższy niż średnio w styczniu i lutym (2,2% r/r), co może sugerować, że trend jest słabszy niż sądziliśmy.

▪ Fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw urosł o 0,7% r/r w kategoriach nominalnych, ale po uwzględnieniu marcowej inflacji (1,0% r/r) spadł o 0,3% r/r. Spodziewamy się, że w nadchodzących kwartałach redukcja zatrudnienia będzie kontynuowana i bezrobocie będzie rosło, a wzrost płac będzie oscylował w okolicy 1,5-2,0% r/r. Pewnej poprawy i przyspieszenia realnego wzrostu funduszu płac można spodziewać się w drugiej połowie roku.

Inflacja coraz niżej

▪ W marcu stopa inflacji CPI spadła do 1,0% r/r z 1,3% r/r w lutym. Spadek inflacji był wspierany przez słaby wzrost cen żywności, odzieży i obuwia (mimo wprowadzania nowych kolekcji) oraz promocje na rynku telefonii komórkowej. Spadkowy trend inflacji będzie kontynuowany w najbliższych miesiącach, sądzimy że istnieje istotne prawdopodobieństwo, że w czwartym kwartale będzie niższa od rekordu z kwietnia 2003 r. (0,3% r/r). W kolejnych miesiącach roku inflacja jednak wzrośnie pod wpływem niskiej bazy statystycznej z drugiej połowy 2012 r.

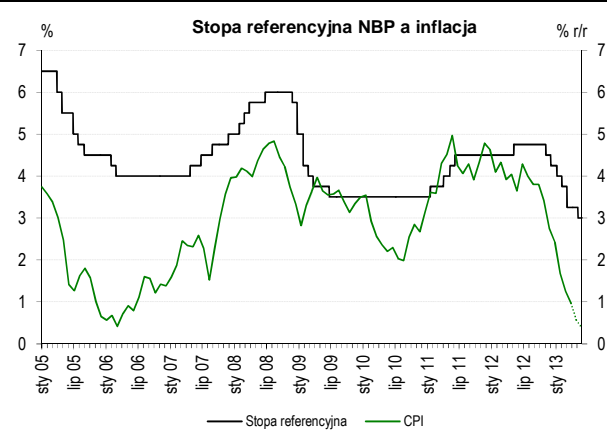
▪ Wszystkie miary inflacji bazowej obniżyły się w marcu, w tym inflacja po wyłączeniu cen energii i paliw wyniosła 1,0% r/r. W II półroczu inflacja bazowa, podobnie jak CPI, zacznie się naszym zdaniem powoli odbijać od dna. Inflacja PPI wyniosła -0,6% r/r i sądzimy, że może utrzymać się pod kreską do końca roku.

Pod lupą: polityka pieniężna

Porównanie fragmentów komunikatów RPP w kwietniu i maju

W ocenie Rady, napływające dane potwierdzają utrzymywanie się niskiego wzrostu gospodarczego w Polsce, czemu towarzyszy brak presji płacowej i inflacyjnej oraz silniejszy od oczekiwanego spadek inflacji. W kolejnych kwartałach możliwa jest stopniowa poprawa koniunktury, jednak dynamika PKB prawdopodobnie pozostanie umiarkowana, co nadal będzie ograniczać presję inflacyjną. Jednocześnie wzrosła niepewność dotycząca tempa i momentu oczekiwanego ożywienia gospodarczego w strefie euro, co może negatywnie wpływać na aktywność gospodarczą w Polsce. W związku z tym zwiększyło się ryzyko utrzymania się inflacji wyraźnie poniżej celu w średnim okresie.

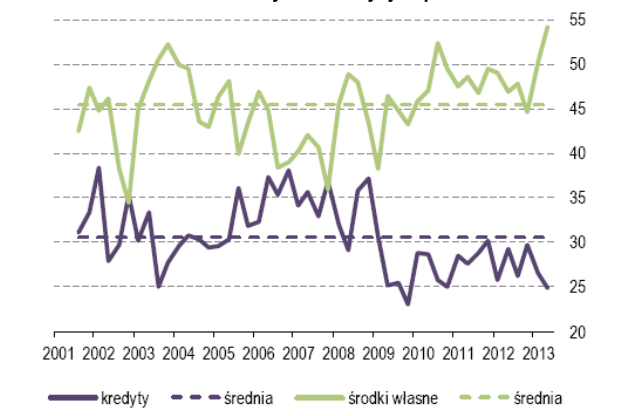
Biorąc to pod uwagę Rada postanowiła utrzymać obniżać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. Decyzje Rady w kolejnych miesiącach będą uzależnione od oceny napływających danych z punktu widzenia prawdopodobieństwa utrzymania się inflacji w średnim okresie wyraźnie poniżej celu NBP oraz sytuacji w sferze realnej gospodarki.



Korekta marcowej redukcji, nie ostatnia

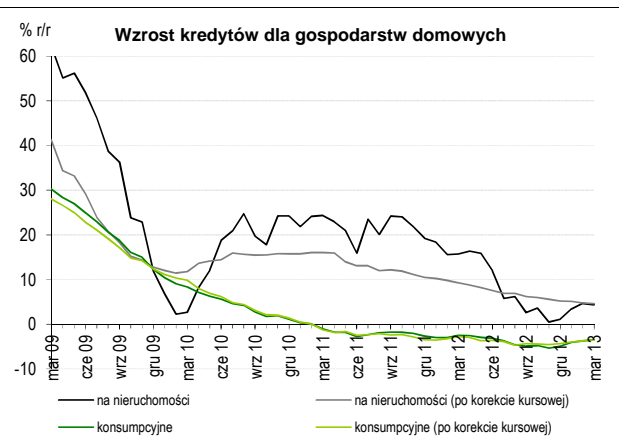
- Rada Polityki Pieniężnej na posiedzeniu w maju obniżyła główne stopy procentowe o 25 pb, w wyniku czego stopa referencyjna została zredukowana do rekordowo niskiego poziomu 3,0%.
- W komunikacie napisano, że napływające dane ekonomiczne potwierdziły niski wzrost gospodarczy w Polsce i silniejszy spadek inflacji, a także zwiększyły niepewność co do ożywienia gospodarczego za granicą. W efekcie, wzrosło ryzyko utrzymania się inflacji wyraźnie poniżej celu, a nawet poziomu oczekiwanego w ostatniej projekcji NBP, co stworzyło przestrzeń do obniżek. W kluczowym, ostatnim zdaniu komunikatu skreślono fragment sugerujący, że dla decyzji Rady w kolejnych miesiącach istotna będzie ocena sytuacji „w sferze realnej gospodarki”. Wg Marka Belki jest to zmiana sugerująca, że RPP będzie teraz większą uwagę przykładać do perspektyw inflacji.
- Prezes NBP podkreślił, że majowej decyzji nie należy traktować jako rozpoczęcia nowego cyklu obniżek, a jedynie „korektę tego, co Rada zaansowała dwa miesiące wcześniej”. Powiedział też, że Rada nie sugeruje wysokiego prawdopodobieństwa kolejnych obniżek – zarówno obniżka stóp jak i utrzymanie ich bez zmian w kolejnym miesiącu są jego zdaniem „równo prawdopodobne”. Z drugiej strony, dodał też, że różnica między stopami procentowymi w Polsce i krajach rozwiniętych jest nadal znaczna, więc nie można uznać, że zbliżamy się do „ultra-niskiego” poziomu stóp procentowych (którego, jak mówił miesiąc wcześniej, RPP chciałaby uniknąć). Nastawienie Rady pozostaje wg Belki łagodne.
- Zmieniliśmy niedawno prognozę odnośnie stóp NBP, oczekując jeszcze 50 pb redukcji. Ponieważ nie można wykluczyć kolejnego cięcia o 25 pb na następnym posiedzeniu, a kolejne może nastąpić w lipcu (na skutek dalszego spadku inflacji), istnieje ryzyko w dół dla naszej prognozy. Niemniej uważamy, że skala obniżek wyceniana obecnie przez rynek jest zbyt agresywna.

