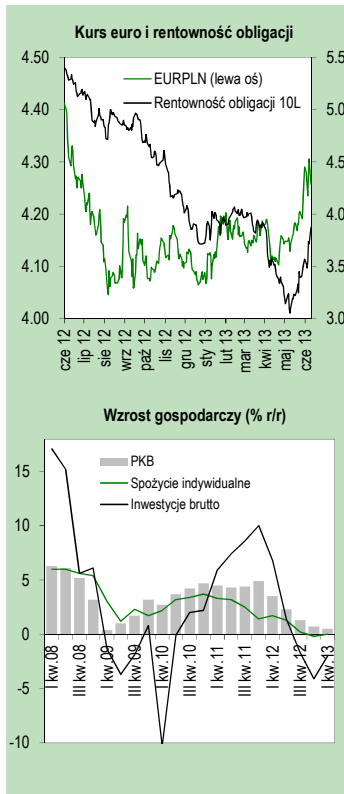


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Czerwiec 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

Burzliwe zmiany na rynkach

▪ **Czerwiec przyniósł redukcję stóp NBP o 25 pb, główna stopa wynosi już 2,75%.** Decyzja RPP nie była zaskoczeniem w świetle napływających w ostatnim czasie danych i wcześniejszych komentarzy jej członków. Rada stwierdziła, że „rozpoczęty w listopadzie 2012 r. cykl obniżek stóp procentowych sprzyja ożywieniu gospodarki i ogranicza ryzyko kształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie”. Jednocześnie, prezes Belka podkreślił, że nadinterpretacją byłoby stwierdzenie, że cykl się zakończył lub RPP jest w neutralnym nastawieniu. Uważamy, że nowa projekcja PKB i inflacji dostępna w lipcu uzasadni jeszcze jedną (wg nas ostatnią) obniżkę w skali 25 pb.

▪ **Retoryka RPP – wskazująca na zbliżający się koniec cyklu obniżania stóp NBP – wzmocniła rozwijający się w kraju silny trend wzrostowy IRS i rentowności obligacji.** W ostatnich dniach maja opublikowano lepsze od oczekiwań dane z USA, które wpisały się w utrzymujące się wśród inwestorów obawy o możliwość wycofania się Fed z QE3. Tym razem, korekta na światowych rynkach długu przybrała bardzo znaczne rozmiary. W rezultacie, w ciągu 2 tygodni krzywe IRS i obligacji przesunęły się w górę o 30-60 pb.

▪ **Burzliwe zmiany zaobserwowano także na krajowym rynku walutowym.** Po ok. 10 miesiącach wahań w trendzie bocznym, przełom maja i czerwca przyniósł dynamiczny wzrost EURPLN do niemal 4,32 (najwyżej od połowy 2012). Złoty był najłagodniejszy od początku roku do funta, od połowy lipca 2012 do franka szwajcarskiego i od września 2012 do dolara. Z pomocą słabnącemu złotemu przyszedł w pierwszym tygodniu czerwca NBP. Interwencja banku centralnego sprowadziła szybko EURPLN z ok. 4,30 do prawie 4,22. Prezes NBP powiedział, że głównym celem interwencji było ograniczenie nadmiernych wahań kursu złotego oraz dodał, że jeśli nadmierne fluktuacje będą się utrzymywały, to nie można wykluczyć kolejnych działań tego typu. Efekt interwencji był jednak dość krótkotrwały i złoty niebawem zaczął się ponownie osłabiać.

▪ **PMI dla polskiego przemysłu wzrósł w maju do 48,0 pkt, powracając do poziomu z marca i przerywając trwającą od dwóch miesięcy serię spadkową.** Poprawa miała również miejsce w indeksach koniunktury GUS, co sugeruje, że oczekiwania na poprawę sytuacji w gospodarce w II połowie roku nie są bezpodstawne. Zanim jednak ona nastąpi, poznamy serię słabych danych z krajowej gospodarki za maj – nasze prognozy produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej są poniżej konsensusu rynkowego. Jeżeli się zmaterializują, to mogą wesprzeć – przynajmniej na chwilę – krajowy dług oraz wywołać korektę po ostatnich wzrostach IRS. Komunikacja RPP z rynkiem nie jest zbyt jasna i jednolita i dlatego seria słabych danych z polskiej gospodarki może na nowo rozbudzić oczekiwania inwestorów na dalsze luzowanie polityki pieniężnej – wbrew sugestii ze strony Rady o zbliżającym się końcu cyklu luzowania polityki pieniężnej.

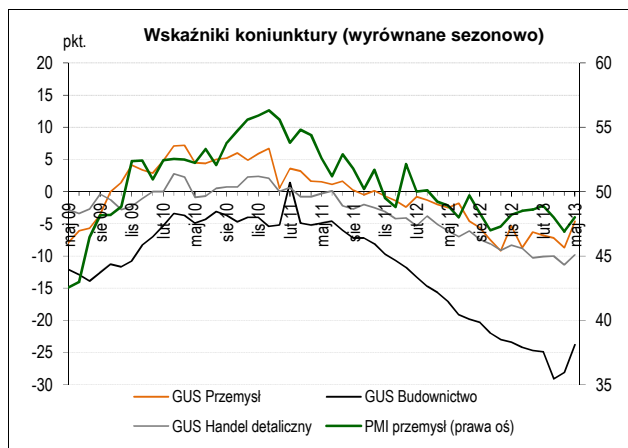
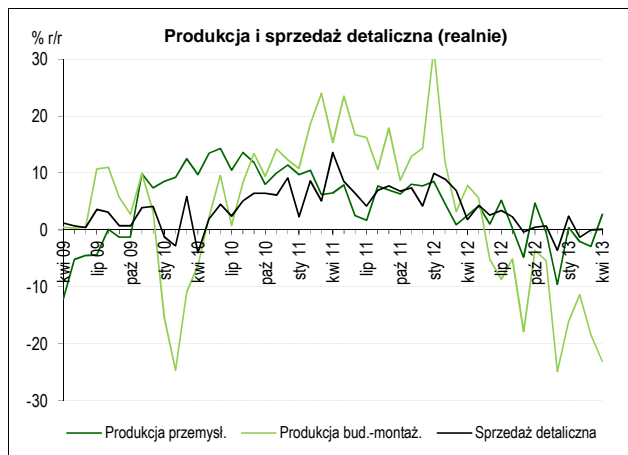
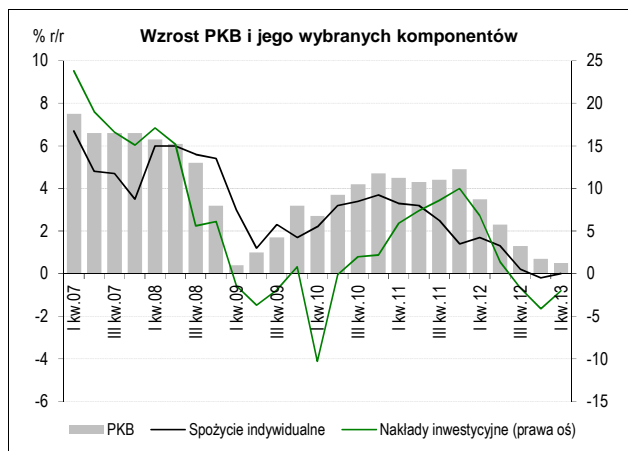
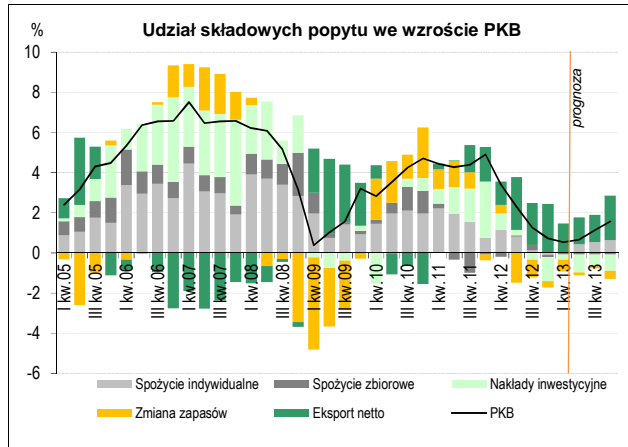
▪ **Sądzymy, iż wskutek utrzymującej się na rynku niepewności związanej z dalszymi działaniami Fed potencjał do umocnienia złotego będzie ograniczony w najbliższym czasie.** Z drugiej strony, na horyzoncie pojawiły się pierwsze jaskółki wskazujące na zbliżające się odbicie w gospodarce. Miesiąc temu wskazywaliśmy, że złoty długo nie korzystał z nadziei na odbicie w światowej gospodarce, ponieważ nie były one widoczne w krajowych danych. Jeżeli kolejne miesiące pokażą dalszy wzrost PMI i innych wskaźników aktywności, wówczas poprawa perspektyw gospodarczych powinna korzystnie wpływać na złotego. Oczekujemy średniego EURPLN na poziomie 4,25 w czerwcu z ryzykiem w górę dla tej prognozy.

Na rynku finansowym 10 czerwca 2013 r.:

Stopa depozytowa NBP	1,25	WIBOR 3M	2,76	EURPLN	4,2571
Stopa referencyjna NBP	2,75	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	2,90	USDPLN	3,2210
Stopa lombardowa NBP	4,25	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	3,39	CHFPLN	3,4374

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.06.2013 r.