Źródła finansowania nowych inwestycji w polskich firmach



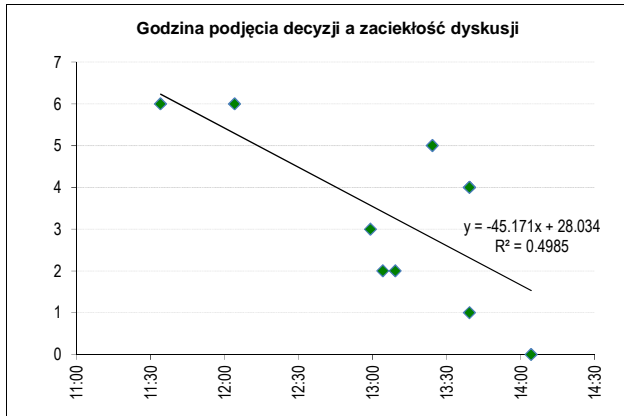
Mieszane sygnały z rynku kredytowego

- Wyniki ankiety wśród przewodniczących komitetów kredytowych pokazały, że w I kw. 2013 r. polityka kredytowa była wciąż restrykcyjna, a popyt na kredyt niski.
- Warunki udzielania kredytów dla firm zostały ponownie zaostrzone. Nastąpił spadek popytu na kredyt ze strony dużych firm, wynikający głównie z mniejszego zapotrzebowania na finansowanie inwestycji. Banki zapowiadają dalsze zaostrzenie polityki kredytowej dla przedsiębiorstw.
- Słabnące zainteresowanie firm kredytem potwierdzają też inne badania NBP – wg raportu o koniunkturze w sektorze przedsiębiorstw wskaźnik prognoz popytu na kredyt po korekcie sezonowej spadł w I kw. do najniższego poziomu w historii badania. Jednocześnie, odsetek firm finansujących inwestycje z własnych środków mocno wzrósł w II kwartale, do rekordowego poziomu 54,2%.
- W segmencie kredytów dla gospodarstw domowych pojawiły się jednak pewne pozytywne sygnały: kryteria i warunki kredytowania pozostawały raczej bez zmian, ale banki spodziewają się ich złagodzenia w II kw. Banki po raz pierwszy od roku zdecydowały się na obniżkę marż dla kredytów konsumpcyjnych i oczekują poprawy popytu w tym segmencie w kolejnych kwartałach.
- Zaobserwowano spadek popytu na kredyty mieszkaniowe (w niektórych bankach spadek był znaczny), do czego oprócz zmian sytuacji gospodarstw domowych przyczyniło się zakończenie programu „Rodzina na swoim”.
- Banki uzasadniały zmiany swojego nastawienia mniejszym ryzykiem związanym z przewidywaną sytuacją gospodarczą oraz zmianami polityki pieniężnej prowadzonej przez RPP.



Źródło: GUS, NBP, BZ WBK

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



Późniejsza decyzja to bardziej zacięta dyskusja?

- Podczas konferencji w styczniu Marek Belka powiedział, że długość dyskusji podczas posiedzenia nie jest związana z zaciekością polemiki i że na podstawie godziny opublikowania komunikatu nie należy wnioskować o samej decyzji.
- Zbadaliśmy zależność między godziną podjęcia decyzji a zaciekością dyskusji podczas posiedzeń w 2012 i 2013 r. Założyliśmy, że jeśli dyskusja jest zacięta, to trudniej zbudować większość. Zatem naszą miarą „zaciekości” jest różnica między liczbą głosów większości i mniejszości (np. przy wyniku głosowania 8:2 otrzymujemy różnicę równą 6 – im większy wynik, tym dyskusja mniej zacięta). W przypadku kilku głosowań podczas jednego posiedzenia wybieramy to z najniższą różnicą.
- Okazuje się, że jednak jest pewna zależność – im później opublikowana została decyzja, tym trudniej zbudować było większość.



Rzońca (1,28)

Winiecki (1,29)

Gilowska (1,35)

Kaźmierczak (1,22)

Glapiński (1,17)

Hausner (1,03)

Belka (0,94)

Zielińska-Głębocka (0,89)

Chojna-Duch (0,51)

Bratkowski (0,49)



Indeks przyjmuje wartości od 0 do 2. Za głosowanie zgodne z podjętą decyzją przyznawany jest 1 pkt., za głosowanie za bardziej jastrzębią decyzją niż podjęta przyznawane są 2 pkt., a za głosowanie za mniej jastrzębią decyzją niż podjęta przyznawane jest 0 pkt. Wartość indeksu dla danego bankiera centralnego to średnia ważona punktów za wszystkie głosowania. Ostatnie głosowania mają największą wagę, odległe w czasie – mniejszą.

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

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

Źródło: NBP, Reuters, BZ WBK

Głos Prezesa NBP przesądził o obniżce o 50 pb w marcu

Marcowa obniżka stóp o 50 pb została przegłosowana dzięki stanowisku Marka Belki. Razem z nim za głębszym cięciem stóp opowiedzieli się Andrzej Bratkowski, Elżbieta Chojna-Duch, Anna Zielińska-Głębocka oraz Jerzy Hausner. Co ciekawe, w marcu na posiedzeniu RPP pojawiła się Zyta Gilowska (pierwszy raz w tym roku). W kwietniu nie został nawet zgłoszony wniosek o obniżkę przez najbardziej gołębih członków, co wynikało zapewne z chęci utrzymania spójności komunikacji po marcowej decyzji (konieczność poczekania na kolejne dane, które będą determinowały perspektywy dla inflacji). W sumie, nie wydaje nam się, aby ostatnie wyniki głosowań oraz wypowiedzi jej członków wskazywały na dużą chęć do dalszych bardzo wyraźnych obniżek stóp. Najwyraźniej, uczestnicy rynku uważają, że ta chęć wcześniej czy później się pojawi na skutek informacji płynących z gospodarki (urzędu statystycznego).

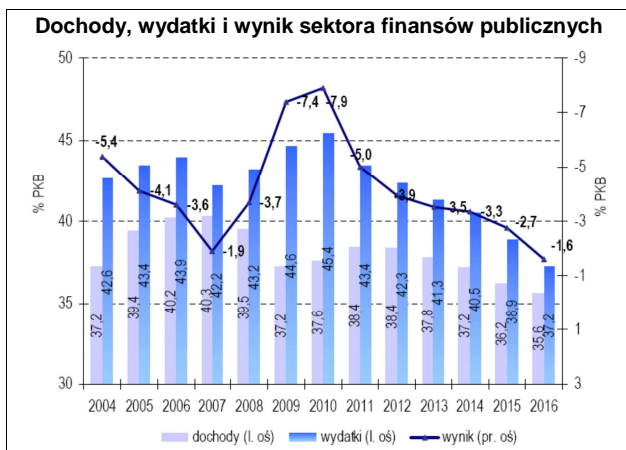
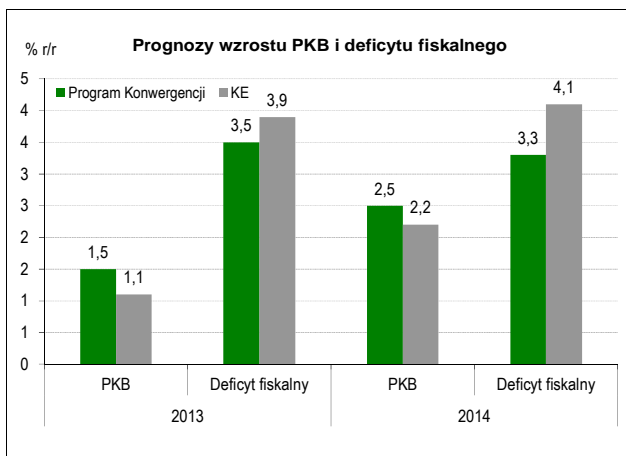
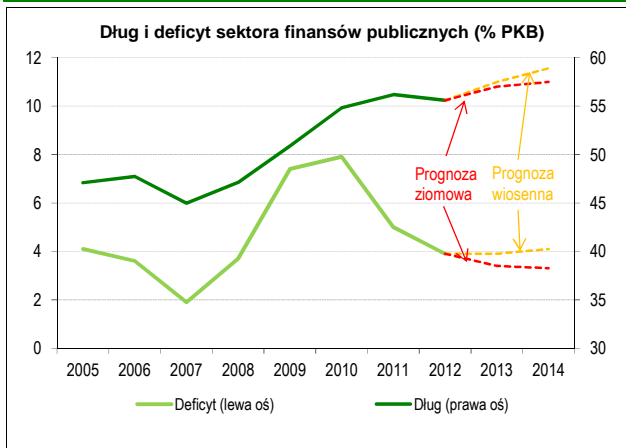
Przestrzeń skonsumowana. Jak duża będzie kolejna?

Jak napisaliśmy na poprzedniej stronie, Rada w maju stwierdziła, że na skutek nowych informacji, należało dokonać korekty marcowego ruchu (RPP obniżyła wówczas stopy o 50pb ogłaszając „dopełnienie” cyklu). Na konferencji podkreślono, że nie jest to początek nowego cyklu. Można jednak przypuszczać, że dane, które przed nami nie zmieniają istotnie bilansu czynników ryzyka (a jeśli zmieniają, to w stronę „gołębią”). Co za tym idzie, majowa „korekta” nie będzie ostatnią. Szczególnie, że niektórzy członkowie RPP dość dużą wagę przywiązują do bieżącego wskaźnika inflacji. Nawet Prezes Belka podczas konferencji prasowej mówiąc o wysokim poziomie realnej stopy procentowej w Polsce użył miernika dostosowującego stopę nominalną bieżącym wskaźnikiem inflacji. Fakt, że nazwał taką miarę „prymitywną” niewiele zmienia. Brak wyraźnego ożywienia w najbliższych wskaźnikach oraz roczny wskaźnik inflacji ocierający się wręcz o poziom zero, może stworzyć dalszą przestrzeń do obniżek, którą RPP postanowi „skonsumować”. Tak długo jednak, jak nie będziemy mówić o jakiejś zasadniczej zmianie scenariusza makroekonomicznego (stagnacja gospodarcza oraz brak wzrostu inflacji również w drugiej połowie roku i w prognozach na 2014), to nie wydaje nam się, aby wycena skali obniżek przez rynek była właściwa. Nawet jeśli w czerwcu i lipcu dojdzie do kolejnych obniżek 25 pkt bazowych, to w sierpniu RPP robi sobie wakacje od decyzyjnych posiedzeń, a we wrześniu będą już dostępne dane za początek III kwartału, kiedy to wskaźniki ekonomiczne i inflacji będą pokazywały pewne odbicie. Czasu na obniżki może nie być więc na tyle dużo, aby dostarczyć tyle redukcji stóp ile wycenia obecnie rynek.

Ważna struktura wzrostu

Podczas konferencji prasowej Prezes NBP dużo uwagi poświęcił niepewności dotyczącej tempa i skali ewentualnego ożywienia gospodarczego, a także tego, że ważna jest jego struktura. Dał do zrozumienia, że Rada wprawdzie spodziewa się, że polska gospodarka dalej zwalniać nie powinna, ale de facto skala przewidywanej poprawy tempa rozwoju będzie niewielka. Co więcej, zdaniem Belki ważniejsza jest struktura tworzenia PKB, która jest niepokojąca, ponieważ „nie sądzimy, by polska gospodarka mogła przez dłuższy czas lecieć na jednym silniku, jakim jest eksport netto”. Naszym zdaniem, pozytywna kontrybucja eksportu netto pozostanie dodatnia do połowy 2014 roku.

Pod lupą: polityka fiskalna



	Spread vs Bundly (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	10.05	zmiana od 10.04.12	zmiana od 31.12.12	10.05	zmiana od 10.04.12	zmiana od 31.12.12
Polska	174	-47	-67	77	-7	-3
Czechy	17	-33	-37	57	-3	-6
Węgry	386	-75	-106	268	-45	-1
Grecja	832	-167	-221	0	0	0
Hiszpania	285	-48	-115	226	-36	-62
Irlandia	212	-52	-107	155	-22	-61
Portugalia	410	-101	-159	332	-79	-105
Włochy	255	-46	-67	236	-31	-38
Niemcy	-	-	-	34	1	-5

Deficyt sektora finansów publicznych powyżej oczekiwań...

▪ Deficyt sektora finansów publicznych wg ESA95 w 2012 r. obniżył się do 3,9% PKB z 5,0% PKB w 2011 r. Zacieśnienie polityki fiskalnej wynikało głównie z nadwyżki w sektorze ubezpieczeń społecznych oraz niższego deficytu sektora samorządowego. Jak napisano w raporcie Komisji Europejskiej (KE) wyższy od oczekiwań odczyt wynikał z czynników niezależnych od polityki fiskalnej, głównie ze spowolnienia wzrostu gospodarczego.

▪ Mimo zacieśnienia fiskalnego Polska nie wypełniła rekomendacji KE, a więc procedura nadmiernego deficytu zostanie utrzymana. Najnowsze prognozy Komisji dotyczące deficytu i długu sektora finansów publicznych zostały podwyższone w porównaniu ze styczniowymi. Wskazują one, że w latach 2013-2014 deficyt sektora będzie kształtował się blisko 4% PKB (średnio) wobec odpowiednio 3,4% i 3,3 % przewidywanych wcześniej. Natomiast dług w relacji do PKB wzrośnie do 57,5% w 2013 i 58,9% w 2014 (wobec odpowiednio 57% i 57,5%).

▪ 29 maja Komisja Europejska przedstawi rekomendacje dla poszczególnych krajów unijnych. Nieoficjalne źródła wskazują, że Komisja może wydłużyć Polsce o rok termin obniżenia deficytu finansów publicznych do poziomu referencyjnego (tj. 3% PKB). Wcześniej KE rekomendowała Polsce redukcję deficytu do 2012 r.

... MF wciąż zdeterminowane w ograniczaniu deficytu

▪ Kwietniowe uaktualnienie programu konwergencji wskazuje na to, że rząd zamierza kontynuować ograniczanie deficytu i długu sektora finansów publicznych. Jednakże ścieżka zejścia deficytu do poziomu referencyjnego (czyli 3% PKB) została wydłużona do 2015 r. (spadek do 2,7%). Warto zwrócić uwagę, że Ministerstwo Finansów już w tym roku zakłada obniżenie deficytu sektora do 3,5% PKB, co oznaczałoby możliwość zdjęcia procedury nadmiernego deficytu w 2014 r. W naszej ocenie jest to założenie realne, choć widzimy ryzyko wyższego odczytu.

▪ Wg resortu finansów deficyt sektora finansów publicznych pozostaje pod kontrolą. W ujęciu nominalnym deficyt w latach 2013-2016 powinien pozostać w trendzie spadkowym.