Gospodarka Polski

**Słaby PKB i popyt krajowy w I kwartale**

Wzrost PKB w I kwartale 2013 r. wyniósł 0,5% r/r, czyli nieznacznie więcej niż wskazywał wstępny szacunek GUS (0,4%). Głównym źródłem słabości gospodarki na początku tego roku była kontynuacja zapaści popytu krajowego, który obniżył się o 0,9% r/r (czwarty z rzędu kwartał ujemnej dynamiki). Dynamika spżycia indywidualnego wyniosła 0% r/r (w IV kw. 2012 było -0,2% r/r), a dynamika inwestycji -2% r/r (w poprzednim kwartale -4,1%). Wyniki konsumpcji były słabsze od oczekiwań, natomiast wyniki inwestycji powyżej prognoz. Podobna sytuacja miała miejsce w przypadku pierwszej publikacji danych o PKB za IV kw. 2012. Trzeba jednak pamiętać, że GUS ostatecznie mocno zrewidował dane z IV kwartału, podnosząc dynamikę konsumpcji (z -1% do -0,2% r/r) i znacznie pogarszając szacunki inwestycji (z -3% do -4,1% r/r). Trudno więc na razie argumentować, że nieco mniejsza skala spadku inwestycji w I kwartale zapowiada odbicie od dna, szczególnie, że dynamika produkcji budowlano-montażowej w II kwartale może być gorsza niż w I kwartale.

Eksport netto miał wyraźnie dodatni wpływ na PKB (+1,4 pkt. proc.), choć słabszy niż w IV kwartale (+2,4 pp) i mniejszy niż wynika z danych bilansu płatniczego (w I kwartale zanotowano nadwyżkę w handlu towarów i usług ponad 6 mld zł, najwyższą od połowy lat 90., a w porównaniu z I kwartałem 2012 saldo poprawiło się o ponad 10 mld zł).

Podtrzymujemy opinię, że w kolejnych kwartałach tempo wzrostu gospodarczego w Polsce nie powinno się już obniżać. Poprawa w II kwartale może być jedynie symboliczna i w zasadzie nadal będzie to dno cyklu koniunkturalnego, ale w II półroczu spodziewamy się już nieco wyraźniejszego przyspieszenia wzrostu PKB. Jego głównym źródłem – podobnie jak w ostatnich kwartałach – będzie eksport netto, chociaż dynamika popytu krajowego również powinna się stopniowo poprawiać.

Produkcja wciąż słaba, ale indeksy koniunktury nieco lepsze

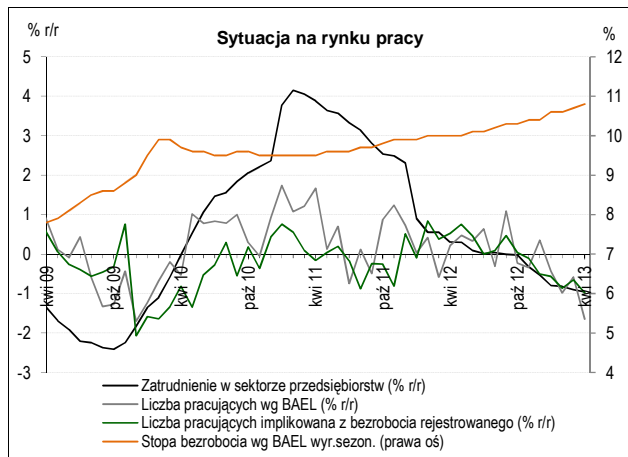
Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w kwietniu o 2,7% r/r, po dwóch miesiącach spadków. Trzeba jednak pamiętać, że w kwietniu br. liczba dni roboczych była o jeden większa niż rok wcześniej, podczas gdy w dwóch poprzednich miesiącach było odwrotnie. Dlatego takie – na pozór lepsze – dane nie wskazują na faktyczną poprawę sytuacji w polskim przemyśle. Oszacowana przez GUS dynamika produkcji po wyeliminowaniu czynników sezonowych (w tym dni roboczych) wyniosła -0,3% r/r, po wzroście o 0,6% r/r w marcu. Nadal mamy więc do czynienia ze stagnacją w sektorze wytwórczym.

W kwietniu produkcja budowlano-montażowa spadła o 23,1% r/r, najmocniej od grudnia (a po korekcie sezonowej o 23,5%, najbardziej odkąd mamy porównywalne dane statystyczne, tj. od połowy lat 90.). Niewykluczone, że pewien udział miały w tym warunki atmosferyczne – pierwsze dni kwietnia były jeszcze „zimowe”. Niemniej, tak słaby wynik nie napawa optymizmem, jeśli chodzi o prognozy wzrostu inwestycji w II kwartale.

Sprzedaż detaliczna obniżyła się w kwietniu o 0,2% r/r. Do osłabienia wyników kwietniowej sprzedaży przyczynił się m.in. efekt wcześniejszej niż przed rokiem Wielkanocy – w tym roku zakupy przedświąteczne (zwłaszcza żywności) przypadły w całości na marzec. Co ciekawe, w niektórych innych kategoriach widoczna była odwrotna tendencja – wyraźna poprawa w kwietniu po słabych wynikach marcowych.

Indeks PMI dla polskiego przemysłu wyniósł w maju 48,0 pkt, powracając do poziomu z marca i przerywając trwającą od dwóch miesięcy serię spadkową. Poprawę zanotowały też indeksy koniunktury GUS we wszystkich głównych sektorach (po korekcie sezonowej) oraz indeksy nastrojów konsumentów, co sugeruje, że oczekiwania na polepszenie sytuacji w gospodarce w II połowie roku nie są bezpodstawne.

Gospodarka Polski



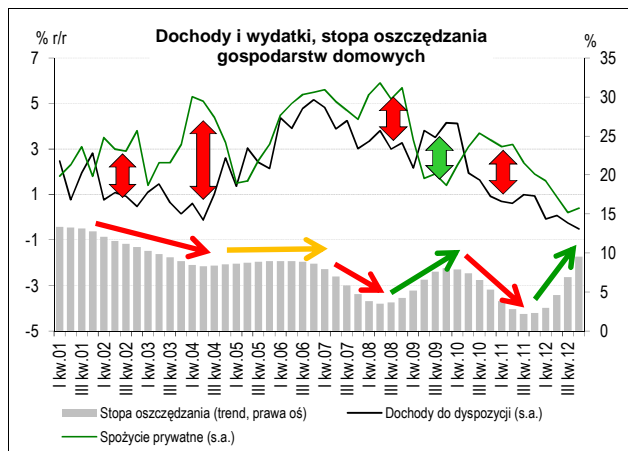
Pogłębienie negatywnych tendencji na rynku pracy

W kwietniu dynamika wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw przyspieszyła do 3,0% r/r z 1,6% r/r miesiąc wcześniej. Z kolei zatrudnienie wyniosło 5477,5 tys. – w skali rocznej zanotowano spadek o 1%. Liczba etatów obniżyła się o 53 tys. w porównaniu do analogicznego okresu 2012 r. i był to siódmy miesiąc spadku z rządu. Co ciekawe, dane BAEL, które do tej pory nie potwierdzały spadkowej tendencji zatrudnienia, po ostatnich rewizjach pokazały wyraźny spadek liczby pracujących (-1,6% r/r, najmocniej od grudnia 2009).

Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w kwietniu do 14,0% z 14,3% w marcu. Taka zmiana jest typowa dla kwietnia i wynika z czynników sezonowych. Dane pokazują jednak, że ten efekt był słabszy niż w poprzednich latach – zatrudnienie w budownictwie spadło w kwietniu w ujęciu m/m po raz pierwszy od ponad 10 lat. Dodatkowo część spadku bezrobocia wynika z interwencji MPiPS. Odsezonowana stopa bezrobocia wg BAEL wzrosła w kwietniu z 10,7% do 10,8% (najwyżej od lutego 2007).

Wg szacunków MPiPS stopa bezrobocia w maju spadła o 13,5%, czyli mocniej niż wynikałoby z efektu sezonowego. Może to jednak wynikać z chwilowego odreagowania przedłużonej zimowej pogody oraz większej skali interwencji resortu pracy.

Szacujemy, że fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw wzrósł w kwietniu o 2% r/r w ujęciu nominalnym i o 1,2% r/r w ujęciu realnym. Przeciętą realną dynamiką dochodów gospodarstw domowych powinna być w II kwartale wyraźniej lepsza niż w pierwszym (m.in. za sprawą spadku inflacji). Skala ożywienia konsumpcji prywatnej może być jednak nadal ograniczona, ze względu na wzrost skłonności do oszczędzania gospodarstw domowych. Z drugiej strony, dane nt. rachunków sektorowych pokazują, że proces odbudowy oszczędności gosp. domowych trwa już dość długo, co pozwala oczekiwać przyspieszenia wzrostu konsumpcji w II półroczu.

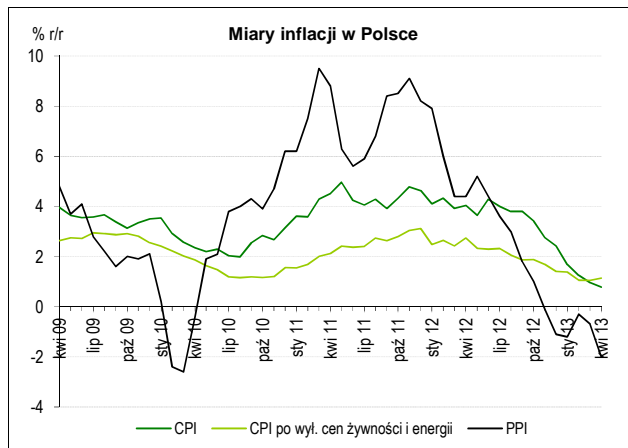


Inflacja coraz bliżej zera

Inflacja CPI spadła w kwietniu do 0,8% r/r z 1,0% w marcu. Aż połowa z rocznej zmiany cen przypada na ostatni miesiąc (wzrost cen w kwietniu 0,4% m/m), co pokazuje, jak mocny jest efekt niskiej bazy z II połowy 2012 (średniomiesięczny spadek cen).

Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła nieznacznie, do 1,1% r/r z 1,0% w marcu. Inflacja PPI dalej pokazuje głęboki spadek cen (-2,0% r/r), podczas gdy deflator sprzedaży detalicznej wkroczył na terytorium deflacyjne (-0,3% r/r).

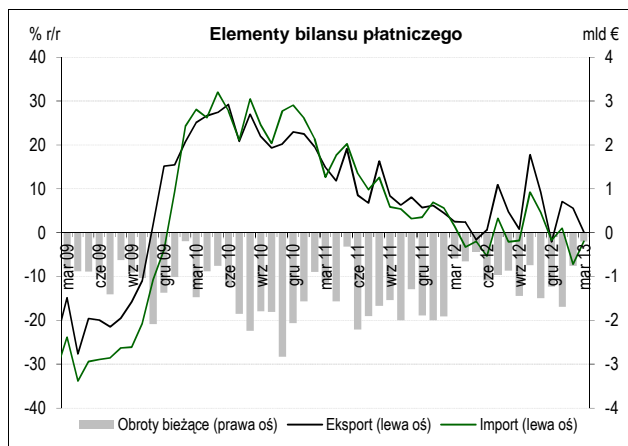
Wciąż uważamy, że drugie półrocze przyniesie odbicie inflacji, która może ukształtować się na koniec roku blisko 1,5%. To samo dotyczyć będzie inflacji bazowej, która co prawda może osiągnąć dalek poniżej 1% w najbliższych dwóch miesiącach, jednak w II półroczu wzrośnie nawet powyżej 1,5%. Początek wzrostowego trendu inflacji powstrzyma RPP przed obniżkami stóp po wakacjach.



Deficyt obrotów bieżących powyżej prognoz

Marcowy deficyt na rachunku obrotów bieżących wyniósł 200 mln € Dane o imporcie zaskoczyły, wynosząc ponad 13 mld €, co oznacza wzrost o 11,5% m/m (największy miesięczny przyrost w marcu od 2010). W skali roku import był jednak o 2% niższy. Eksport zanotował wzrost o 3,2% m/m, co przełożyło się na wzrost o zaledwie 0,1% r/r. Należy pamiętać, że w marcu mieliśmy znaczący spadek produkcji na skutek mniejszej liczby dni roboczych, co wpłynęło na eksport. Spowolnienie rocznego tempa wzrostu nie powinno więc niepokoić. Z kolei, import mógł być pod wpływem chwilowego odbicia w sprzedaży detalicznej (zakupy przedświąteczne).

Szacujemy, że na koniec marca deficyt obrotów bieżących stanowił 3,0% PKB (w por. do 3,5% PKB w IV kw. 2012). Spodziewamy się, że w nadchodzących kwartałach będziemy obserwowali stopniowy spadek tej relacji do ok. 1,5% w IV kw. 2013.



Źródło: GUS, NBP, BZ WBK

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragmenty komunikatu RPP w czerwcu

Aktywność gospodarcza na świecie w I kw. 2013 r. pozostała niska. (...) Najnowsze dane dotyczące koniunktury w strefie euro, mimo pojawienia się sygnałów pewnej poprawy, wskazują na utrzymywanie się niekorzystnych tendencji w tej gospodarce na początku II kw.

W Polsce, wstępne dane o PKB w I kw. 2013 r. wskazują na nieco silniejszy niż oczekiwano spowolnienie wzrostu gospodarczego. (...) Dane za kwiecień o produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej oraz o sprzedaży detalicznej, a także większość wskaźników koniunktury, wskazują na utrzymanie się niskiego wzrostu gospodarczego także na początku II kw.

Kontynuacja spowolnienia popytu w gospodarce krajowej w I kw. br. przyczyniła się do dalszego pogorszenia sytuacji na rynku pracy, w tym spadku liczby pracujących i wzrostu bezrobocia. Również dane z sektora przedsiębiorstw za kwiecień wskazują na kontynuację spadku zatrudnienia, czemu towarzyszy wzrost stopy bezrobocia rejestrowanego (po wyeliminowaniu czynników sezonowych). Sytuacja na rynku pracy przyczyniła się do utrzymania niskiej dynamiki wynagrodzeń.

W kwietniu przyrost akcji kredytowej dla sektora prywatnego pozostał ograniczony. Zarówno dynamika kredytów dla gospodarstw domowych, jak i dla przedsiębiorstw utrzymały się na niskim poziomie.

W ocenie Rady, napływające dane wskazują na niższy niż oczekiwano wzrost gospodarczy w Polsce oraz silniejszy od przewidywanego w marcowej projekcji spadek inflacji. Jednocześnie utrzymuje się niepewność dotycząca skali i momentu oczekiwanego ożywienia gospodarczego w strefie euro, która może negatywnie wpływać na aktywność gospodarczą w Polsce. Biorąc to pod uwagę Rada postanowiła ponownie obniżyć stopy procentowe NBP.

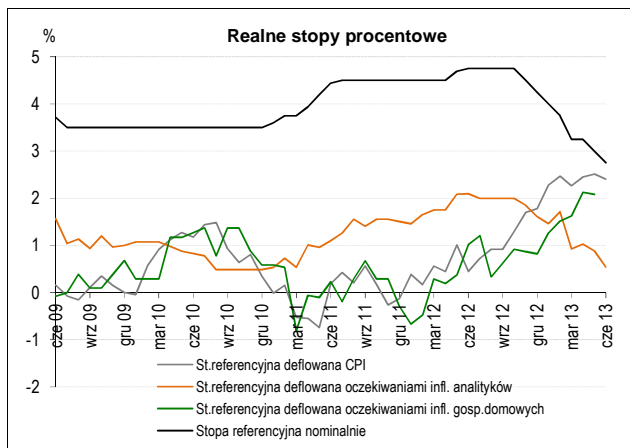
Rada uznaje, że rozpoczęty w listopadzie 2012 r. cykl obniżek stóp procentowych sprzyja ożywieniu gospodarki i ogranicza ryzyko kształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie.

Koniec cyklu obniżek już blisko

▪ Zgodnie z oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej ponownie obniżyła stopy procentowe w czerwcu, dzięki czemu stopa referencyjna osiągnęła kolejny rekordowo niski poziom 2,75%. W komunikacie Rada zwróciła uwagę, że napływające dane wskazują na niższy niż oczekiwano wzrost gospodarczy w I kw. oraz silniejszy od przewidywanego w marcowej projekcji spadek inflacji. Jeśli dodamy do tego fakt, że ostatnie dane miesięczne wskazują na utrzymanie się niskiego wzrostu gospodarczego także na początku II kwartału, to kolejna obniżka stóp procentowych była niemal przesądzona. Ponieważ, według Rady, utrzymuje się niepewność dotycząca skali i momentu oczekiwanego ożywienia gospodarczego w strefie euro, która może negatywnie wpływać na aktywność gospodarczą w Polsce, pozostawiono drzwi otwarte do dalszych obniżek.

▪ Ostatnie zdanie komunikatu mogłoby sugerować przejście do nastawienia neutralnego w polityce pieniężnej. Marek Belka powiedział jednak wprost, że byłoby to nadinterpretacja. Niemniej, ostatni akapit sugeruje zbliżanie się do końca cyklu obniżek, co byłoby zgodne z zakładanym przez nas scenariuszem. Jak powiedział Prezes NBP na konferencji prasowej, Rada wolała poczekać na dokładne wyniki nowej projekcji PKB i inflacji, które pozwolą uporządkować obraz w najbliższych kwartałach oraz na wysłanie rynkowi jednoznacznego sygnału. Belka podkreślił, że zbliżamy się do poziomu stóp, który w obecnej sytuacji można określić (według większości członków RPP) jako adekwatny.

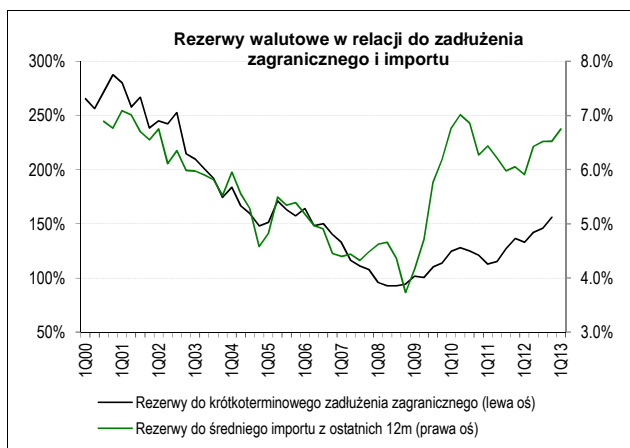
▪ Wydaje nam się, że nowa projekcja inflacji w lipcu pozwoli na jeszcze jedną obniżkę stóp procentowych w skali 25 pb, co będzie stanowiło zakończenie cyklu redukcji. Taki scenariusz będą wspierały napływające w najbliższym czasie dane makroekonomiczne.



Realne stopy procentowe ważne dla RPP

▪ Od sierpnia 2012 r. utrzymuje się trend spadkowy oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych. Z kolei analitycy finansowi wprowadzili zrewidowali w dół swoje prognozy co do ścieżki inflacyjnej w tym roku, ale ich oczekiwania na kolejne lata (2014-15) nie uległy większej zmianie i wynoszą odpowiednio 2,2% i 2,5%.

▪ Prezes NBP podkreślił ostatnio, że celem RPP jest utrzymanie dodatnich realnych stóp procentowych, mierzonych przy pomocy oczekiwań inflacyjnych analityków. Skoro tak, to przestrzeń do obniżek stóp pozostała już naprawdę niewielka – już w czerwcu tak mierzona realna stopa referencyjna NBP obniżyła się do 0,5%, najniższej od końca 2010 r., kiedy to RPP rozpoczęła cykl zacieśniania polityki pieniężnej. W II półroczu, kiedy zgodnie z naszymi prognozami CPI odbije się od dna, mediana oczekiwań analityków prawdopodobnie również pójdzie w górę.



Rezerwy walutowe rosną, ale...

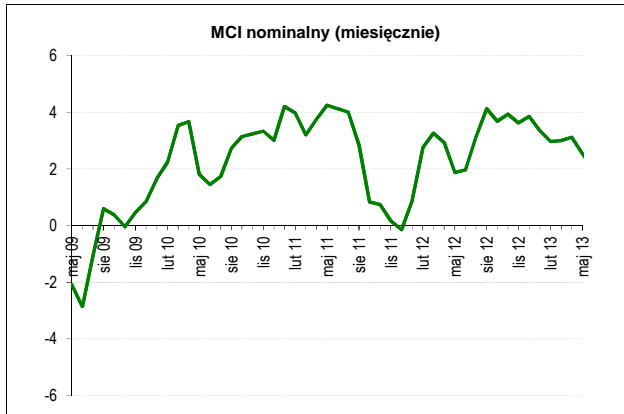
▪ Po interwencji NBP na rynku walutowym, powstrzymującej osłabienie złotego, rynek może z większą niż do tej pory uwagą śledzić wartość rezerw walutowych w dyspozycji banku centralnego.

▪ Poziom polskich rezerw walutowych nie jest niebezpiecznie niski, ale też trudno argumentować, aby NBP miał wyjątkowo wysoki zapas „amunicji” by walczyć z globalnymi trendami na rynkach finansowych, szczególnie biorąc pod uwagę rosnący poziom zadłużenia zewnętrznego kraju. Na koniec IV kw. 2012 wartość rezerw odpowiadała niespełna 30% całkowitego zadłużenia zewnętrznego Polski i ok. 156% zadłużenia krótkoterminowego.

▪ Na koniec maja wartość rezerw dewizowych wyniosła 84,7 mld € i była o 2,1 mld € wyższa niż na koniec 2012 r. Jednocześnie, w okresie od stycznia do kwietnia inwestorzy zagraniczni zwiększyli zaangażowanie w krajowe SPW o niemal 17 mld zł (ok. 4 mld €).

Źródło: GUS, NBP, BZ WBK

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



Restrykcyjność polityki pieniężnej ponownie spada

- Nominalny indeks restrykcyjności polityki pieniężnej MCI porusza się w trendzie spadkowym od grudnia zeszłego roku. Sprzyjały temu spadek rynkowych stóp procentowych (pod wpływem obniżania łagodnej polityki pieniężnej RPP) oraz stabilny złoty.
- W maju spadkowy trend indeksu był kontynuowany. Spodziewamy się, że także w czerwcu indeks zanotuje spadek, ale pod wpływem innych czynników niż dotychczas – stopy rynku pieniężnego WIBOR ustabilizowały się, natomiast kurs złotego uległ znaczącemu osłabieniu. Naszym zdaniem stopy WIBOR pozostaną względnie stabilne do końca roku, podczas gdy złoty pod koniec roku może się lekko umocnić. Powinno to wywołać nieznaczny wzrost indeksu restrykcyjności.



Rzońca (1,24)

Winiecki (1,24)

Gilowska (1,26)

Kaźmierczak (1,17)

Glapiński (1,12)

Hausner (1,04)

Belka (0,93)

Zielińska-Głębocka (0,89)

Chojna-Duch (0,48)

Bratkowski (0,47)



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

Marek Belka osłabił złotego... a NBP go umocnił

Prezes NBP Marek Belka, odnosząc się na konferencji prasowej po posiedzeniu RPP do obserwowanego wcześniej osłabienia złotego, podkreślił, że nie było to związane z czynnikami specyficznymi dla polskiej gospodarki i nie jest to zjawisko, które Radę niepokoi. Dodał też (całkiem słusznie), że w obecnym stanie gospodarki taka zmiana nie zaszkodzi eksporterom. W reakcji na te słowa polska waluta straciła na wartości ponad dwa grosze do euro (m.in. dlatego, że w ocenie inwestorów wypowiedź ta zmniejszyła prawdopodobieństwo podjęcia przez NBP działań interwencyjnych).

Zaledwie dwa dni po tym wydarzeniu NBP interweniował na rynku walutowym, wyraźnie (choć niezbyt trwale) umacniając krajową walutę. Prezes NBP wyjaśnił, że głównym celem interwencji było ograniczenie nadmiernych wahań kursu złotego oraz dodał, że jeśli nadmierne fluktuacje będą się utrzymywały, to nie można wykluczyć kolejnych tego typu.

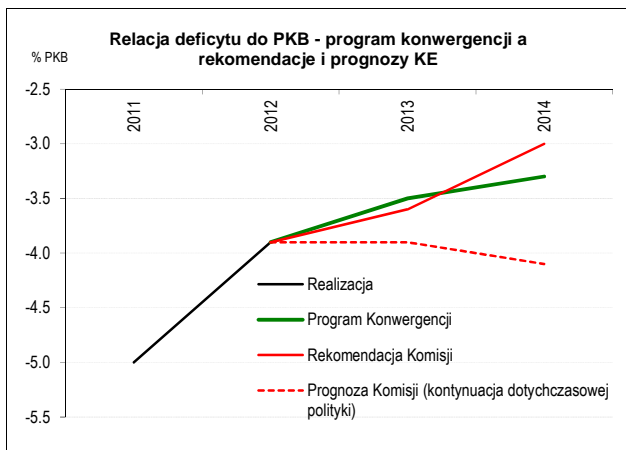
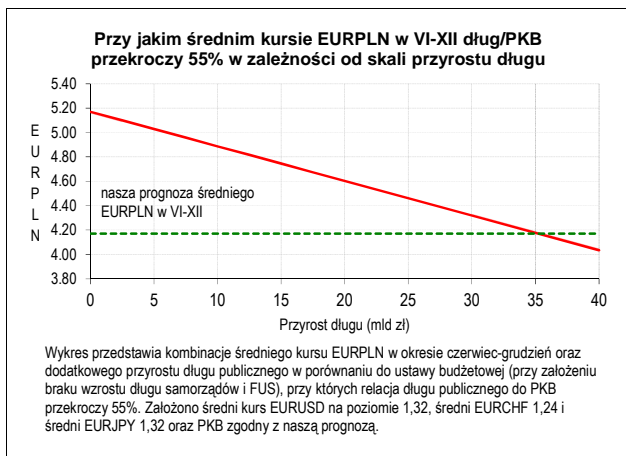
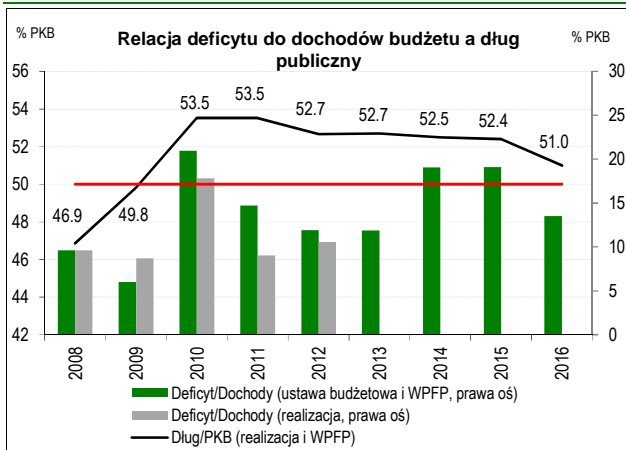
Rada chce utrzymywać dodatnie stopy procentowe

W czasie konferencji prasowej RPP Prezes NBP Marek Belka powtórzył po raz kolejny, że Rada chce prowadzić konwencjonalną politykę pieniężną, tzn. politykę dodatnich realnych stóp procentowych. Ta polityka determinuje jego zdaniem skalę obniżek stóp i dlatego – jak podkreślił Belka – Rada nie chce „schodzić szybciej ze stopami”. W czasie konferencji Prezes NBP zdefiniował realną stopę procentową, którą obserwuje RPP. Jest to różnica pomiędzy bieżącą stopą referencyjną a oczekiwaną inflacją. Ponieważ oczekiwania inflacyjne osób prywatnych są (jak to określił Prezes NBP) bardziej reaktywne, tzn. „oczekują takiej inflacji, jaka jest”, w związku z tym Rada opiera się głównie na „oczekiwaniach inflacyjnych analityków, które są „mniej zmienne”. Wykres na poprzedniej stronie pokazuje, że biorąc pod uwagę takie podejście, potencjał do dalszych obniżek stóp procentowych faktycznie się wyczerpuje – po lipcowej redukcji o 25pb realna stopa referencyjna skorygowana o oczekiwania inflacyjne analityków będzie już bardzo bliska zera.

W lipcu większość za obniżką ponownie będzie nieznaczna

Marek Belka potwierdził po czerwcowym posiedzeniu RPP, że „od dłuższego czasu decyzje w Radzie są podejmowane niewielką większością” (stosunkiem głosów 5:5, przy decydującej roli Prezesa NBP). Ostatnie wypowiedzi członków RPP wskazują, że sytuacja ta nie ulegnie zmianie również w lipcu. Anna Zielińska-Głębocka powiedziała niedługo po ostatniej obniżce, że jest jeszcze miejsce na niewielką korektę stóp i może ona mieć miejsce w lipcu. W jej ocenie Rada może skłonić się wówczas do zakończenia cyklu redukcji stóp. Z kolei Adam Glapiński z RPP powiedział, że w jego ocenie prawdopodobieństwo obniżki stóp w lipcu jest niskie, ponieważ dalsze redukcje nie dadzą gospodarce dodatkowego impulsu, a jedynie zwiększą ryzyko odpływu kapitału portfelowego. Jego zdaniem cykl obniżek stóp uległ już zakończeniu.