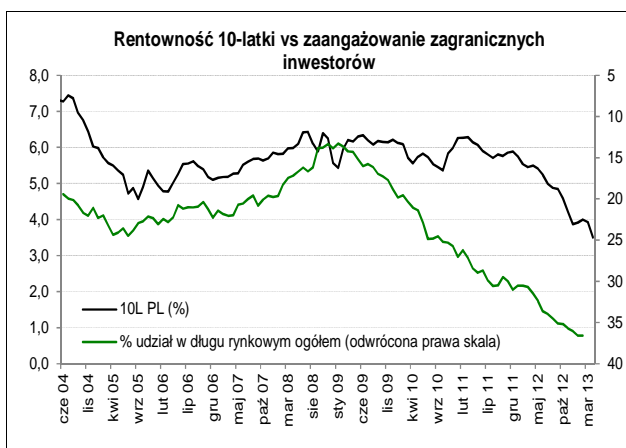
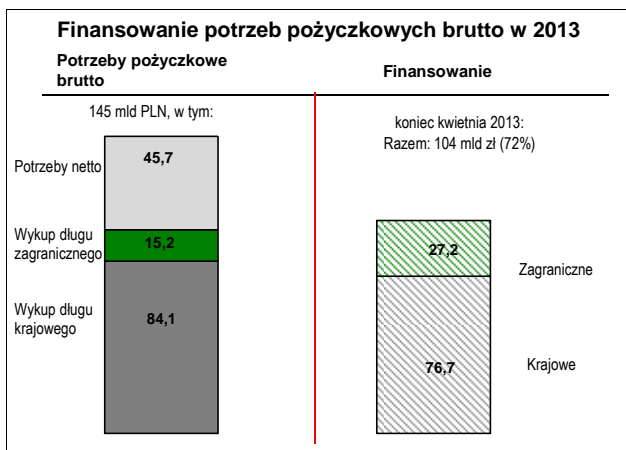
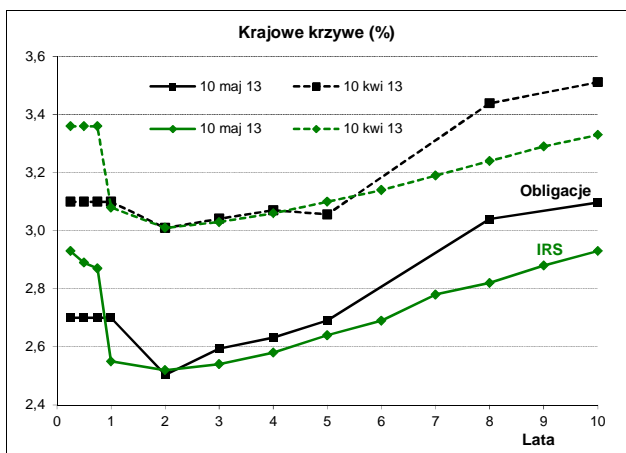
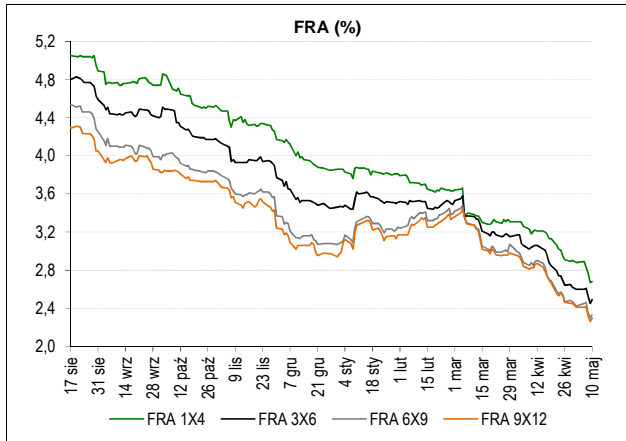
▪ Odnosząc się do długu sektora finansów publicznych resort finansów jest bardziej optymistyczny niż Komisja Europejska co do jego ścieżki. W programie konwergencji założono, iż po wzroście długu w 2013 r. do 55,8% PKB, w kolejnych latach relacja ta powinna stopniowo się obniżać do 54,5% PKB w 2016 r. Bardziej optymistyczna prognoza resortu wynika z przyjęcia założenia o wdrożeniu kolejnego etapu konsolidacji zarządzania płynnością jednostek sektora finansów publicznych, co wpłynie na ograniczenie potrzeb pożyczkowych netto.

EBC wsparł pozytywne nastroje na rynkach długu

▪ Słabsze dane makroekonomiczne (zarówno w Europie, jak i w USA) oraz nadzieje na dalsze wsparcie ze strony banków centralnych (umocnienie oczekiwań na redukcję stóp przez EBC) wsparły rynki obligacyjne. Dodatkowym czynnikiem wspierającym pozytywne nastroje było utworzenie większościowego rządu we Włoszech, co rozwiązywało trwający od połowy lutego pał polityczny w tym kraju. W konsekwencji rentowność 10-letniego Bunda spadła nieco poniżej 1,20%, a rentowność włoskiej 10-latką poniżej 4% (po raz pierwszy od końca 2010). To spowodowało znaczny spadek premii za ryzyko dla krajów peryferyjnych.

▪ Zgodnie z oczekiwaniami EBC obniżył stopy o 25 pb w maju. Dodatkowo, nie wykluczył możliwości obniżenia stopy depozytowej poniżej zera. W efekcie po silnym umocnieniu nastąpiło nieznaczna korekta na wszystkich rynkach obligacyjnych. Niepewność co do odbicia gospodarczego powinna wciąż wspierać rynki dłużne.

Rynek stopy procentowej



Źródło: Reuters, MF, BZ WBK

Rynek agresywnie wycenia kolejne redukcje stóp

W kwietniu spadek stawek WIBOR był kontynuowany i był efektem zarówno gwałtownych wypowiedzi członków RPP (głównie Hausnera), jak i słabych danych makroekonomicznych, które wzmocniły oczekiwania na kolejne redukcje stóp. W konsekwencji na koniec miesiąca stawki WIBOR od 3 miesięcy do roku znajdowały się tylko nieco powyżej 3%. Poziom ten został przełamany po majowej decyzji RPP obniżającej stopy o 25 pb.

Napływające informacje z gospodarki realnej spowodowały znaczący spadek stawek FRA. Stawki te, podobnie jak i OIS, na koniec kwietnia wyceniały redukcje stóp o 100 pb. Po majowej decyzji RPP rynek dostosował swoje oczekiwania do sytuacji rynkowej i obecnie wycenia redukcje stóp o łącznie ok. 75 pb do końca lipca. W perspektywie 6 miesięcy inwestorzy dyskontują, że stopa refinansowa zostanie obniżona do 2,25%.

Napływające dane za kwiecień (wciąż słabe dane z gospodarki realnej, kontynuacja spadku inflacji CPI) mogą ponownie wzmocnić oczekiwania na dalsze redukcje stóp, a nawet przyczynić się do zmiany oczekiwań co do przyszłych obniżek. Najbliższe tygodnie mogą więc przynieść dalszy stopniowy spadek WIBOR oraz stabilizację stawek FRA przy bieżących niskich poziomach (a nawet ich spadek gdy rynek zacznie wyceniać głębsze cięcia niż obecnie).

Rentowności i stawki IRS niżej, coraz niżej ...

Kwiecień przyniósł kontynuację umocnienia na rynku IRS i obligacji. Wspieraniem dla rynku były m.in. oczekiwania na kolejne redukcje stóp, ekspansywna polityka światowych banków centralnych (głównie Banku Japonii). W skali miesiąca krzywa IRS przesunęła się równolegle w dół (średnio o ok. 49 pb), podczas gdy zmiany na krzywej obligacyjnej były bardziej zróżnicowane i wyniosły 54-67 pb, w tym największy spadek dotyczył sektora 10Y.

Utrzymuje się wciąż relatywnie silny napływ kapitału zagranicznego. Na koniec marca zaangażowanie zagranicznych inwestorów osiągnęło 205,3 mld zł, najwyższy poziom w historii. Trend wzrostowy utrzymuje się od początku 2009 r. Co więcej, dzięki napływowi kapitału zagranicznego na koniec kwietnia potrzeby pożyczkowe zostały już sfinansowane w 72%.

Początek maja przyniósł dalszy znaczący spadek rentowności obligacji i stawek IRS, który pogłębił się po decyzji RPP. IRS i rentowności obligacji osiągnęły nowy historyczne minima. Stawki IRS do 10 lat znajdują się poniżej 3%, gdy rentowność obligacji 10-letniej zbliżyła się do 3%. Wspieraniem dla rynku okazały się wyniki pierwszej w tym miesiącu aukcji nowej 5-latkki. Popyt zarówno ze strony krajowych, jak i zagranicznych inwestorów przekroczył 9 mld zł, co umożliwiło resortowi finansów uplasowanie PS0718 z rekordowo niską rentownością (2,55%).

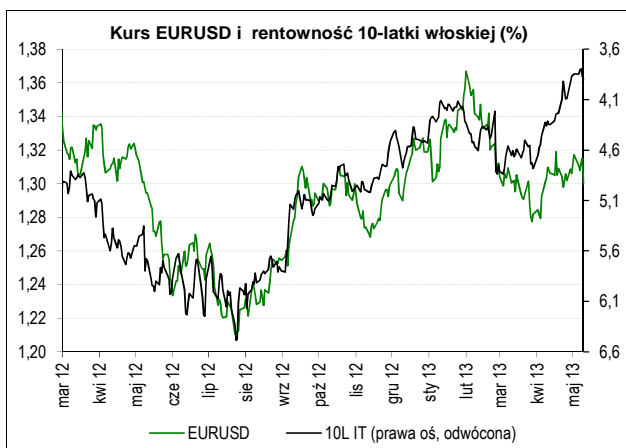
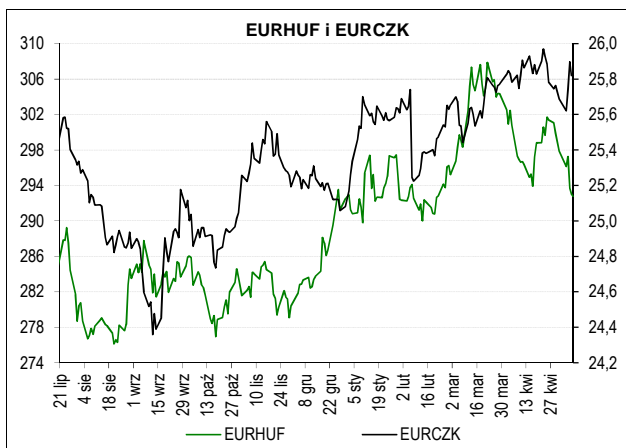
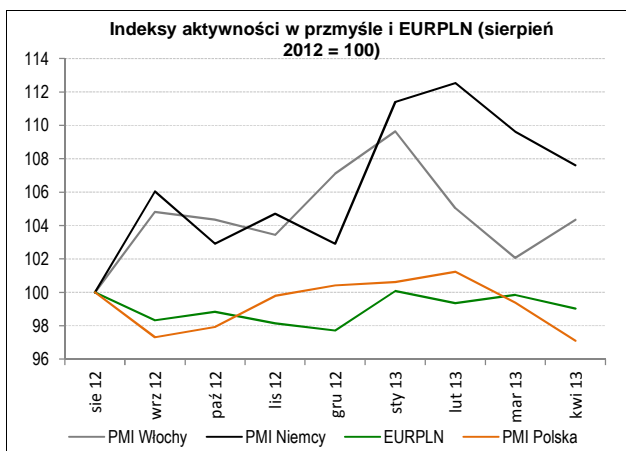
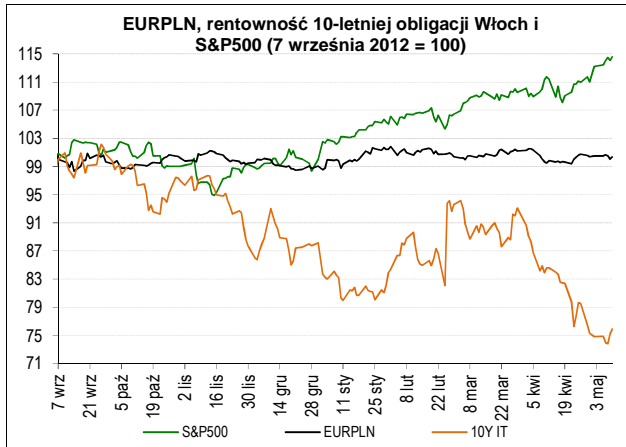
..dane makro wciąż wspierają trend spadkowy

W najbliższych tygodniach spodziewamy się, że rentowności i stawki IRS będą oscylować blisko minimalnych poziomów. Napływające dane makro za kwiecień będą wspierały oczekiwania na kolejną redukcję stóp NBP, dlatego też korekta będzie raczej krótkotrwała.

Środek i długi koniec krzywej pozostaną pod silnym wpływem sytuacji na rynkach bazowych. Ostatnie tygodnie przyniosły dość znaczące zawężenie spreadu do Bundów. W naszej ocenie, miejsce do dalszego spadku tego spreadu jest dość ograniczone (w szczególności dla sektora 10 lat).

Zachowanie się inwestorów na rynku IRS wskazuje, że inwestorzy dyskontują stagnacyjny scenariusz dla Polski oraz stabilne stopy procentowe w dłuższej perspektywie. W naszej ocenie, druga połowa tego roku powinna przynieść umiarkowane ożywienie aktywności gospodarczej, a inflacja CPI zacznie stopniowo rosnąć. W efekcie może to dać impuls do wzrostu rentowności i stawek IRS głównie na dłuższym końcu krzywych w dalszej części roku.

Rynek walutowy

**EURPLN na chwilę poniżej 4,12, ale nadal bez przełomu...**

Umocnienie złotego zanotowane na początku kwietnia po tym jak Bank Japonii zwiększył skalę pieniężnej stymulacji tamtejszej gospodarki zostało dość szybko prawie całkowicie zniwelowane. Wstępne kwietniowe PMI dla przemysłu Niemiec oraz strefy euro były znacznie gorsze od oczekiwań, co zainicjowało osłabienie krajowej waluty. Na niekorzyść złotego działała również obniżona płynność w długi, majowy weekend. W rezultacie, EURPLN był na chwilę na poziomie prawie 4,18. Do odrobienia części strat w dużym stopniu przyczyniła się sugestia Mario Draghiego o tym, iż EBC jest technicznie przygotowany do obniżenia stopy depozytowej poniżej 0% jeśli zajdzie taka potrzeba. Dzięki temu, złoty umocnił się na chwilę do ok. 4,12 za euro. Podobnie jak w ostatnich miesiącach, tak i tym razem minione tygodnie można podsumować jako okres, który nie spowodował przełomowych zmian w notowaniach złotego w relacji do głównych walut.

... tak jak w krajowej gospodarce

Pierwszy wykres po lewej pokazuje, że podczas gdy w notowaniach EURPLN od przełomu sierpnia i września 2012 panuje tendencja boczna, na zagranicznych rynkach można było w tym czasie zaobserwować silne kierunkowe trendy. Amerykańskie indeksy giełdowe osiągają kolejne rekordy, a rentowności na peryferiach strefy euro dalej spadają. Niewielki wpływ na złotego mają też notowania węgierskiego forinta i czeskiej korony. Od III kw. waluty te systematycznie osłabiają się do euro, tendencja ta jest szczególnie widoczna w przypadku EURCZK (wzrósł on z 24,32 na początku września 2012 do prawie 26,0 – blisko tego poziomu waha się obecnie). Widać więc, że złoty zarówno nie zyskuje w przypadku trwałych tendencji aprecjacyjnej ryzykownych aktywów, jak też pozostaje relatywnie odporny na niekorzystne czynniki w regionie.

▪ Drugi wykres pokazuje, że od sierpnia 2012 dynamika zmian nastrojów nt. kondycji krajowej gospodarki – mierzona indeksem PMI – prezentowała się słabiej, niż na zachodzie Europy. W Polsce nie odczuliśmy zbyt wyraźnie wzrostu nadziei na szybsze odbicie gospodarcze i mógł to być czynnik powodujący, że złoty pozostał tylko stabilny i nie korzystał – tak mocno jak obligacje – na oczekiwaniach rynku na ekspansywną politykę światowych banków centralnych.

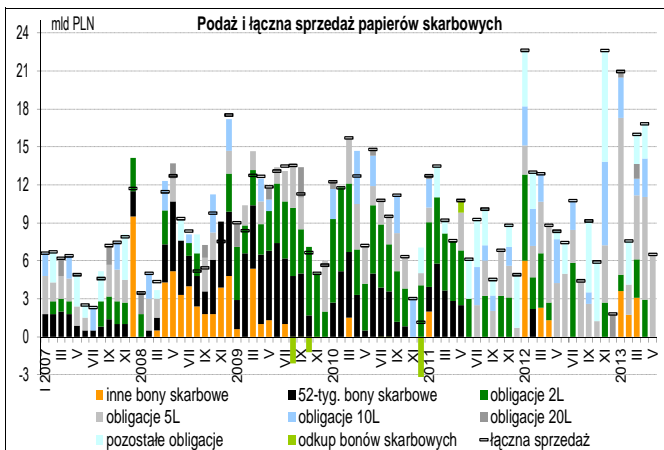
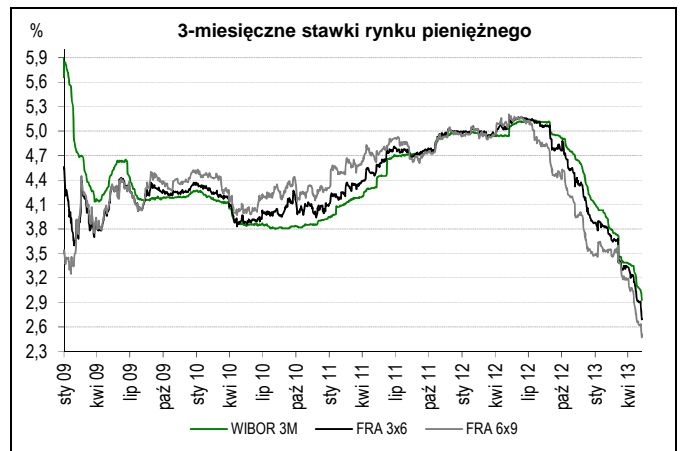
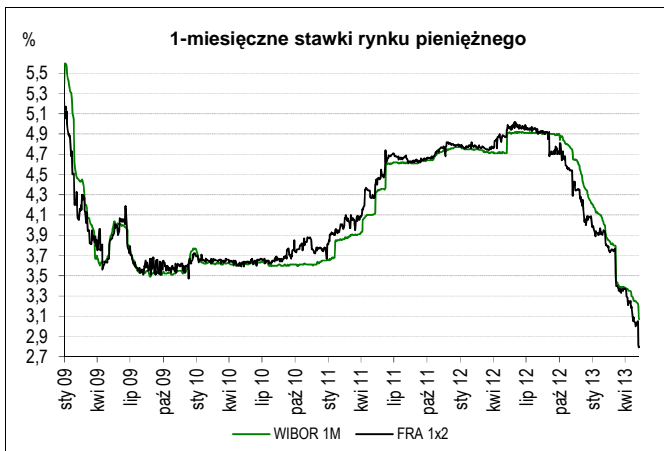
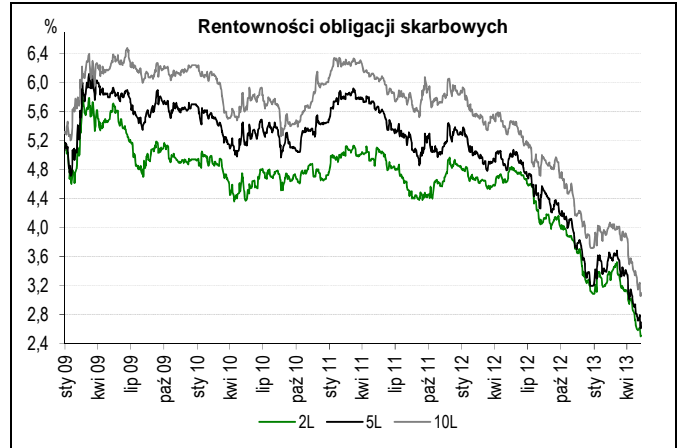
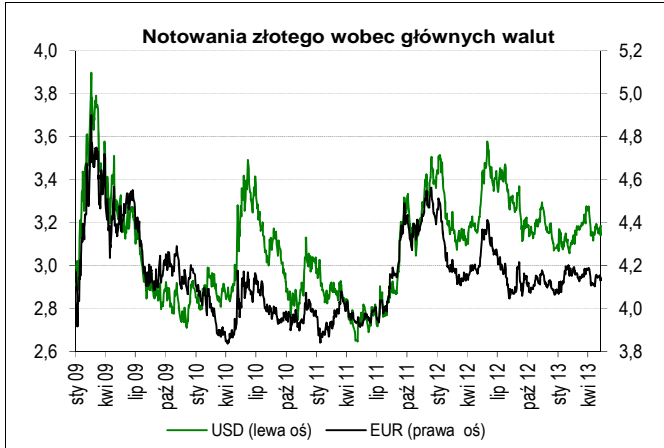
▪ Spodziewamy się, że kolejne dane pokażą raczej znany obraz krajowej gospodarki – spadającą inflację i słabość przemysłu. Z tego powodu nie widzimy zbyt dużej przestrzeni do umocnienia złotego. Spodziewamy się, że średni EURPLN wyniesie w maju 4,13 z lekkim ryzykiem w górę dla tej prognozy. Nawet jeśli kolejne dane z kraju oraz zagranicy potwierdzą przedłużającą się stagnację w gospodarce, potencjał do osłabienia złotego będzie ograniczony przez notowania krajowych obligacji (zyskujących w oczekiwaniu na dalsze luzowanie polityki pieniężnej). Nie spodziewamy się trwałego wzrostu EURPLN powyżej 4,18.

Euro pod presją obaw o cięcie stopy depozytowej przez EBC

▪ Wspólna waluta tylko na chwilę umocniła się do dolara (kurs w pierwszych dniach maja osiągnął 1,324 – najwyższy od lutego br.). W kolejnych tygodniach ciążyły jej słowa prezesa EBC, który w trakcie konferencji prasowej po posiedzeniu banku centralnego powiedział, iż technicznie jest możliwe obniżenie stopy depozytowej poniżej 0%. W rezultacie, EURUSD przebił 200-dniową średnią kroczącą osiągnął ok. 1,294. Od połowy kwietnia kurs waha się dynamicznie w szerokim przedziale 1,294-1,324.

▪ W trakcie miesiąca zniknął jeden czynnik wywierający presję na euro – Włochy wreszcie mają nowego premiera – pojawił się za to kolejny: brak oznak oczekiwanego obniżenia w gospodarce. Dane ze strefy euro mogą być w tym miesiącu szczególnie ważne, a w przypadku kolejnych rozczarowań – szczególnie jeśli towarzyszyć będą im kolejne sygnały poprawy w USA – nasza prognoza EURUSD na koniec maja na poziomie ok. 1,315 może być zbyt optymistyczna.

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych w 2012/2013 r. (mln zł)

Data przetargu	OFERTA	POPYT / SPRZEDAŻ
09.01.2012	49-tyg.: 1000-2000	5402/2223
30.01.2012	30-tyg.: 1000-2000	3249/1997
30.01.2012	51-tyg.: 1000-2000	4225/1592
27.02.2012	52-tyg.: 1000-2000	6711/2190
26.03.2012	52-tyg.: 1000-3000	5402/2223
23.04.2012	31-tyg.	3117/1332
07.01.2013	20-tyg.: 2000-3000	10967/3602
04.02.2013	20-tyg.: 1000-2000	7728/1747
04.03.2013	25-tyg.: 2000-3000	7324/3084

* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

Przetargi obligacji skarbowych w 2012/2013 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg				Przetarg zamiany		
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzed	data	obligacje	sprzedaż
Maj '12	10.05	DS1021/WZ0429	2000-4000	4092,3	16.05	PS0417	2000-4000	4248,4	14.06	OK0712/OK1012	WZ/IZ
czerwiec	20.06	PS0417	2000-4000	4973,7					5.07	OK0712/OK1012	PS0417/DS1021
lipiec	19.07	OK0714	2000-5000	5842,1							
sierpień	1.08	PS0417	2000-4000	4410,5							
wrzesień	19.09	WZ/DS/IZ	2000-4000	3458,8					5.09	OK1012/OK0113	WZ0117/PS0417
październik	4.10	WZ/PS	3000-5000	5900,9	23.10	OK0714/DS1023	5000-9000	7840,5			
listopad	8.11	PS0418	2000-4000	4526,3					21.11	OK0113/PS0413	DS/WZ
grudzień									6.12	OK0113/PS0413	WS
Styczeń '13	3.01	DS1023/WS0429	3000-5000	3664,3	23.01	OK0715/PS0418	6000-9000	13693,8			
luty	7.02	PS0418/WZ0117	4000-6000	5806,5	13.02	OK0715/WZ0124	3000-5000	4584,7			
marzec	20.03	OK/PS/WZ	2000-6000	8080,6					7.03	PS0413/OK0713/DS1013	DS/WS/WZ
kwiecień	11.04	DS1023/WZ0124	3000-5000	5029,1	23.04	OK/WZ/PS	5000-10000	11788,6			
maj	9.05	PS0718	3500-5500	6498,0	16.05	DS/WZ/WS	2000-6000				

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja zwykła, *** oferta/sprzedaż

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
13 maja US: Sprzedaż detaliczna (IV)	14 PL: Przyspieszony PKB (I kw.) PL: Podaż pieniądza (IV) EZ: Produkcja przemysłowa (III) DE: Indeks ZEWO (IV)	15 PL: CPI (IV) PL: Bilans płatniczy (III) DE: Wstępny PKB (I kw.) EZ: Wstępny PKB (I kw.) US: Produkcja przemysłowa (IV)	16 PL: Inflacja bazowa (IV) EZ: HICP (IV) US: Rozpoczęte budowy domów (IV) US: Pozwolenia na budowę domów (IV) US: Indeks Philly Fed (V)	17 US: Wstępny Michigan (V)
20 PL: Płace i zatrudnienie (IV)	21 PL: Produkcja przemysłowa (IV) PL: PPI (IV)	22 US: Sprzedaż domów (IV)	23 PL: Minutes RPP CN: Wstępny PMI – przemysł (VI) DE: Wstępny PMI – przemysł (VI) EZ: Wstępny PMI – przemysł (VI) GB: Drugi szacunek PKB (I kw.) US: Sprzedaż nowych domów (IV)	24 PL: Sprzedaż detaliczna i stopa bezrobocia (IV) DE: Indeks Ifo (V) US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (IV)
27	28 S&P/Case-Shiller (III) US: Indeks nastrojów konsumentów (V)	29 PL: PKB (I kw.)	30 US: Drugi szacunek PKB (I kw.) US: Niezakończona sprzedaż domów (IV)	31 PL: Oczekiwania inflacyjne (V) EZ: Wstępny HICP (V) US: Dochody osobiste (IV) US: Wydatki konsumentów (IV) US: Bazowy PCE (IV) US: Indeks Michigan (V)
3 czerwca PL: PMI – przemysł (V) DE: PMI – przemysł (V) EZ: PMI – przemysł (V) US: ISM – przemysł (V) CN: PMI – przemysł (IV)	4 CZ: Wstępny PKB (I kw.) US: Bilans handlowy (IV)	5 PL: Decyzja RPP DE: PMI – usługi (V) EZ: PMI – usługi (V) EZ: Rewizja PKB (I kw.) US: Raport ADP (V) US: ISM – usługi (V)	6 GB: Decyzja BoE EZ: Decyzja EBC	7 DE: Eksport (IV) DE: Produkcja przemysłowa (IV) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (V) US: Stopa bezrobocia (V)
10 CZ: CPI (V) EZ: Indeks Sentix (VI)	11 HU: CPI (V)	12 EZ: Produkcja przemysłowa (IV)	13 PL: CPI (V) US: Sprzedaż detaliczna (V)	14 PL: Podaż pieniądza (V) PL: Inflacja bazowa (V) EZ: HICP (V) US: Produkcja przemysłowa (V) US: Wstępny Michigan (VI)
17 PL: Bilans płatniczy (IV)	18 PL: Płace i zatrudnienie (V) DE: Indeks ZEWO (VI) US: CPI (V) US: Rozpoczęte budowy domów (V) US: Pozwolenia na budowę domów (V)	19 PL: Produkcja przemysłowa (V) PL: PPI (V) US: Decyzja Fed	20 PL: Minutes RPP DE: Wstępny PMI – przemysł (VI) EZ: Wstępny PMI – przemysł (VI) CN: Wstępny PMI – przemysł (VI) US: Sprzedaż domów (V) US: Indeks Philly Fed (VI)	21

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

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2013 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie EBC	10	7	7	4	2	6	4	1	5	2	7	5
Posiedzenie RPP	8-9	5-6	5-6	9-10	7-8	4-5	2-3	20	3-4	1-2	5-6	3-4
Minutes RPP	24	21	21	25	23	20	-	22	19	17	21	19
PKB*	-	-	1	-	29	-	-	30	-	-	29	-
Inflacja CPI	15	15 ^a	14 ^b	15	15	13	15	14	13	15	14	13
Inflacja bazowa	16	-	15	16	16	14	16	16	16	16	15	16
Ceny producenta	18	19	19	18	21	19	17	20	18	17	21	18
Produkcja przemysłowa	18	19	19	18	21	19	17	20	18	17	21	18
Sprzedaż detaliczna	24	25	22	23	24	-	-	-	-	-	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	18	18	18	17	20	18	16	19	17	16	19	17
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	2	-	28	-	-	28	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	18	12	14	15	15	17	12	-	-	-	-	-
Podaż pieniądza	14	14	14	12	14	14	12	-	-	-	-	-
Wskaźniki koniunktury	22	21	22	22	22	21	22	23	20	22	22	20

*dane kwartalne; ^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty. Źródło: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		kwi 12	maj 12	cze 12	lip 12	sie 12	wrz 12	paź 12	lis 12	gru 12	sty 13	lut 13	mar 13	kwi 13	maj 13
PMI	pkt.	49,2	48,9	48,0	49,7	48,3	47,0	47,3	48,2	48,5	48,6	48,9	48,0	46,9	50,2
Produkcja przemysłowa	% r/r	2,6	4,2	1,0	5,2	0,2	-4,8	4,7	-0,5	-9,6	0,4	-2,1	-2,9	2,0	0,0
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	7,8	5,6	-5,2	-8,7	-5,1	-17,9	-3,6	-5,4	-24,9	-16,1	-11,4	-18,5	-14,5	-21,6
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	5,5	7,7	6,4	6,9	5,8	3,1	3,3	2,4	-2,5	3,1	-0,8	0,1	-0,2	-0,6
Stopa bezrobocia	%	12,9	12,6	12,3	12,3	12,4	12,4	12,5	12,9	13,4	14,2	14,4	14,3	14,0	13,6
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	3,4	3,8	4,3	2,4	2,7	1,6	2,8	2,7	2,4	0,4	4,0	1,6	1,5	1,8
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	0,3	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-1,0
Eksport (w euro)	% r/r	2,4	-1,6	0,6	10,9	4,8	0,7	17,7	9,2	-2,1	7,1	3,2	0,0	5,5	4,1
Import (w euro)	% r/r	-3,3	-2,0	-5,3	3,3	-2,1	-1,8	9,2	4,6	-1,8	1,0	-8,8	-4,6	2,4	-1,7
Bilans handlowy	mln EUR	-420	-846	-372	-389	-109	57	286	-249	-1 154	-8	602	66	-62	-138
Rachunek bieżący	mln EUR	-655	-454	-1 092	-973	-868	-1 448	-743	-1 495	-1 235	-1 688	-854	146	-519	-317
Rachunek bieżący	% PKB	-4,9	-4,9	-4,6	-4,4	-4,1	-4,1	-3,7	-3,7	-3,5	-3,4	-3,3	-3,1	-3,0	-3,0
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-24,8	-27,0	-21,1	-24,3	-22,9	-21,1	-34,1	-30,4	-30,4	-8,4	-21,7	-24,4	-30,1	-29,5
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	70,9	77,1	60,2	69,6	65,5	60,4	97,5	86,9	86,9	23,7	60,9	68,6	84,5	83,0
Inflacja (CPI)	% r/r	4,0	3,6	4,3	4,0	3,8	3,8	3,4	2,8	2,4	1,7	1,3	1,0	0,6	0,4
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,7	2,3	2,3	2,3	2,1	1,9	1,9	1,7	1,4	1,4	1,1	1,0	0,8	0,6
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	4,4	5,2	4,4	3,6	3,0	1,8	1,0	-0,1	-1,1	-1,2	-0,3	-0,6	-1,6	-2,2
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	10,2	11,1	11,0	11,0	9,8	7,6	8,0	5,7	4,5	4,4	5,5	6,6	7,0	5,9
Zobowiązania	% r/r	10,0	10,8	10,4	10,9	9,5	7,9	8,1	5,8	4,7	5,0	5,2	6,5	7,0	5,9
Należności	% r/r	13,4	13,1	10,7	7,5	7,1	5,4	5,4	2,3	2,3	3,7	3,8	3,6	3,7	2,9
EUR/PLN	PLN	4,18	4,30	4,30	4,19	4,09	4,14	4,11	4,13	4,10	4,14	4,17	4,16	4,14	4,13
USD/PLN	PLN	3,17	3,36	3,43	3,41	3,30	3,22	3,17	3,22	3,12	3,11	3,12	3,21	3,18	3,15
CHF/PLN	PLN	3,47	3,58	3,58	3,49	3,41	3,42	3,40	3,43	3,39	3,37	3,39	3,39	3,39	3,36
Stopa referencyjna ^b	%	4,50	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,50	4,25	4,00	3,75	3,25	3,25	3,00
WIBOR 3M	%	4,94	5,05	5,12	5,13	5,10	4,95	4,82	4,62	4,26	4,03	3,80	3,48	3,29	2,92
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,58	4,75	4,75	4,64	4,58	4,53	4,42	4,14	3,94	3,62	3,56	3,30	3,06	2,60
Rentowność obligacji 2L	%	4,67	4,77	4,71	4,46	4,12	4,09	3,94	3,66	3,23	3,25	3,36	3,26	2,89	2,55
Rentowność obligacji 5L	%	4,97	4,97	4,85	4,58	4,43	4,28	4,12	3,78	3,35	3,46	3,56	3,46	3,03	2,65
Rentowność obligacji 10L	%	5,50	5,41	5,24	4,99	4,88	4,85	4,59	4,21	3,87	3,91	4,00	3,93	3,50	3,15

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

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2010	2011	2012	2013	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13
PKB	mld PLN	1 416,6	1 523,2	1 595,3	1 624,8	370,1	389,1	393,8	442,2	380,2	393,7	398,5	452,4
PKB	% r/r	3,9	4,5	1,9	1,2	3,5	2,3	1,3	0,7	0,8	0,9	1,2	1,9
Popyt krajowy	% r/r	4,6	3,6	-0,2	-0,4	2,2	-0,4	-0,8	-1,6	-1,5	-0,5	-0,1	0,2
Spożycie indywidualne	% r/r	3,2	2,6	0,8	0,9	1,7	1,3	0,2	-0,2	0,5	0,8	1,0	1,4
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-0,4	8,5	-0,8	-2,6	6,8	1,4	-1,7	-4,1	-5,5	-4,0	-2,0	-1,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	9,0	7,7	1,0	1,7	4,7	2,6	-0,3	-3,0	-2,0	1,7	1,4	5,0
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	4,6	12,3	-1,0	-15,5	13,6	2,0	-11,0	-12,7	-15,6	-17,1	-15,5	-14,0
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	6,1	11,2	6,0	1,2	12,6	6,5	5,3	0,9	0,9	0,3	1,4	2,1
Stopa bezrobocia ^b	%	12,4	12,5	13,4	13,9	13,3	12,3	12,4	13,4	14,3	13,4	13,3	13,9
Place brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	3,9	5,2	3,7	2,0	5,2	3,9	2,8	2,9	2,6	2,5	2,1	2,7
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	-0,2	0,6	0,0	-0,8	0,2	0,2	-0,1	-0,4	-0,6	-0,7	-0,6	-0,3
Eksport (w euro)	% r/r	22,8	12,1	4,6	6,2	4,1	0,4	5,0	8,9	3,4	5,0	6,0	10,0
Import (w euro)	% r/r	24,9	12,2	1,1	2,0	4,3	-3,5	-0,4	4,3	-4,1	1,5	4,0	6,5
Bilans handlowy	mln EUR	-8 893	-10 059	-5 313	671	-2 115	-1 640	-445	-1 113	660	-414	277	147
Rachunek bieżący	mln EUR	-18 129	-17 977	-13 480	-7 449	-4 515	-2 203	-3 285	-3 477	-2 426	-1 118	-1 871	-2 033
Rachunek bieżący	% PKB	-5,1	-4,9	-3,5	-1,9	-5,1	-4,6	-4,1	-3,5	-3,0	-2,6	-2,3	-1,9
Wynik general government	% PKB	-7,9	-5,0	-3,9	-3,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2,6	4,3	3,7	0,9	4,1	4,0	3,9	2,9	1,3	0,4	0,7	1,2
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	3,1	4,6	2,4	1,3	3,9	4,3	3,8	2,4	1,0	0,2	1,0	1,3
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	1,6	2,4	2,2	1,0	2,5	2,5	2,1	1,7	1,2	0,7	1,0	1,3
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,1	7,6	3,4	-1,4	6,1	4,7	2,8	-0,1	-0,7	-1,9	-1,5	-1,4
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	8,8	12,5	4,5	2,5	9,1	11,0	7,6	4,5	6,6	5,9	5,4	2,5
Zobowiązania ^b	% r/r	9,1	11,7	4,7	2,3	8,5	10,4	7,9	4,7	6,5	5,9	5,2	2,3
Należności ^b	% r/r	9,2	14,4	1,2	3,7	12,8	10,7	5,4	2,3	3,6	4,5	5,5	1,2
EUR/PLN	PLN	3,99	4,12	4,19	4,13	4,23	4,26	4,14	4,11	4,16	4,13	4,13	4,10
USD/PLN	PLN	3,02	2,96	3,26	3,11	3,23	3,32	3,31	3,17	3,15	3,15	3,09	3,04
CHF/PLN	PLN	2,90	3,34	3,47	3,35	3,50	3,55	3,44	3,40	3,38	3,37	3,33	3,31
Stopa referencyjna ^b	%	3,50	4,50	4,25	2,75	4,50	4,75	4,75	4,25	3,25	2,75	2,75	2,75
WIBOR 3M	%	3,94	4,54	4,91	3,14	4,97	5,04	5,06	4,57	3,77	3,02	2,79	3,00
Rentowność bonów 52-tyg.	%	3,96	4,51	4,48	2,95	4,50	4,69	4,58	4,16	3,49	2,76	2,67	2,88
Rentowność obligacji 2L	%	4,72	4,81	4,30	2,84	4,66	4,71	4,22	3,61	3,29	2,67	2,62	2,78
Rentowność obligacji 5L	%	5,31	5,44	4,53	3,03	5,02	4,93	4,43	3,75	3,49	2,78	2,87	2,98
Rentowność obligacji 10L	%	5,74	5,98	5,02	3,51	5,58	5,38	4,91	4,22	3,95	3,29	3,31	3,48

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 10.05.2013 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

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

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

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

tel. 22 586 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.