Pod lupą: polityka fiskalna



	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	10.06	zmiana od 10.05.12	zmiana od 31.12.12	10.06	zmiana od 10.05.12	zmiana od 31.12.12
Polska	232	58	-8	81	5	2
Czechy	54	37	0	63	5	0
Węgry	448	63	-43	307	39	38
Grecja	809	-24	-244	0	0	0
Hiszpania	299	14	-100	244	19	-43
Irlandia	249	38	-70	156	1	-60
Portugalia	457	47	-112	349	17	-88
Włochy	270	15	-52	256	21	-18
Niemcy	-	-	-	28	-6	-11

Źródło: GUS, NBP, Reuters, Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Nie będzie nowelizacji budżetu?

- Słaba realizacja wpływów podatkowych w pierwszych czterech miesiącach roku (spadek o 10% r/r wobec planu lekkiego wzrostu) wywołała spekulacje, że konieczna może być nowelizacja ustawy budżetowej. Szacujemy, że z tytułu niższych wpływów podatkowych w budżecie może zabraknąć w tym roku nawet 30 mld zł. Część tego niedoboru zostanie pokryta przez zysk z NBP i wyższe dywidendy spółek (razem ok. 6-7 mld zł). Pozostała część musi zostać zapełniona przez wzrost deficytu lub cięcie wydatków.

- Jeśli chodzi o wzrost deficytu, pole manewru rządu ogranicza ustawa o finansach publicznych (UFP). Ponieważ relacja długu do PKB przekroczyła 50% w 2011 r., to zgodnie z ustawą, relacja deficytu budżetowego do dochodów w 2013 r. nie może przekroczyć analogicznej relacji zaplanowanej na 2012 r., co w praktyce uniemożliwia rewizję tegorocznego budżetu.

- W efekcie, rządowi pozostaje skupienie się na cięciach wydatków (procykliczne!), lub działania „wypychające” większy deficyt finansów publicznych poza budżet centralny – np. zmniejszenie dotacji do FUS, który będzie zmuszony zaciągać pożyczki komercyjne.

- Jednakże, pole do zwiększenia deficytu finansów publicznych również jest ograniczone, gdyż relacja długu do PKB jest coraz bliżej 55%. Przekroczenie tego poziomu oznaczałoby konieczność zaplanowania zrównoważonego budżetu na 2015 (rok wyborczy).

- Po I kw. 2013 r. dług publiczny wzrósł do 54,3% PKB (najwyżej w historii!). Sytuacja I kwartału jest jednak o tyle specyficzna, że był to okres wyjątkowo wysokiej emisji długu, przy wyjątkowo niskim nominalnym wzroście PKB. W kolejnych kwartałach sytuacja pod tym względem będzie nieco lepsza, dlatego zbliżenie się do granicy 55% PKB na początku roku nie przesądza jeszcze o wyniku na koniec roku.

- Ok. 30% długu jest denominowane w walutach obcych, co czyni je podatnymi na wahania kursu walutowego. Jednak po niedawnej zmianie ustawy o finansach publicznych kluczowy jest nie tyle poziom kursu na koniec roku, co kurs średnioroczny. Wg naszych szacunków, nawet zakładając, że średni kurs EURPLN w okresie czerwiec-grudzień utrzymałby się blisko poziomu 4,30, tegoroczny deficyt finansów publicznych musiałby wzrosnąć o ok. 30 mld zł w porównaniu z planem, aby dług publiczny osiągnął próg 55% PKB.

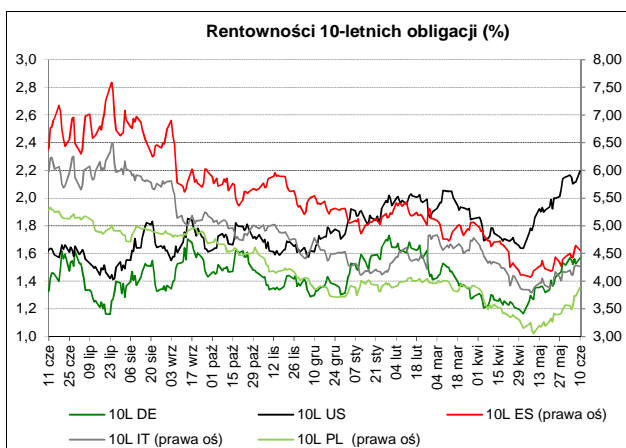
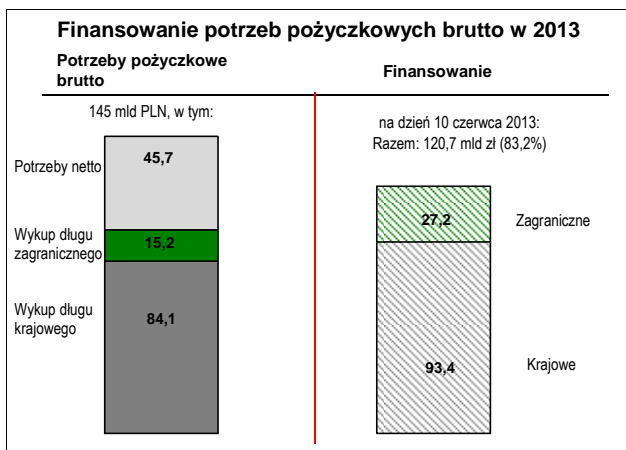
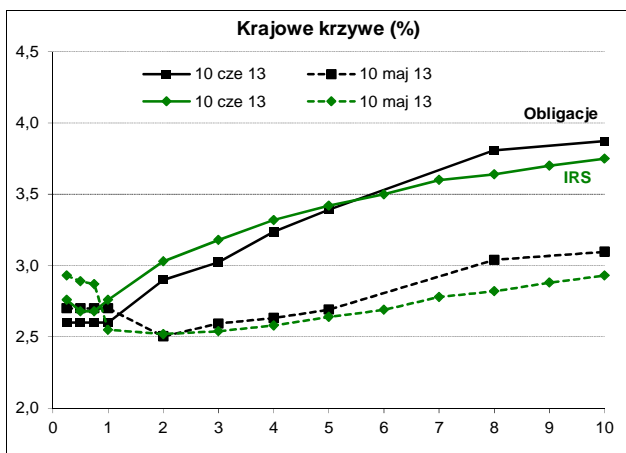
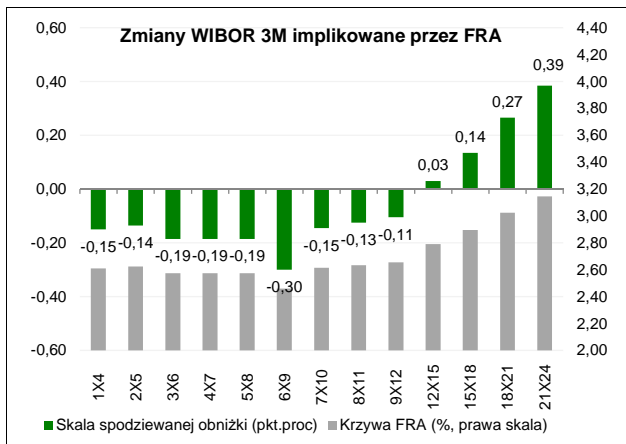
- Naszym zdaniem w tym roku nowelizacja budżetu państwa może nie być konieczna (ani możliwa, ze względu na zapisy UFP). Relacja deficytu do dochodów to jednak wciąż poważne ograniczenie dla rządu w planowaniu budżetu na 2014 r. – w Wieloletnim Planie Finansowym Państwa założono maksymalny deficyt 55 mld zł, co jest poziomem zbyt wysokim dla utrzymania tej relacji. Furtką do zwiększenia deficytu może być uchwalenie zmian w UFP przy okazji wprowadzania tzw. stabilizującej reguły wydatkowej zaproponowanej przez MF. Nadal problemem pozostanie jednak poziom długu publicznego, który w takim wariantcie pozostanie bardzo blisko krytycznego progu 55% PKB.

Globalna wyprzedaż na rynku długu

- Maj przyniósł znaczącą wyprzedaż na rynku długu w skali globalnej. Rosły rentowności obligacji nie tylko krajów peryferyjnych, ale również obligacji uznawanych za bezpieczne (m.in. Bundy, UST), a także rynków wschodzących. Był to efekt obaw, że Fed rozpocznie wcześniej ograniczenie QE3. Co więcej brak jasnych sygnałów ze strony EBC odnośnie dalszego luzowania polityki monetarnej na czerwcowym posiedzeniu dały dodatkowy impuls do wyprzedaży i dalszego wzrostu miar ryzyka.

- Dane makro nie sugerują znaczącej poprawy perspektyw wzrostu dla gospodarek poszczególnych krajów, a w związku z tym sądzimy, że możliwe jest odreagowanie na rynkach długu w krótkim terminie. W dłuższym okresie, podtrzymujemy nasz scenariusz wzrostu rentowności oraz dalszego wystramiania się krzywych.

Rynek stopy procentowej



Źródło: Reuters, MF, BZ WBK

Rynek ograniczył swoje oczekiwania na dalsze redukcje

■ Maj przyniósł kontynuację trendu spadkowego stawek WIBOR, do czego przyczyniły się oczekiwania na kontynuację cyklu redukcji stóp procentowych. Jednak znacząca wyprzedaż długu na przełomie maja i czerwca spowodowała wyhamowanie trendu spadkowego WIBOR, a co więcej zaobserwowano nieznaczny wzrost tych stawek dla tenorów od 3 miesięcy do roku. Był to efekt zasygnalizowania przez RPP bliskości końca cyklu łagodzenia polityki monetarnej po czerwcowej redukcji stóp o 25 pb.

■ Rynek FRA, podobnie jak i w poprzednim miesiącu, pozostał bardziej zmienny. Stawki FRA pozostały relatywnie odporne na wzrosty rentowności obligacji i stawek IRS w wyniku globalnego pogorszenia nastrojów inwestycyjnych w obawie, że Fed ograniczy, a nawet wcześniej zakończy QE3. Jednak koniec maja i początek czerwca przyniosły dość znaczące wzrosty stawek FRA (głównie na dłuższe terminy), co było efektem reakcji na sugestie RPP dotyczące bliskości końca cyklu redukcji stóp.

■ Sądzymy, że dane makro za maj wciąż będą pokazywały słabość aktywności gospodarczej, przy utrzymaniu się trendu spadkowego inflacji. Napływające dane będą wspierały oczekiwania na lipcową redukcję stóp (co jest naszym bazowym scenariuszem i jest już w cenach), co powinno dać impuls do odreagowania ostatnich wzrostów na rynku FRA, ale również przyczynić się do spadku stawek WIBOR.

Krzywe coraz bardziej strome w wyniku odpływu kapitału

■ W maju, po osiągnięciu rekordowo niskich poziomów, odnotowano znaczący wzrost stawek IRS/rentowności obligacji wzdłuż krzywych. Był to efekt odpływu kapitału zagranicznego z rynków wschodzących w wyniku obaw, że Fed wcześniej ograniczy QE3. Czerwcową redukcją stóp nie pomogła rynkowi (była całkowicie zdyskontowana w cenach), a sugestie RPP o bliskości końca cyklu były dodatkowym argumentem dla kontynuacji wyprzedaży. To spowodowało, że rentowności obligacji, ale również stawki IRS znacząco oddaliły się od majowych minimów (w tym rentowność 10-latkki zbliżyła się do 4%), a co więcej wzrosła zmienność rynku - mamy do czynienia ze skokowymi wzrostami rentowności/stawek o prawie 20 pb w skali dnia.

■ Największe zmiany dotyczyły sektorów 5 i 10 lat. W skali miesiąca (10 maja-10 czerwca) krzywe przesunęły się w górę o 50-80 pb dla IRS oraz 40-80 dla obligacji. W konsekwencji krzywe wystromiły się, w tym spread 2-10L dla obligacji wzrósł do prawie 100 pb (najwyższego poziomu od początku 2012), a dla IRS do 80 pb (najwyższego poziomu od 2010).

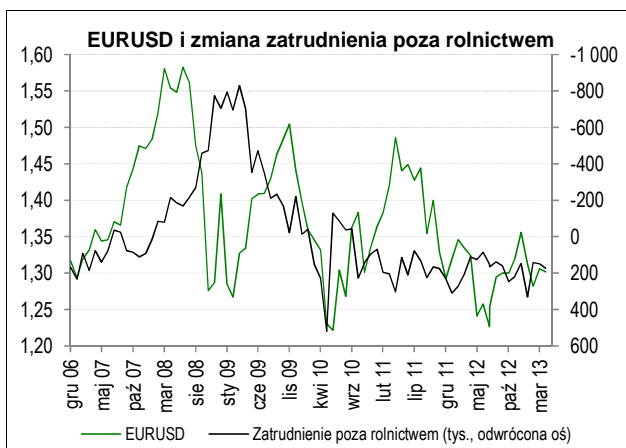
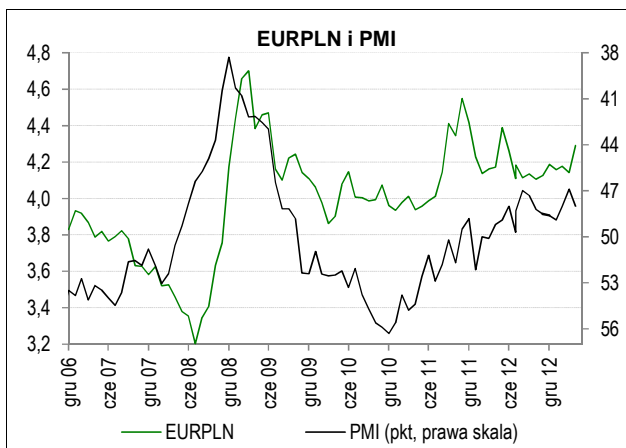
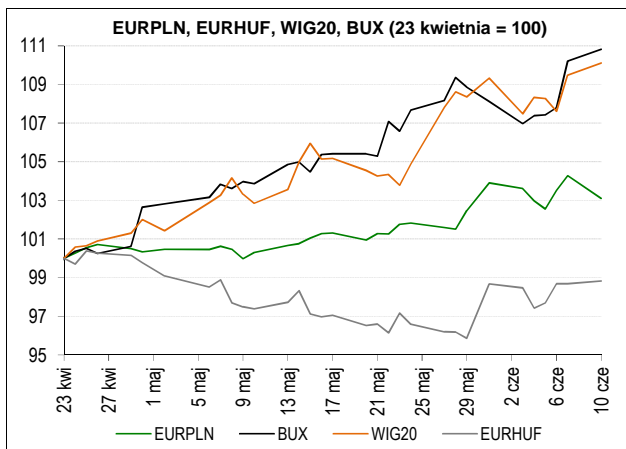
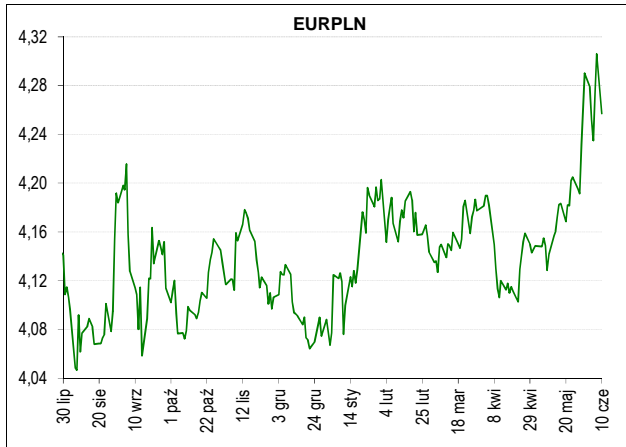
■ Od strony finansowania pozycja Ministerstwa Finansów jako emitenta wciąż pozostaje komfortowa. Po pierwszej aukcji w czerwcu (sprzedano obligacje PS0718 i WZ0119 za 4,61 mld zł) potrzeby pożyczkowe są już sfinansowane w 83%. Wiceminister finansów Wojciech Kowalczyk powiedział, że wzrost potrzeb pożyczkowych nie musi oznaczać większych emisji, gdyż mogą być one sfinansowane kredytami z międzynarodowych instytucji finansowych.

Zachowanie zagranicznych inwestorów kluczowe dla rynku

■ Rentowności obligacji będą pod silnym wpływem sytuacji na rynkach globalnych. Zmniejszenie obaw odnośnie przyszłej polityki Fed może przyczynić się do odreagowania ostatnich wzrostów rentowności na rynkach globalnych, w tym krajowym. Jednak przepływ kapitału w stronę bardziej ryzykownych aktywów (np. akcje) będzie zwiększał ryzyko wyprzedaży na rynku długu przez nierezzydentów, wspierając tym samym trend wzrostowy rentowności w średnim terminie.

■ Ożywienie oczekiwań na kolejne redukcje stóp w wyniku publikacji słabych danych makro za maj powinno wspierać krótki koniec krzywej. W efekcie nie wykluczamy odreagowania ostatnich silnych wzrostów. Scenariusz stromienia krzywych pozostanie aktualny.

Rynek walutowy



Dynamiczne osłabienie złotego (i pomoc NBP)...

▪ Po ok. 10 miesiącach wahań w trendzie bocznym, przełom maja i czerwca stały pod znakiem wyraźnych i dynamicznych zmian w notowaniach złotego do euro. W ostatnim tygodniu maja EURPLN przebił 4,20 wskutek obaw o możliwe ograniczenie QE3 po bardzo dobrych danych z USA. Skala osłabienia złotego była wzmocniona przez niższą płynność w Polsce z powodu długiego weekendu. EURPLN osiągnął na chwilę 4,32 zł (najwięcej od połowy 2012). Złoty był najtańszy od początku roku do funta, od połowy lipca 2012 do franka szwajcarskiego i od września 2012 do dolara.

▪ Z pomocą słabnącemu złotemu przyszedł w pierwszym tygodniu czerwca NBP. Interwencja banku centralnego sprowadziła szybko EURPLN z około 4,30 do prawie 4,22. Prezes NBP powiedział, że głównym celem interwencji było ograniczenie nadmiernych wahań kursu złotego oraz dodał, że jeśli nadmierne fluktuacje będą się utrzymywały, to nie można wykluczyć kolejnych działań tego typu.

... ale inne waluty radziły sobie gorzej

Choć skala ruchu w górę EURPLN była bardzo wyraźna biorąc pod uwagę notowania z ostatnich miesięcy, to ranking agencji Bloomberg pokazał, iż krajowa waluta w kulminacyjnym momencie deprecjacji nie radziła sobie najlepiej. W stosunku do euro, mocniej niż złoty (który tracił już ok. 2,8%) osłabiała się turecka lira (4,7% straty), rumuński lej (4,6%) i węgierski forint (3,8%). Biorąc pod uwagę Europę Wschodnią, złoty był pierwszą po czeskiej koronie, bułgarskim lewie i estońskiej koronie walutą, która straciła do euro (te trzy waluty zyskały).

▪ Porównując notowania złotego do walut z rynków rozwijających się, to krajowa waluta umocniła się nieznacznie do dolara (0,1%), podczas gdy meksykańskie i chilijskie peso, rosyjski rubel jak też brazylijski real straciły ponad 2%. Z drugiej strony, czeska korona i bułgarski lew ponownie radziły sobie lepiej, zyskiwały ponad 3% do amerykańskiej waluty.

EURPLN na razie pozostanie na podwyższonym poziomie

▪ Presję na złotego – oraz pozostałe waluty państw regionu CEE – wywierały rosnące rentowności obligacji. Z drugiej strony, indeksy giełdowe w Warszawie i Bukareszcie – po miesiącach marazmu – zanotowały w ostatnich tygodniach solidne wzrosty. Sugeruje to w naszej ocenie, że nasilenie obaw o masowy odwrót kapitału z rynków wschodzących jest (przynajmniej obecnie) przesadzone.

▪ Miesiąc temu wskazywaliśmy, że złoty nie korzystał z nadziei na odbicie w światowej gospodarce, ponieważ nie były one widoczne w krajowych danych. W maju PMI dla przemysłu Polski – podobnie jak dla strefy euro oraz Niemiec – wyraźnie wzrósł. Jeśli kolejne miesiące pokażą kontynuację tych tendencji, wówczas w dalszym ciągu rentowności obligacji mogą rosnąć (wyceniając koniec cyklu redukcji stóp), ale poprawa perspektyw gospodarczych powinna korzystnie wpływać na złotego. Oczekujemy średniego EURPLN na poziomie 4,25 w czerwcu z ryzykiem w górę dla tej prognozy.

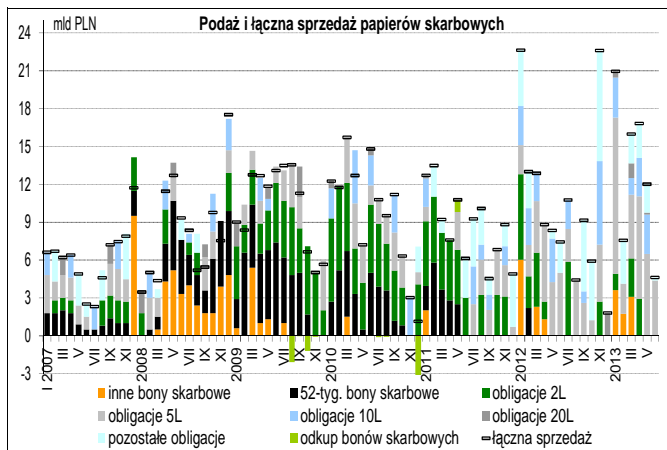
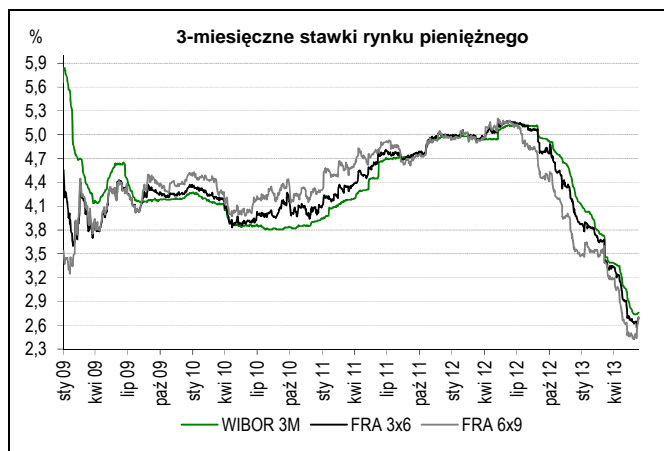
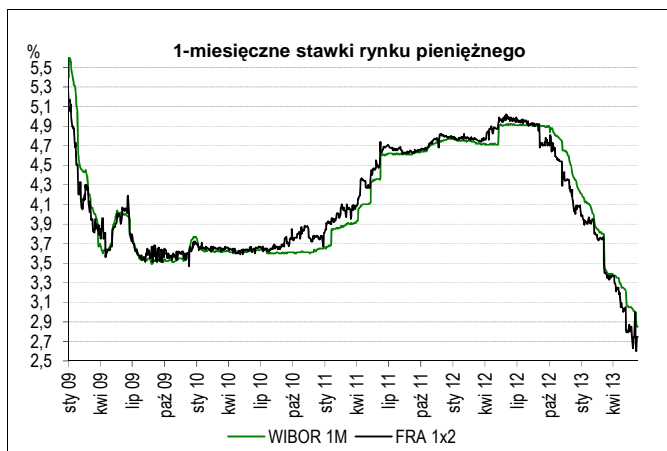
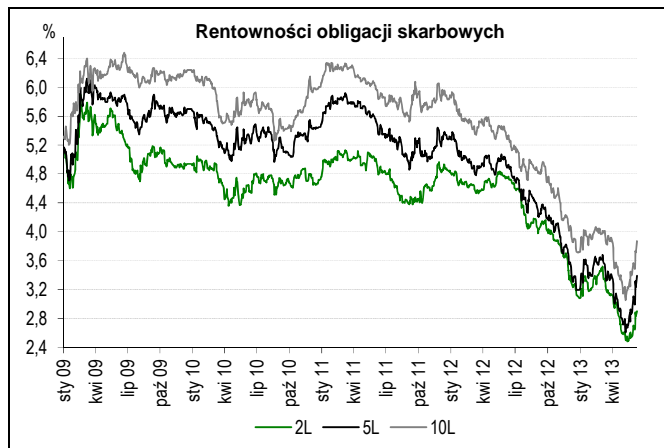
Spore wahania EURUSD

▪ Obawy i nadzieje związane z oczekiwaniami odnośnie możliwych dalszych działań banków centralnych miały największy wpływ na EURUSD w ostatnich tygodniach. Lepsze od prognoz dane z USA wzmocniły obawy o wycofanie się Fed-u z QE3 i pchnęły kurs w dół do 1,28. W połowie czerwca EURUSD jest już blisko 1,33. Euro zyskało dzięki danym (PMI dla przemysłu wzrosło) i spadkowi obaw o to, że EBC obniży stopę depozytową poniżej 0%.

▪ Majowe dane z rynku pracy z USA pokazały miesięczny wzrost liczby miejsc pracy poza rolnictwem bliski oczekiwaniom, ale w dół zrewidowano dane kwietniowe, a stopa bezrobocia lekko wzrosła. Odczyt ten uspokoił rynek. Pozytywna reakcja była jednak bardziej widoczna na giełdach niż w notowaniach EURUSD. Niepewność związana ze skalą stymulacji gospodarki USA może w kolejnych tygodniach ograniczać potencjał do wzrostu EURUSD. Poza tym, istotny będzie wyrok niemieckiego Trybunału Konstytucyjnego, który ogłosi czy działania EBC są zgodne z konstytucją. Naszym zdaniem, kurs EURUSD wyniesie średnio 1,32 w czerwcu.

Źródło: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

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
Czerwiec'12	20.06	PS0417	2000-4000	4973,7					14.06	OK0712/OK1012	WZ/IZ
lipiec	19.07	OK0714	2000-5000	5842,1					5.07	OK0712/OK1012	PS0417/DS1021
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							
grudzień									21.11	OK0113/PS0413	DS/WZ
Styczeń'13	3.01	DS1023/WS0429	3000-5000	3664,3	23.01	OK0715/PS0418	6000-9000	13693,8	6.12	OK0113/PS0413	WS
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	5505,4			
czerwiec	6.06	PS0718/WZ0119	3000-5000	4606,5					19.06	OK0713/DS1013	

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

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
10 czerwca 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: Place i zatrudnienie (V) DE: Indeks ZEW (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
24 DE: Indeks Ifo (VI)	25 PL: Sprzedaż detaliczna i stopa bezrobocia (V) US: Zamówienia na dobra trwałe użytku (V) S&P/Case-Shiller (IV) US: Indeks nastrojów konsumentów (VI) US: Sprzedaż nowych domów (V)	26 US: Ostateczny PKB (I kw.)	27 GB: Ostateczny PKB (I kw.) US: Dochody osobiste (V) US: Wydatki konsumentów (V) US: Bazowy PCE (V) US: Niezakończona sprzedaż domów (V)	28 PL: Oczekiwania inflacyjne (VI) US: Indeks Michigan (VI)
1 lipca PL: PMI – przemysł (VI) DE: PMI – przemysł (VI) EZ: PMI – przemysł (VI) US: ISM – przemysł (VI) CN: PMI – przemysł (VI) EZ: Wstępny HICP (VI)	2 US: Zamówienia przemysłowe (V)	3 PL: Decyzja RPP DE: PMI – usługi (VI) EZ: PMI – usługi (VI) EZ: Sprzedaż detaliczna (V) US: Raport ADP (VI) US: ISM – usługi (VI)	4 GB: Decyzja BoE EZ: Decyzja EBC	5 DE: Zamówienia przemysłowe (V) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (VI) US: Stopa bezrobocia (VI)
8 DE: Eksport (V) EZ: Indeks Sentix (VII) DE: Produkcja przemysłowa (V)	9	10	11	12 PL: Bilans płatniczy (V) PL: Podaż pieniądza (V) EZ: Produkcja przemysłowa (V) US: Wstępny Michigan (VII)
15 PL: CPI (VI) US: Sprzedaż detaliczna (V)	16 PL: Inflacja bazowa (VI) PL: Place i zatrudnienie (VI) DE: Indeks ZEW (VII) EZ: HICP (VI) US: Bazowy CPI (VI) US: Produkcja przemysłowa (VI)	17 PL: Produkcja przemysłowa (VI) PL: PPI (VI) US: Rozpoczęte budowy domów (VI) US: Pozwolenia na budowę domów (VI)	18 US: Indeks Philly Fed (VII)	19

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	25	-	-	-	-	-	-
Place 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

		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	cze 13
PMI	pkt.	48,9	48,0	49,7	48,3	47,0	47,3	48,2	48,5	48,6	48,9	48,0	46,9	48,0	49,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	4,2	1,0	5,2	0,2	-4,8	4,7	-0,5	-9,6	0,4	-2,1	-2,9	2,7	-2,1	1,4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	5,6	-5,2	-8,7	-5,1	-17,9	-3,6	-5,4	-24,9	-16,1	-11,4	-18,5	-23,1	-23,3	-16,5
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	7,7	6,4	6,9	5,8	3,1	3,3	2,4	-2,5	3,1	-0,8	0,1	-0,2	-0,2	1,6
Stopa bezrobocia	%	12,6	12,3	12,3	12,4	12,4	12,5	12,9	13,4	14,2	14,4	14,3	14,0	13,7	13,4
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	3,8	4,3	2,4	2,7	1,6	2,8	2,7	2,4	0,4	4,0	1,6	3,0	2,7	1,9
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1
Eksport (w euro)	% r/r	-1,6	0,6	10,9	4,8	0,7	17,7	9,2	-2,1	7,1	5,5	0,1	7,5	0,8	5,0
Import (w euro)	% r/r	-2,0	-5,3	3,3	-2,1	-1,8	9,2	4,6	-1,8	1,0	-7,2	-2,0	2,9	-3,7	0,0
Bilans handlowy	mln EUR	-846	-372	-389	-109	57	286	-249	-1 154	-8	676	-273	110	-269	218
Rachunek bieżący	mln EUR	-454	-1 092	-973	-868	-1 448	-743	-1 495	-1 235	-1 688	-757	-200	20	-6	-521
Rachunek bieżący	% PKB	-4,9	-4,6	-4,4	-4,1	-4,1	-3,7	-3,7	-3,5	-3,4	-3,2	-3,1	-3,0	-2,8	-2,7
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-27,0	-21,1	-24,3	-22,9	-21,1	-34,1	-30,4	-30,4	-8,4	-21,7	-24,4	-31,7	-29,5	-26,0
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	77,1	60,2	69,6	65,5	60,4	97,5	86,9	86,9	23,7	60,9	68,6	89,3	83,0	73,1
Inflacja (CPI)	% r/r	3,6	4,3	4,0	3,8	3,8	3,4	2,8	2,4	1,7	1,3	1,0	0,8	0,5	0,3
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,3	2,3	2,3	2,1	1,9	1,9	1,7	1,4	1,4	1,1	1,0	1,1	0,9	1,1
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	5,2	4,4	3,6	3,0	1,8	1,0	-0,1	-1,1	-1,2	-0,3	-0,7	-2,0	-2,2	-1,7
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	11,1	11,0	11,0	9,8	7,6	8,0	5,7	4,5	4,4	5,5	6,6	7,2	6,5	6,6
Zobowiązania	% r/r	10,8	10,4	10,9	9,5	7,9	8,1	5,8	4,7	5,0	5,2	6,6	7,0	6,5	6,4
Należności	% r/r	13,1	10,7	7,5	7,1	5,4	5,4	2,3	2,3	3,6	3,7	3,5	2,4	1,1	1,6
EUR/PLN	PLN	4,30	4,30	4,19	4,09	4,14	4,11	4,13	4,10	4,14	4,17	4,16	4,14	4,18	4,25
USD/PLN	PLN	3,36	3,43	3,41	3,30	3,22	3,17	3,22	3,12	3,11	3,12	3,21	3,18	3,22	3,23
CHF/PLN	PLN	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	3,43
Stopa referencyjna ^b	%	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	2,75
WIBOR 3M	%	5,05	5,12	5,13	5,10	4,95	4,82	4,62	4,26	4,03	3,80	3,48	3,29	2,86	2,70
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,75	4,75	4,64	4,58	4,53	4,42	4,14	3,94	3,62	3,56	3,30	3,06	2,64	2,85
Rentowność obligacji 2L	%	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	2,80
Rentowność obligacji 5L	%	4,97	4,85	4,58	4,43	4,28	4,12	3,78	3,35	3,46	3,56	3,46	3,03	2,80	3,25
Rentowność obligacji 10L	%	5,41	5,24	4,99	4,88	4,85	4,59	4,21	3,87	3,91	4,00	3,93	3,50	3,28	3,90

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	1 625,1	370,1	389,1	393,8	442,2	377,8	394,3	401,0	452,1
PKB	% r/r	3,9	4,5	1,9	1,0	3,5	2,3	1,3	0,7	0,5	0,7	1,1	1,6
Popyt krajowy	% r/r	4,6	3,6	-0,2	-0,6	2,2	-0,4	-0,8	-1,6	-0,9	-0,7	-0,2	-0,7
Spożycie indywidualne	% r/r	3,2	2,6	0,8	0,7	1,7	1,3	0,2	-0,2	0,0	0,7	0,9	1,2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-0,4	8,5	-0,8	-3,3	6,8	1,4	-1,7	-4,1	-2,0	-5,0	-3,0	-3,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	9,0	7,7	1,0	1,8	4,7	2,6	-0,3	-3,0	-2,0	0,7	2,5	5,4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	4,6	12,3	-1,0	-17,5	13,6	2,0	-11,0	-12,7	-15,6	-20,8	-17,3	-15,9
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	6,1	11,2	6,0	1,5	12,6	6,5	5,3	0,9	0,9	0,6	1,8	2,5
Stopa bezrobocia ^b	%	12,4	12,5	13,4	13,9	13,3	12,3	12,4	13,4	14,3	13,4	13,5	13,9
Place brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	3,9	5,2	3,7	2,6	5,2	3,9	2,8	2,9	2,6	3,3	2,3	2,4
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	-0,2	0,6	0,0	-0,6	0,2	0,2	-0,1	-0,4	-0,6	-0,8	-0,7	-0,4
Eksport (w euro)	% r/r	22,8	12,1	4,6	6,2	4,1	0,4	5,0	8,9	4,2	4,4	6,0	10,0
Import (w euro)	% r/r	24,9	12,2	1,1	0,8	4,3	-3,5	-0,4	4,3	-2,6	-0,3	2,0	4,0
Bilans handlowy	mln EUR	-8 893	-10 059	-5 313	2 608	-2 115	-1 640	-445	-1 113	395	59	1 027	1 127
Rachunek bieżący	mln EUR	-18 129	-17 977	-13 480	-5 438	-4 515	-2 203	-3 285	-3 477	-2 645	-507	-1 293	-993
Rachunek bieżący	% PKB	-5,1	-4,9	-3,5	-1,4	-5,1	-4,6	-4,1	-3,5	-3,0	-2,6	-2,0	-1,4
Wynik general government	% PKB	-7,9	-5,0	-3,9	-3,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	2,6	4,3	3,7	0,9	4,1	4,0	3,9	2,9	1,3	0,5	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	0,3	0,9	1,3
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	1,6	2,4	2,2	1,2	2,5	2,5	2,1	1,7	1,2	1,0	1,2	1,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	2,1	7,6	3,4	-1,4	6,1	4,7	2,8	-0,1	-0,7	-2,0	-1,5	-1,4
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	8,8	12,5	4,5	5,8	9,1	11,0	7,6	4,5	6,6	6,6	6,4	5,8
Zobowiązania ^b	% r/r	9,1	11,7	4,7	5,3	8,5	10,4	7,9	4,7	6,6	6,4	6,3	5,3
Należności ^b	% r/r	9,2	14,4	1,2	2,3	12,8	10,7	5,4	2,3	3,5	1,6	1,1	1,2
EUR/PLN	PLN	3,99	4,12	4,19	4,19	4,23	4,26	4,14	4,11	4,16	4,19	4,23	4,18
USD/PLN	PLN	3,02	2,96	3,26	3,16	3,23	3,32	3,31	3,17	3,15	3,21	3,17	3,10
CHF/PLN	PLN	2,90	3,34	3,47	3,39	3,50	3,55	3,44	3,40	3,38	3,39	3,41	3,37
Stopa referencyjna ^b	%	3,50	4,50	4,25	2,50	4,50	4,75	4,75	4,25	3,25	2,75	2,50	2,50
WIBOR 3M	%	3,94	4,54	4,91	3,05	4,97	5,04	5,06	4,57	3,77	2,95	2,73	2,75
Rentowność bonów 52-tyg.	%	3,96	4,51	4,48	3,06	4,50	4,69	4,58	4,16	3,49	2,85	2,88	3,02
Rentowność obligacji 2L	%	4,72	4,81	4,30	2,95	4,66	4,71	4,22	3,61	3,29	2,75	2,83	2,92
Rentowność obligacji 5L	%	5,31	5,44	4,53	3,29	5,02	4,93	4,43	3,75	3,49	3,02	3,28	3,37
Rentowność obligacji 10L	%	5,74	5,98	5,02	3,87	5,58	5,38	4,91	4,22	3,95	3,56	3,99	3,98

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 10.06.2013 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. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Bank Zachodni WBK S.A., Obszar Skarbu, Departament Analiz Ekonomicznych, ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, Polska, telefon 22 586 8363, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl.