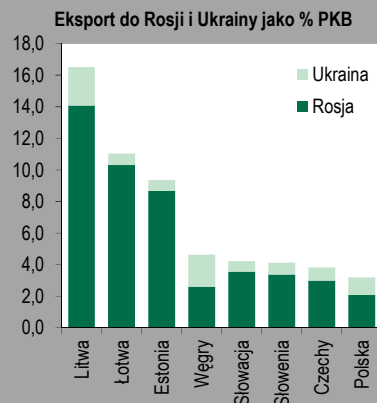
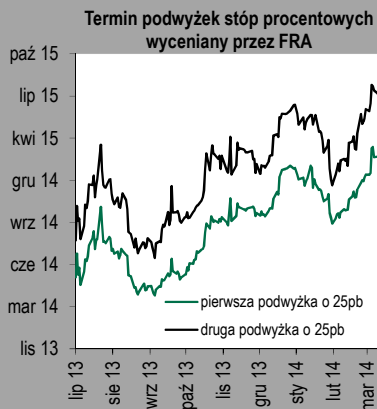


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Marzec 2014

Wschód niepewności



W tym miesiącu:

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

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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

email: ekonomia@bzwbk.pl Strona www: skarb.bzwbk.pl

Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88

Piotr Bielski 22 534 18 87

Agnieszka Decewicz 22 534 18 86

Marcin Luziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

■ **Wstępne dane kwartalne potwierdziły przyspieszenie wzrostu gospodarczego w Polsce do 2,7% r/r w końcówce 2013 r. i stopniowy wzrost roli popytu krajowego** (wzrost konsumpcji prywatnej o 2,1% r/r i inwestycji brutto o 1,3% r/r). Ostatnie dane miesięczne, a w szczególności wskaźniki wyprzedzające potwierdzają, że gospodarka znajduje się na ścieżce wzrostowej, która naszym zdaniem powinna skutkować wzrostem PKB o ok. 3,5% w całym roku. Szczególny optymizm budzą informacje z rynku pracy, które sugerują, że ożywienie w tym obszarze przybiera na sile i może być sporą pozytywną niespodzianką w tym roku. Jednocześnie, nadal szybko poprawia się nierównowaga zewnętrzna polskiej gospodarki – dzięki znacznej nadwyżce handlowej deficyt obrotów bieżących skurczył się w 2013 r. do 1,5% (najmniej od 1995 r.) i naszym zdaniem kolejne kwartały powinny przynieść kontynuację tego trendu.

■ **Mimo pozytywnych tendencji w zakresie aktywności ekonomicznej, na razie nie widać śladów presji inflacyjnej, a dynamika CPI pozostaje niska.** Na scenariusz bezinflacyjnego ożywienia gospodarczego wskazują m.in. wyniki nowej projekcji NBP, według których stopa inflacji powinna pozostać poniżej oficjalnego celu 2,5% niemal do końca 2016 roku, pomimo przewidywanego scenariusza ożywienia gospodarczego, opartego w znacznym stopniu na odbudowie popytu krajowego. Nasze prognozy inflacji nie są tak optymistyczne jak banku centralnego i zakładamy, że dynamika cen znacznie odbiśnie wcześniej, niż wynika z szacunków NBP, do czego przyczyni się m.in. wspomniana wyżej wyraźna poprawa sytuacji na rynku pracy, w połączeniu z ożywieniem konsumpcji i inwestycji.

■ **Wyniki nowej projekcji NBP niespodziewanie skłoniły Radę Polityki Pieniężnej do wydużenia tzw. *forward guidance*, czyli horyzontu deklarowanej stabilności stóp, przynajmniej do końca III kwartału br.** Jednocześnie, prezes NBP i inni członkowie Rady wyraźnie zasygnalizowali, że cykl podwyżek nie rozpocznie się wkrótce po zakończeniu horyzontu *forward guidance*. Oznacza to, że prawdopodobieństwo podwyżki stóp procentowych jeszcze w tym roku wyraźnie zmalało, co skłania nas do rewizji oczekiwań dotyczących perspektyw polityki pieniężnej – moment pierwszej podwyżki stóp przesuwamy na początek 2015 r. Rynek FRA wycenia obecnie podobny horyzont rozpoczęcia podwyżek stóp procentowych.

■ **Wydarzenia na Ukrainie znalazły się w centrum uwagi inwestorów w ostatnich tygodniach, przyczyniając się do kolejnej fali przeceny na rynkach walutowych.** Źródłem niepewności jest z jednej strony ryzyko konfliktu zbrojnego z Rosją, z drugiej widmo pogorszenia sytuacji ekonomicznej u naszych wschodnich sąsiadów i możliwy wpływ pogorszenia relacji Rosji z Zachodem na tempo wychodzenia europejskiej gospodarki z dołka. Trudno przewidzieć dalszy rozwój wypadków na Ukrainie, jednak ekspozycja gospodarki Polski i ogólnie Unii Europejskiej na Rosję i Ukrainę nie jest bardzo duża. Uważamy, że najpoważniejsze konsekwencje mogłyby mieć ewentualne zakłócenia w dostawach surowców energetycznych z Rosji, ale na razie nie wydaje się, aby był to bardzo prawdopodobny scenariusz.

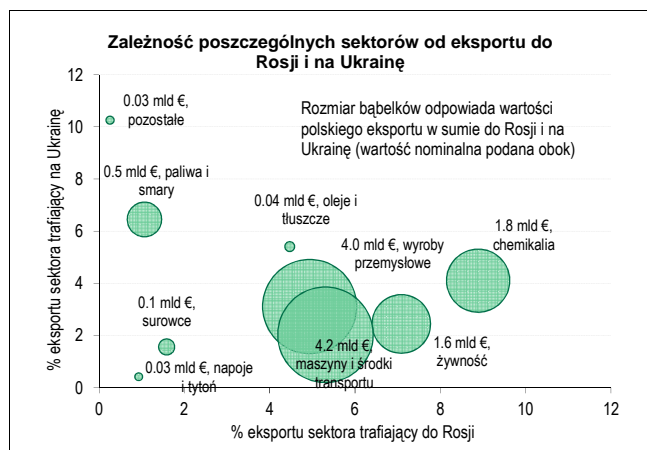
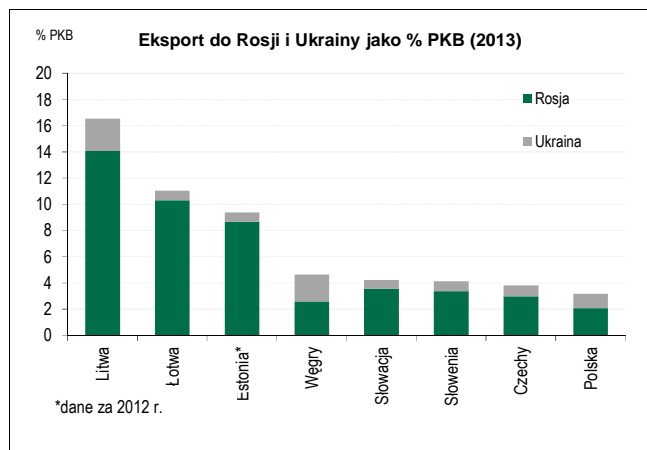
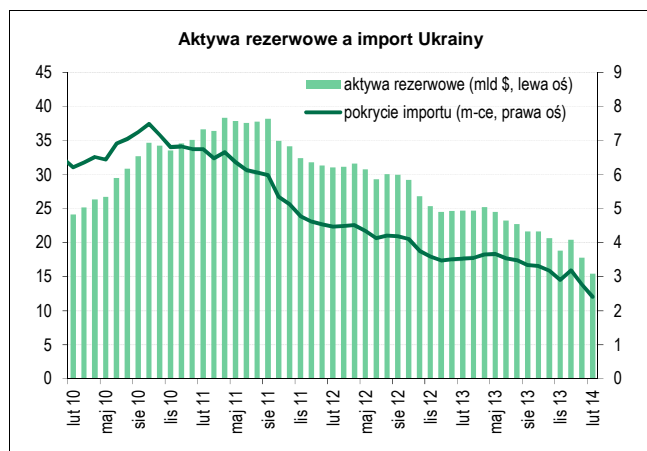
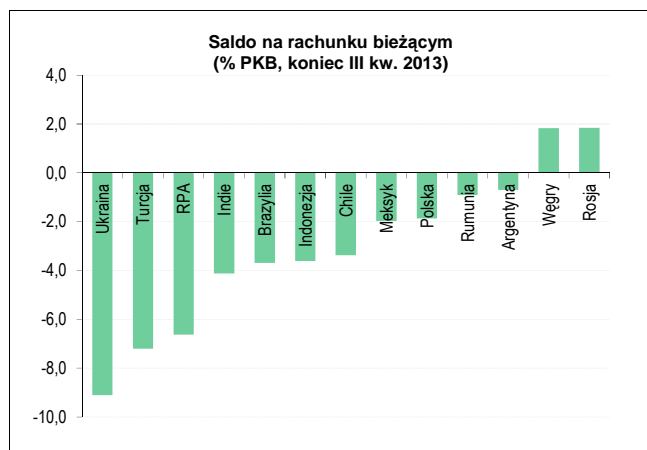
■ **Duży niepokój o rozwój sytuacji na Wschodzie może nadal negatywnie wpływać na nastroje na rynkach finansowych w najbliższych tygodniach.** Nawet zakładając, że nie nastąpi eskalacja kryzysu politycznego i napięcia w relacjach Rosja-UE, waluty krajów naszego regionu mogą pozostawać pod negatywną presją jeszcze przez kilka tygodni. Wierzymy, że w średnim horyzoncie złoty nadal ma potencjał do umocnienia, dzięki poprawiającej się sytuacji makro (szybszy wzrost, malejący deficyt obrotów bieżących) i dobremu postrzeganiu przez inwestorów na tle innych gospodarek rozwijających się.

Na rynku finansowym 11 marca 2014 r.:

Stopa depozytowa NBP	1,00	WIBOR 3M	2,71	EURPLN	4,2171
Stopa referencyjna NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	2,96	USDPLN	3,0449
Stopa lombardowa NBP	4,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	3,62	CHFPLN	3,4626

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 11.03.2014 r.

Temat miesiąca: Kryzys na Ukrainie



Ryzyko kryzysu gospodarczego na Ukrainie

W wydarzenia na Ukrainie stały się jednym z głównych czynników wpływających na nastrój rynkowy w ostatnim czasie. Czynnikiem ryzyka jest nie tylko widmo konfliktu zbrojnego z Rosją, ale także ryzyko kryzysu gospodarczego na Ukrainie. Gospodarka, która przez ostatnie dwa lata tkwiła w stagnacji, w wyniku ostatnich wydarzeń ma szansę wpaść w głęboką recesję. Problemem jest m.in. ogromna nierównowaga na rachunku bieżącym (ponad 9% PKB wg stanu na koniec III kw. 2013 r.) i szybko topniejące rezerwy walutowe, które obecnie zapewniają pokrycie zaledwie ok. 2 miesięcy importu towarów. Dodatkowo, wg słów nowego premiera Ukrainy Arsenija Jaceniuka, kasa państwa okazała się pusta. Szacuje się, że Ukraina potrzebuje ok. 20-25 mld \$ natychmiastowej pomocy zewnętrznej na refinansowanie zapadającego zadłużenia i obsługę zobowiązań międzynarodowych. Scenariuszem pociągającym za sobą kryzys systemu bankowego. Ostatnie działania Rosji spowodowały jednak większą mobilizację Zachodu do udzielenia Ukrainie wsparcia – zgoda UE na pomoc w wysokości 11 mld € i deklaracja pomocy z MFW i USA zwiększają szanse na uniknięcie czarnego scenariusza bankructwa kraju. Co więcej, obwarowane warunkami pakiety pomocy mogą wymusić niezbędne reformy gospodarcze, zaniechane w poprzednich latach.

Obawy o Ukrainę to jednak nie wszystko. Konflikt z Rosją i wprowadzenie sankcji polityczno-finansowych grozi pogorszeniem stosunków gospodarczych Unii Europejskiej z tym państwem: w grę wchodzi podwyżki cen gazu i ropy lub zakłócenia w dostawach (choć na razie wydają się mało prawdopodobne), a także wojna handlowa (embargo lub podwyżki ceł na produkty importowane z UE), co miałoby negatywny wpływ na wzrost gospodarczy w Europie. Nawet gdyby do tego nie doszło, to wzrost niepewności na rynkach może mieć krótkoterminowy wpływ na wzrost cen surowców oraz pogorszenie nastrojów w biznesie.

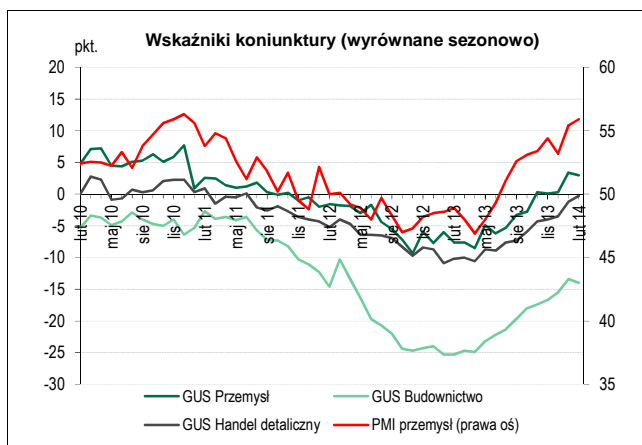
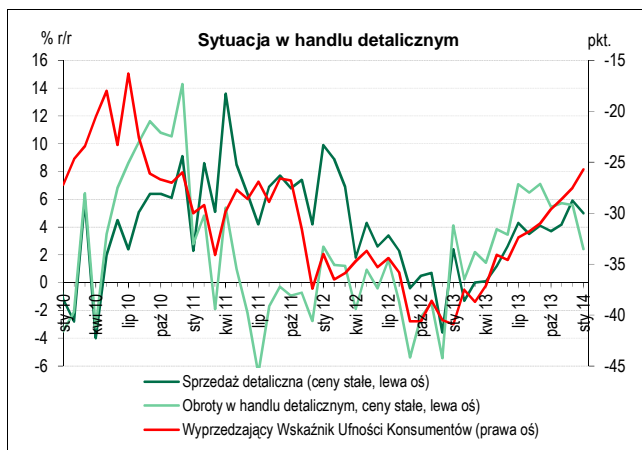
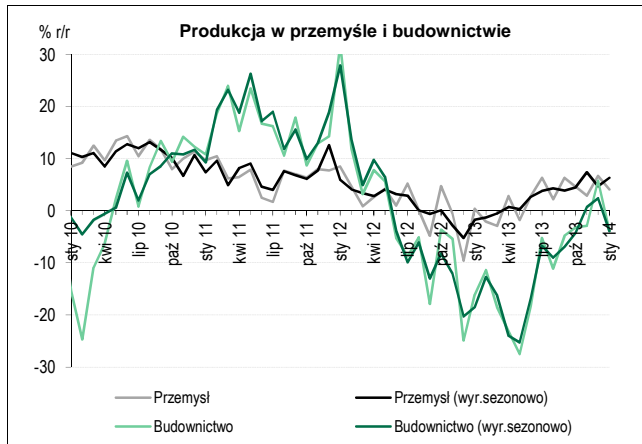
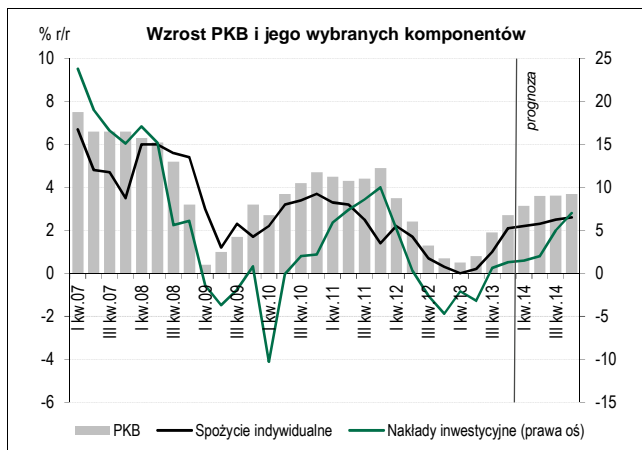
Ekspozycja krajów UE na Rosję i Ukrainę nie jest duża

Rosja to 5. największy odbiorca polskiego eksportu (w 2013 8,1 mld € udział 5,3%), podczas gdy Ukraina zajmuje 8. pozycję (4,3 mld € udział 2,8%). Łącznie eksport do Rosji i Ukrainy stanowi 3,2% polskiego PKB i o ile jest to więcej niż średnio w krajach Unii, to polska ekspozycja na te dwa kraje nie jest duża i jest znacząco niższa niż w przypadku Litwy, Łotwy i Estonii (które bardzo mocno odczułyby skutki wojny handlowej z Rosją), a także mniejsza niż w przypadku Czech i Węgier (odpowiednio 4,6% i 3,8% PKB). Według słów ministra gospodarki Janusza Piechocińskiego, na początku roku zaobserwowano spadek polskiego eksportu na Ukrainę o ok. 10%. Deprecjacja ukraińskiej waluty wobec polskiego złotego i prawdopodobna recesja gospodarcza mogą zapewne przyspieszyć ten spadek, można zatem szacować, że czynnik ten może odjąć od polskiego wzrostu PKB ok. 0,1-0,2 punktu procentowego. Uważamy, że dla Polski potencjalnie najważniejsze konsekwencje mogłyby mieć zakłócenia w dostawach surowców energetycznych z Rosji. Warto jednak podkreślić, że surowce energetyczne stanowią ok. 2/3 eksportu Rosji i ten kraj nie może sobie pozwolić na odcięcie dostaw do Europy.

Ograniczenie eksportu do Rosji i Ukrainy może mieć potencjalnie niesymetryczne skutki dla różnych sektorów polskiej gospodarki. Na przykład sektor produkujący paliwa i smary jest mocno uzależniony od popytu z Ukrainy – trafia tam aż 6,5% polskiego eksportu tego sektora (na Ukrainę eksportujemy głównie paliwa i węgiel). Z kolei utrudnienia w handlu z Rosją mogą mieć znaczący wpływ na przemysł chemiczny oraz producentów żywności (Rosja odbiera 8,9% polskiego eksportu chemikaliów oraz 7,1% eksportu żywności). Do Rosji i na Ukrainę eksportujemy także dużo maszyn, środków transportu i wyrobów przemysłowych. W skali całej gospodarki pogorszenie sytuacji na wschodnich rynkach może być w dużym stopniu skompensowane wzrostem obrotów z Unią Europejską, wchodzącą właśnie w fazę szybszego wzrostu gospodarczego.

Źródła: GUS, Eurostat, Bloomberg, BZ WBK

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, Markit, BZ WBK

Wzrasta rola popytu krajowego

Wzrost PKB w IV kw. 2013 wyniósł 2,7% r/r (wobec 1,9% r/r w III kw.). Wzrost wyrównany sezonowo wyniósł 2,2% r/r oraz 0,6% kw/kw (czyli nieznacznie mniej niż w III kw. 2013: 0,7% kw/kw).

Konsumpcja prywatna urosła realnie o 2,1% r/r, czyli najszybciej od I kw. 2012. Jeszcze na początku zeszłego roku popyt konsumentów był w stagnacji (trzy kwartały niemal zerowego wzrostu). Spodziewamy się dalszego przyspieszania wzrostu konsumpcji prywatnej, w znacznej mierze dzięki widocznej już poprawie sytuacji na rynku pracy. Ożywienie było też kontynuowane w działalności inwestycyjnej – nakłady na środki trwałe brutto zwiększyły się o 1,3% r/r. Nie jest to wprawdzie zachwycająca dynamika, ale warto pamiętać, że wynik ten jest zaniżony przez spadające już drugi rok z rzędu inwestycje publiczne, co oznacza, że nakłady sektora prywatnego prawdopodobnie rosną pod koniec 2013 już w całkiem niezłym tempie (4-5% r/r). Popyt krajowy wzrósł łącznie w IV kwartale o 1,2% r/r.

Eksport netto wniósł do wzrostu PKB 1,5 punktu procentowego, zatem nadal pozostaje głównym czynnikiem generującym rozwój gospodarki. Warto jednak podkreślić, że wkład popytu krajowego miał podobną wartość (1,2 pp), zatem można śmiało powiedzieć, że polska gospodarka nie leci już tylko na jednym silniku. Popyt krajowy jest wciąż głównie napędzany konsumpcją prywatną (wkład 1,1 pp), ale w przeciągu kilku kwartałów także inwestycje powinny dołączyć.

Spodziewamy się dalszego przyspieszenia wzrostu w kolejnych kwartałach, do ok. 4% r/r pod koniec roku (i do 3,5% średnio w całym roku) przy rosnącej roli popytu krajowego.

Przemysł dalej mocno, budowlanka raczej słabo

W styczniu produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o 4,1% r/r (wobec 6,6% r/r w grudniu). Dynamika produkcji po wyeliminowaniu wpływu czynników o charakterze sezonowym wzrosła o 6,3% r/r wobec wzrostu o 5,2% r/r w poprzednim miesiącu. Wzrost w skali miesięcznej wyniósł 2,3% i był najwyższy od grudnia 2011 r. (choć prawdopodobnie jest to związane z efektem niskiej bazy w grudniu 2013 r., kiedy dobra pogoda ujemnie wpłynęła na produkcję energii elektrycznej).

Dane o produkcji budowlano-montażowej nieco rozczarowały. W styczniu nastąpił spadek produkcji o 3,9% r/r. Po wyeliminowaniu czynników o charakterze sezonowym spadek produkcji budowlanej również wyniósł 3,9% r/r. Głównym czynnikiem, który o tym zdecydował, był spadek produkcji w jednostkach zajmujących się budową obiektów inżynierii lądowej i wodnej (o 10,1% r/r).

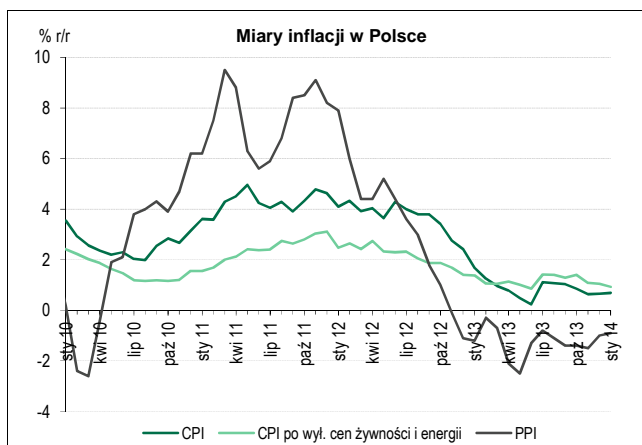
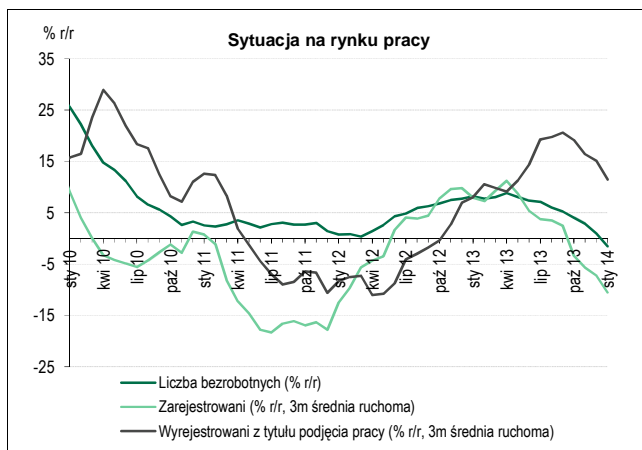
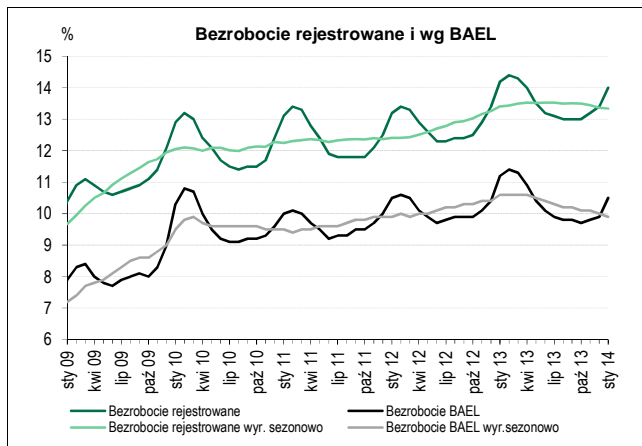
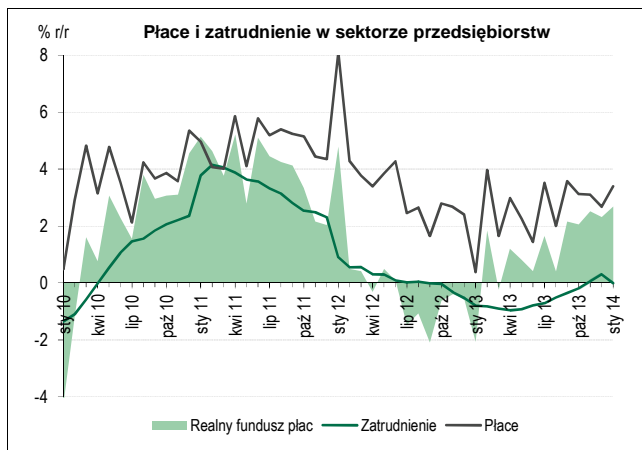
Sprzedaż detaliczna rośnie w niezłym tempie

Wzrost sprzedaży detalicznej w styczniu wyniósł 4,8% r/r i był szybszy od oczekiwań. Wprawdzie wynik był słabszy niż w grudniu, ale naszym zdaniem głównie za sprawą efektu bazy. Ogólnie dane wskazują jednak na kontynuację pozytywnych tendencji w handlu detalicznym i rosnącą dynamikę popytu konsumpcyjnego.

PMI rośnie jak na drożdżach

Indeks PMI dla polskiego przemysłu wzrósł w lutym do 55,9 pkt z 55,4 pkt w styczniu, mimo spadku analogicznych indeksów dla Niemiec i strefy euro. Do dalszego wzrostu przyczyniły się rosnące, najszybciej od kwietnia 2004, zamówienia. Korzystnie na tę kategorię wpływał zarówno popyt krajowy, jak i zagraniczny (ten drugi rósł w drugim najszybszym tempie od ponad trzech lat). Dzięki temu, lutowy wzrost produkcji był najszybszy od listopada 2010. W dalszym ciągu bardzo pozytywnie zaskakują informacje o zatrudnieniu. Subindeks dla tej kategorii – po silnym przyspieszeniu w styczniu – spadł, ale utrzymał się w lutym na wysokim poziomie. Obok postępującej poprawy koniunktury, dane potwierdziły, że na tym etapie ożywienia gospodarczego nie jest obecna presja inflacyjna. Badanie pokazało bowiem, że koszty produkcji spadły najmocniej od kwietnia 2013.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, BZ WBK

Dane z sektora firm słabe, ale poprawa na rynku pracy postępuje

▪ Wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw w styczniu wyniósł 0,0% r/r (wobec 0,3% r/r w grudniu 2013 r.), czyli poniżej nawet najniższej prognozy na rynku. W styczniu w sektorze firm przybyło zaledwie 15,1 tys. nowych miejsc pracy, czyli najmniej od 10 lat.

▪ Sektor firm badany przez GUS obejmuje tylko pewien wycinek rynku, tj. jednostki zatrudniające od 10 pracowników wwyż i co roku w styczniu GUS uaktualnia swoją próbę, usuwając te, które podczas poprzedniego roku spadły poniżej prognozy 10 zatrudnionych i dodając te, które go przekroczyły. Szczegółowe dane pokazały, że za negatywną niespodziankę odpowiada budownictwo. Po rewizji próby zatrudnienie w tym sektorze obniżyło się o 22 tysiące m/m (-9,3% r/r). W pozostałych sektorach było dużo lepiej, np. zatrudnienie w przetwórstwie urosło o 0,8% r/r (wobec 0,5% r/r w grudniu). Budownictwo było w mizernej sytuacji na początku 2013 r., wiele firm z tego sektora zbankrutowało. Dodatkowo firmy budowlane są przeciętnie mniejsze niż ogólnie firmy w sektorze przedsiębiorstw (w budownictwie średnie zatrudnienie to ok. 40 osób, w całym sektorze ok. 70) w związku z czym w ich przypadku istnieje większe ryzyko wypadnięcia z próby. Wydaje nam się, że rozczarowanie styczniowymi danymi było echem słabej sytuacji na rynku pracy w pierwszej połowie 2013 r., zwłaszcza w budownictwie, ma zatem charakter jednorazowy i spodziewamy się poprawy wzrostu zatrudnienia w kolejnych miesiącach, do ok. 1,0% r/r na koniec roku.

▪ Przeciętne płace w sektorze firm wzrosły w styczniu o 3,4% r/r. Oczekujemy, że w dalszej części roku wzrost płac umiarkowanie przyspieszy. Fundusz płac w sektorze urosł o 3,4% r/r nominalnie i 2,7% r/r realnie (wobec odpowiednio 3,0% i 2,3% w grudniu oraz 2,0% i 1,1% w całym 2013 r.), zatem realne tempo wzrostu dochodów ludności przyspiesza.

▪ Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w styczniu do 14,0% z 13,4% w grudniu. Tym samym po raz pierwszy od lutego 2009 r. bezrobocie było niższe niż w analogicznym miesiącu poprzedniego roku (w styczniu 2013 r. wynosiło 14,2%). Obniżyła się także liczba bezrobotnych (-1,5% r/r) oraz liczba nowych rejestracji (aż -15,4% r/r). Z kolei liczba wyrejestrowanych z tytułu podjęcia pracy niesubsydiowanej urosła o 8,5% r/r. Dane MPiPS sugerują, że w lutym stopa bezrobocia utrzymała się na poziomie ze stycznia, a liczba bezrobotnych spadła, co jest nietypowe jak na luty i sugeruje, że ożywienie na polskim rynku pracy wyraźnie się umacnia.

▪ Dane BAEL za IV kw. 2013 r. wskazują, że sytuacja na rynku pracy mogła poprawiać się nawet szybciej niż było to sugerowane przez miesięczne dane. Według tego badania liczba zatrudnionych w całej gospodarce była o 0,5% wyższa niż rok wcześniej a liczba bezrobotnych o 3,5% niższa.

▪ Ogólnie dane z rynku pracy wskazują na dalszą poprawę sytuacji w tym sektorze. Lepsza sytuacja na tym rynku będzie wspierała dalsze przyspieszenie wzrostu konsumpcji prywatnej.

Inflacja nadal nisko, rewizja koszyka wiele nie zmienia

▪ Stopa inflacji pozostała w styczniu na poziomie 0,7% r/r. W porównaniu z grudniem najbardziej wzrosły ceny żywności (o 1,4% m/m) oraz alkoholu i tytoniu (0,8% m/m). Wzrosły też opłaty za użytkowanie mieszkania (0,2% m/m), m.in. w wyniku podwyżek opłat za usługi kanalizacyjne, zaopatrywanie w wodę, cen gazu i energii cieplnej. Z drugiej strony, obniżyły się opłaty za wywóz nieczystości i ceny energii elektrycznej.

▪ W marcu GUS pokaże lutowy odczyt inflacji oraz zrewidowany odczyt za styczeń po zmianie wag w koszyku. Wg naszych szacunków, ten czynnik może podnieść inflację w tym roku o ok. 0,04 pkt. proc., nie będzie miał zatem istotnego wpływu na ścieżkę inflacji.

▪ Miary inflacji bazowej, PPI oraz cenowe subindeksy PMI utrzymują się na niskich poziomach, sugerując brak presji inflacyjnej.

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragmenty komunikatu RPP w marcu

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany, przy czym sytuacja gospodarcza w poszczególnych krajach jest zróżnicowana. (...) Umiarkowane tempo wzrostu aktywności gospodarczej na świecie sprzyja utrzymywaniu się niskiej inflacji w wielu krajach.

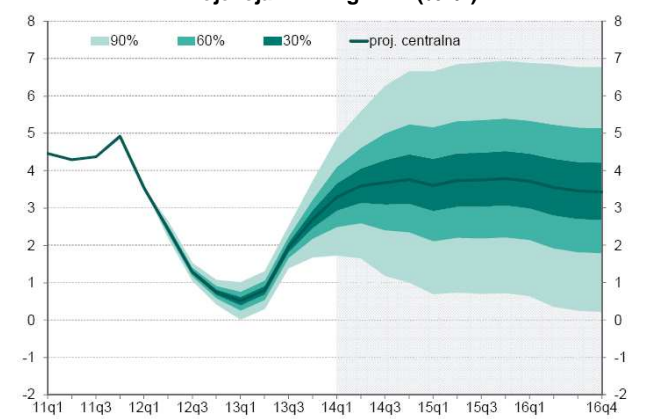
Dane o krajowej aktywności gospodarczej potwierdzają kontynuację stopniowego ożywienia wzrostu w Polsce. Na kontynuację stopniowego ożywienia na początku roku wskazuje utrzymanie się wzrostu produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w styczniu. (...) Wskaźniki koniunktury sygnalizują jednak dalsze ożywienie gospodarcze w kolejnych kwartałach.

Stopniowe ożywienie gospodarcze oddziałuje w kierunku poprawy sytuacji na rynku pracy. Według BAEL, w IV kw. liczba pracujących w gospodarce była wyższa niż rok wcześniej. Sprzyjało to pewnemu obniżeniu stopy bezrobocia, która pozostała jednak na podwyższonym poziomie. Nadal podwyższone bezrobocie sprzyja utrzymaniu niskiej dynamiki płac w gospodarce.

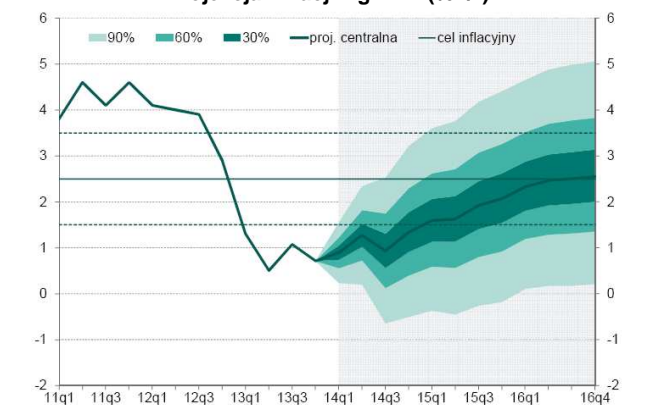
Według wstępnych danych, inflacja CPI w styczniu br. wyniosła 0,7%, pozostając wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Towarzyszyło temu obniżenie inflacji bazowej, co potwierdza nadal ograniczoną presję popytową. Niską presję kosztową w gospodarce sygnalizuje dalszy spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu. Towarzyszy temu utrzymywanie się niskich oczekiwań inflacyjnych.

W ocenie Rady, w najbliższych kwartałach prawdopodobna jest kontynuacja stopniowej poprawy koniunktury, jednak presja inflacyjna pozostanie ograniczona. Taką ocenę potwierdza marcową projekcją inflacji i PKB. W związku z tym Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. **Rada ocenia, że stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione w dłuższym okresie, tj. co najmniej do końca trzeciego kwartału br.**

Projekcja PKB wg NBP (% r/r)



Projekcja inflacji wg NBP (% r/r)



Źródła: NBP, BZ WBK

Dłuższy okres stabilnych stóp

▪ Miesiąc temu sugerowaliśmy, że marcowe posiedzenie Rady Polityki Pieniężnej będzie ciekawsze niż kilka poprzednich. Nie spodziewaliśmy się jednak istotnej zmiany retoryki komunikatu Rady w tym miesiącu. Tymczasem, wbrew naszym oczekiwaniom, RPP podjęła decyzję o wydłużeniu sugerowanego okresu stabilnych stóp procentowych (tzw. *forward guidance*) – z połowy roku do końca trzeciego kwartału 2014 r. Argumentem za taką decyzją była m.in. nowa projekcja NBP, pokazująca inflację poniżej celu niemal do końca 2016 r. mimo ożywienia gospodarczego (patrz niżej), a także – jak zasugerował Marek Belka na konferencji prasowej – w pewnym stopniu ostatnie wydarzenia na Ukrainie.

▪ Biorąc pod uwagę sposób działania Rady w ostatnim czasie (od projekcji do projekcji: wprowadzenie *forward guidance* w lipcu 2013, wydłużenie w listopadzie 2013 i po raz kolejny w marcu 2014), wygląda na to, że najbliższym posiedzeniem Rady, na które warto zwrócić uwagę będzie dopiero spotkanie lipcowe. Wówczas, na podstawie kolejnej projekcji, RPP albo wydłuży okres stabilnych stóp do końca tego roku albo zaostry nieco ton, nie wykluczając podwyżki. Będzie to rzecz jasna zależało również od danych ekonomicznych, które pojawią się do tego czasu.

▪ Naszym zdaniem odbicie inflacji może być szybsze niż wskazują prognozy banku centralnego. Niemniej, ton marcowego komunikatu RPP oraz ostatnie wypowiedzi Prezesa NBP i członków Rady (patrz następna strona) wskazują wyraźnie, że perspektywa podwyżki stóp oddaliła się.

▪ W związku z tym zakładamy, że oficjalne stopy procentowe NBP mogą pozostać bez zmian do końca br. Jednak w I kwartale 2015 RPP rozpocznie cykl zacieśniania polityki pieniężnej w warunkach umacniającego się ożywienia gospodarczego i inflacji zmierzającej powoli powyżej celu inflacyjnego.

Projekcja NBP: bezinflacyjne ożywienie gospodarcze

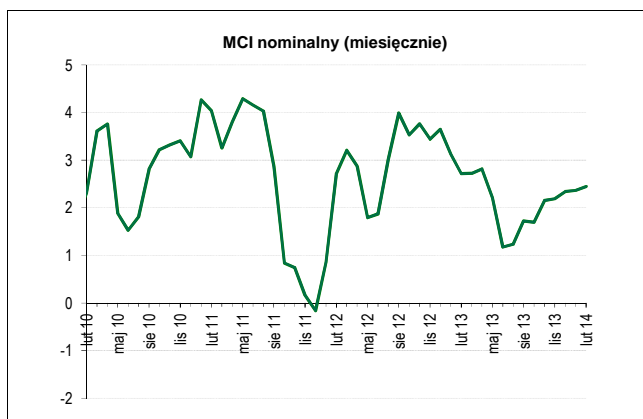
▪ Nowa projekcja NBP przewiduje wyższe tempo wzrostu gospodarczego w najbliższych latach w porównaniu z wersją z listopada – środek przedziału na 2014 r. wynosi 3,6% (poprzednio ok. 2,5%), co jest zgodne z naszą prognozą (i powyżej konsensusu). W ożywieniu gospodarczym istotną rolę wg NBP odegra przyspieszenie wzrostu popytu krajowego (zakładane dynamiki konsumpcji i inwestycji powyżej naszych prognoz). Nieco szybszy wzrost PKB prognozowany jest w roku 2015 (3,7%), po czym dynamika wzrostu gospodarczego ponownie lekko hamuje (do 3,5%), głównie za sprawą przewidywanego spowolnienia wzrostu inwestycji w 2016 r. po zakończeniu rozliczenia środków UE z obecnej perspektywy finansowej (2007-2013).

▪ Szacunki NBP zakładają stopniowe domykanie luki popytowej, która już na początku 2015 r. nie powinna być ujemna. W poprzedniej wersji projekcji przewidywano, że do końca 2015 r. ujemna luka popytowa pozostanie nieodknięta.

▪ Pomimo dość optymistycznych perspektyw ożywienia gospodarczego, projekcja NBP zakłada, że inflacja utrzyma się wyraźnie poniżej celu w latach 2014-15 (podobnie jak w poprzedniej projekcji) i wzrośnie w kierunku celu dopiero w 2016 r. W znacznym stopniu wynika to z wyraźnego obniżenia prognoz cen energii w porównaniu z poprzednią projekcją. Ścieżka inflacji bazowej na 2014 r. jest niższa niż przewidywana w listopadzie, m.in. z powodu niższego punktu startowego, ale już w 2015 r. jest powyżej poprzedniej prognozy.

▪ Projekcja NBP nie uwzględnia ryzyk politycznych takich jak embargo Rosji na wieprzowinę z krajów UE czy też konflikt na Ukrainie. Ryzyka te mogą działać w kierunku niższej ścieżki PKB, natomiast wpływ na inflację może być zarówno w kierunku jej podwyższenia, jak i obniżenia (nie powinien być jednak duży).

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



Indeks MCI nieznacznie w górę

- W lutym indeks restrykcyjności polityki pieniężnej MCI zanotował lekki wzrost pod wpływem nieznacznego umocnienia złotego oraz wzrostu stawek rynkowych WIBOR.
- W tym miesiącu indeks MCI może zanotować nieznaczny spadek ze względu na osłabienie złotego. W dłuższym okresie spodziewamy się bardziej restrykcyjnych warunków monetarnych, wobec powolnego wzrostu stawek WIBOR w miarę zbliżania się do momentu pierwszej podwyżki stóp procentowych RPP oraz umacniania się złotego wobec poprawiających się perspektyw gospodarczych i lepszych nastrojów. Jednakże, ścieżka wzrostu MCI będzie mniej stroma niż dotychczas się tego spodziewaliśmy ze względu na przedłużenie *forward guidance* przez RPP i odsunięcie w czasie podwyżek stóp procentowych.



Rzońca (1,44)

Winiecki (1,45)

Bratkowski (0,58)

Kaźmierczak (1,41)

Hausner (1,03)

Belka (0,96)

Zielińska-Głębocka (0,81)

Osiatyński

Glapiński (1,38)

Chojna-Duch (0,73)



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.

Ponieważ od dłuższego czasu nie było głosowania, rozmieszczenie członków RPP na osi wynika głównie z naszej oceny, m.in. na podstawie ostatnich wypowiedzi.

Rada nie weźmie się do roboty zaraz po III kwartale

Prezes NBP na konferencji prasowej zwrócił uwagę na to, że w kluczowym zdaniu komunikatu RPP, wydłużającym horyzont *forward guidance* RPP dodała nowy element, stwierdzając, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione „w dłuższym okresie”. Miał to być sygnał, że nie należy oczekiwać podwyżek stóp procentowych od razu po zakończeniu III kwartału. Belka powtórzył zresztą bardzo wyraźnie tę sugestię w wywiadzie dla portalu *ObserwatorFinansowy.pl* tuż po posiedzeniu Rady. Podobne sygnały pojawiły się w wypowiedziach innych członków RPP (E. Chojna-Duch, A. Zielińska-Głębocka, A. Glapiński, A. Kaźmierczak). Niektórzy z przedstawicieli Rady nadal uważają, że okres stabilności stóp można będzie jeszcze wydłużyć przynajmniej do końca tego roku, ponieważ presji inflacyjnej nadal nie widać, a sytuacja obserwowana w gospodarce „nie wygląda na solidne ożywienie”. Marek Belka przyznał zresztą już w czasie konferencji prasowej, że RPP zastanawiała się, czy nie wydłużyć deklaracji stabilnych stóp do końca roku. Zdecydowano się jednak na krótszy horyzont ze względu na dużą skalę niepewności.

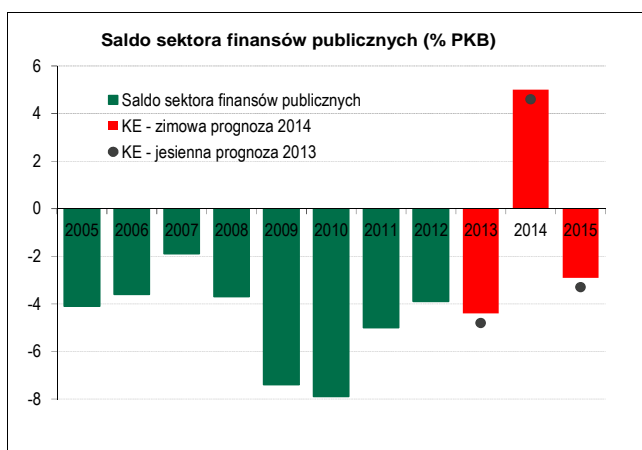
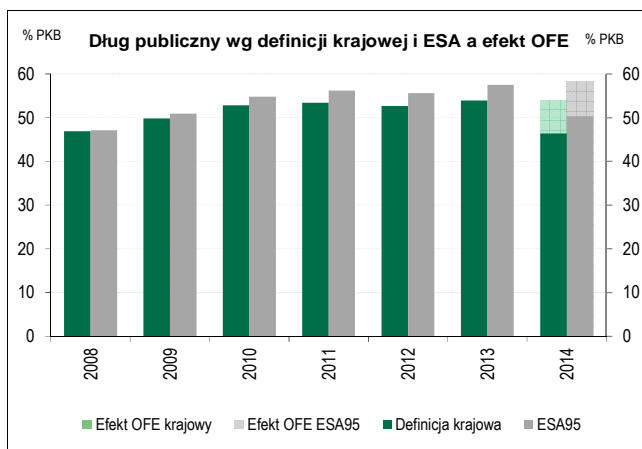
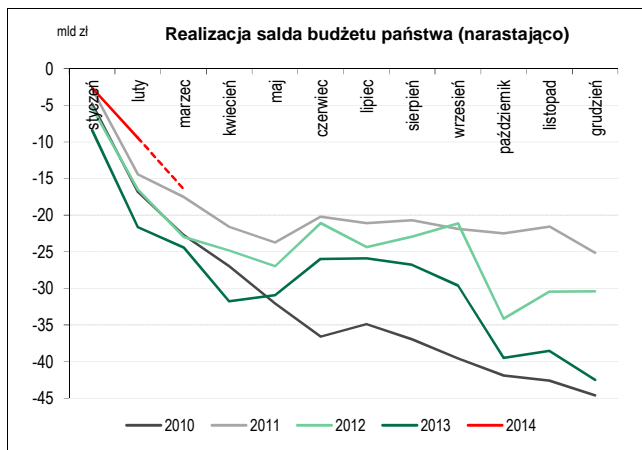
Według Prezesa NBP argumentem za wydłużeniem okresu stabilnych stóp były nowe wyniki projekcji, które nie wskazują, aby należało obawiać się poważniejszej presji inflacyjnej w najbliższych kwartałach. Jednocześnie, w ocenie banku centralnego nie miało sensu wydłużanie okresu niepewności dla rynków finansowych. Marek Belka powiedział również, że decyzję o przedłużeniu *forward guidance* przyspieszyła – paradoksalnie – sytuacja na Ukrainie, ponieważ RPP chciała zasygnalizować, że nie widzi na horyzoncie poważnych zagrożeń, przynajmniej w kontekście polityki pieniężnej, i dać wyraz zaufaniu do fundamentów polskiej gospodarki i siły złotego.

O ile przed ostatnim posiedzeniem trzech członków RPP sugerowało, że nie należy wykluczać rozpoczęcia zacieśniania polityki pieniężnej jeszcze w tym roku, to według Marka Belki Rada była w marcu zgodna w sprawie wydłużenia horyzontu *forward guidance* przynajmniej do końca III kwartału. Adam Glapiński stwierdził nieco łagodniej, że decyzja miała poparcie „zdecydowanej większości”. Nie wiemy na razie na ile poglądy A. Bratkowskiego, J. Hausnera i A. Rzońcy ewoluowały pod wpływem ostatnich informacji, ale ich ewentualne wypowiedzi w najbliższych tygodniach mogą być szczególnie interesujące w kontekście oczekiwań dot. perspektyw polityki pieniężnej.

... ale na obniżki stóp nie ma co liczyć

Wprawdzie Prezes NBP stwierdził na konferencji RPP, że w komunikacie nigdzie nie ma mowy o tym, że kolejną decyzją będzie podwyżka stóp, to jednocześnie dał do zrozumienia, że obniżki nie powinny być obecnie brane pod uwagę – jego zdaniem obniżanie stóp w sytuacji, gdy gospodarka dość żwawo przyspiesza byłoby „dziwnym” działaniem procyklicznym i błędem.

Pod lupą: polityka fiskalna



	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	11.03	zmiana od 10.02.14	zmiana od 31.12.13	11.03	zmiana od 10.02.14	zmiana od 31.12.13
Polska	261	-15	23	80	-1	1
Czechy	57	-5	-2	59	0	-2
Węgry	437	-11	60	240	-21	-16
Grecja	532	-80	-129	67	14	31
Hiszpania	167	-24	-53	117	-12	-37
Irlandia	142	-20	-11	88	-13	-32
Portugalia	270	-58	-139	211	-53	-136
Włochy	175	-27	-40	138	-24	-31
Francja	57	-2	8	50	-4	-4
Niemcy	-	-	-	24	-1	-2

Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, GUS, BZ WBK

Budżet korzysta z ożywienia gospodarczego

W styczniu deficyt budżetowy wyniósł 2,6 mld zł i stanowił 5,6% rocznego planu, natomiast po lutym wg wstępnych informacji deficyt wyniósł ok. 9,5 mld zł i stanowił 20% tegorocznego planu. To najniższy poziom zaawansowania deficytu po dwóch miesiącach roku od 2008 r. (w 2013 r. dziura w budżecie po lutym wyniosła 21,7 mld zł). Wg nieoficjalnych na razie informacji MF dochody po dwóch miesiącach wyniosły ok. 51 mld zł, w tym wpływy z VAT ukształtowały się na poziomie ok. 25 mld zł (tj. 21,6% planu), podczas gdy przychody z CIT na 3,85 mld zł (16,6%) oraz PIT na 9,4 mld zł (14,8%). Wydatki budżetowe wyniosły ok. 60,44 mld zł.

Wstępne szacunki wskazują na znaczącą poprawę dochodów budżetowych, których realizacja po dwóch miesiącach roku kształtuje na wyższym poziomie niż średnia z lat 2010-2013 (18,4% planu wobec 15,5%), co jest m.in. wynikiem wyższych przychodów z VAT, których dynamika r/r sięga prawie 30%. Jest to dobry prognostyk na przyszłość. Podtrzymujemy, że tegoroczna realizacja deficytu budżetowego będzie niższa od planu.

Komisja Europejska bardziej optymistyczna

Komisja Europejska podwyższyła prognozy wzrostu PKB dla Polski w zimowej edycji swoich projekcji makroekonomicznych. Komisja spodziewa się przyspieszenia dynamiki PKB do 2,9% w 2014 i 3,1% w 2015 (wobec 2,5% i 2,9% wcześniej oczekiwanych). Lepsze perspektywy wzrostu gospodarczego to przede wszystkim efekt poprawy sytuacji u głównych partnerów handlowych Polski, co wpłynie na kontynuację wzrostu eksportu. W konsekwencji możemy oczekiwać ożywienia w inwestycjach oraz konsumpcji prywatnej.

Najnowsze prognozy Komisji Europejskiej wskazują na jednorazową poprawę miar fiskalnych w Polsce w tym roku, wynikającą z wprowadzenia reformy OFE. W efekcie tych zmian w 2014 r. można oczekiwać nadwyżki sektora *general government* wg ESA95 w wysokości 5% PKB (nieco więcej od naszych oczekiwań na poziomie 4,4% PKB). Umorzenie papierów skarbowych wartych prawie 146 mld zł powinno przyczynić się do spadku długu sektora finansów publicznych do 50,3% PKB (z 57,8% PKB przewidywanych w 2013 r.). Komisja spodziewa się, że w 2015 r. ponownie odnotujemy deficyt, który wyniesie 2,9% PKB (tj. poniżej poziomu referencyjnego), natomiast dług publiczny wzrośnie do ok. 51% PKB.

Komisarz do spraw gospodarczych i walutowych Olli Rehn powiedział, że Komisja wypowie się nt możliwości zdjęcia z Polski procedury nadmiernego deficytu w czerwcu. Obecnie KE czeka na aktualizację Programu Konwergencji, która powinna zostać przygotowana przez Ministerstwo Finansów do końca kwietnia.

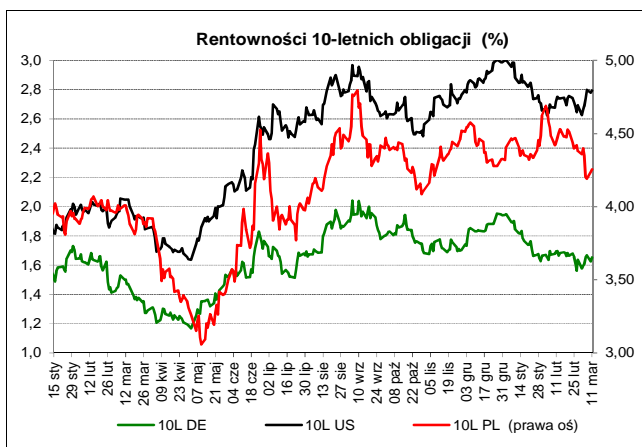
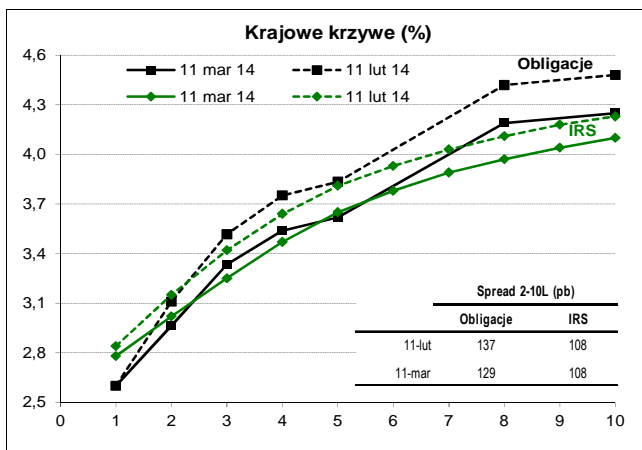
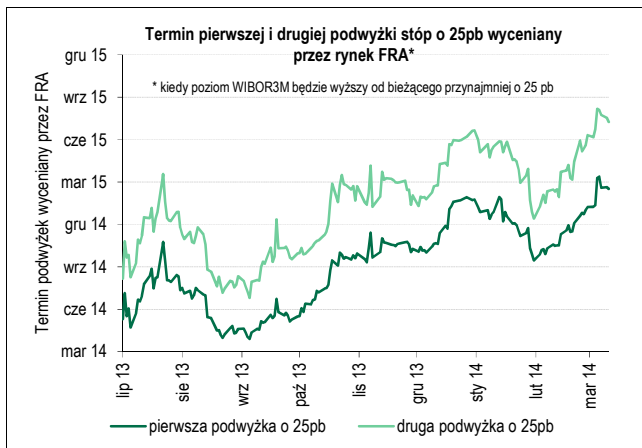
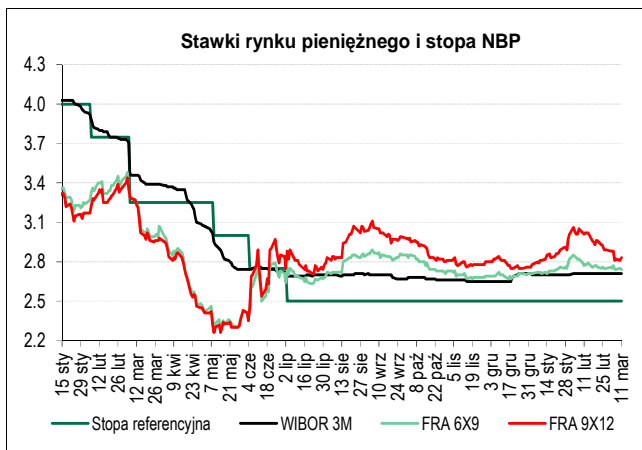
Niepewność na Ukrainie wspiera popyt na bezpieczne aktywa

Początek lutego przyniósł wzrosty rentowności na rynkach bazowych po silnym umocnieniu. Jednak wzrost niepewności na Ukrainie w związku z wydarzeniami na Krymie dał kolejny impuls do wzrostu popytu na bezpieczne aktywa. Ta tendencja wzmocniła się na początku marca.

Luty przyniósł dalsze umocnienie długu krajów peryferyjnych, co było efektem pozytywnych informacji napływających z gospodarek południa Europy. Decyzje agencji ratingowych podwyższających rating (Hiszpania) czy też perspektywę ratingu (Włochy) były dodatkowym impulsem do spadku rentowności obligacji tych krajów.

W tym miesiącu wpływ na rynki bazowe będzie miało posiedzenie Fed (18-19 marca). W czasie tego posiedzenia FOMC zapozna się z najnowszymi prognozami dla amerykańskiej gospodarki, które mogą wpłynąć na dalsze działania. Ostatnie dane makro sugerują, że FOMC będzie kontynuował dotychczasową politykę stopniowej redukcji programu QE3. Przedłużająca się niepewność na Ukrainie powinna wspierać popyt na bezpieczne aktywa.

Rynek stopy procentowej



Źródła: Reuters, BZ WBK

Rynek wycofał się z oczekiwań na podwyżki stóp w tym roku

W lutym stawki WIBOR nie uległy zmianie, podczas gdy stawki FRA obniżyły się dość znacząco, głównie na dłuższe terminy. Był to efekt przede wszystkim nieco niższych od oczekiwań odczytów danych makroekonomicznych (w szczególności inflacji) za styczeń, ale również spadków stawek IRS. W konsekwencji nastąpiło zawężenie spreadu pomiędzy WIBOR 3M i stawkami FRA, w tym dla stawki 9x12 do 17 pb na koniec lutego z 35 pb na koniec stycznia.

Warunki rynkowe uległy znacznej zmianie po marcowym posiedzeniu RPP, na którym Rada zdecydowała się na wydłużenie okresu stabilnych stóp procentowych przynajmniej do końca III kw. W reakcji na tę zmianę nastąpiło dostosowanie w notowaniach FRA, głównie na dłuższe terminy. Spread WIBOR3M-FRA9x12 zawężił się do ok. 10 pb, co wskazuje, że rynek wycofał się z oczekiwań na podwyżki stóp do końca tego roku.

Zmiana retoryki RPP oraz wypowiedzi członków Rady (Hausner, Glapiński, Chojna-Duch, Kaźmierczak), które sugerują dłuższy niż wskazuje na to marcowy komunikat okres stabilnych stóp NBP skłoniły nas do zmian ścieżki stóp procentowych, co wpłynęło również na nasze oczekiwania stawek WIBOR w perspektywie do końca roku. Obecnie oczekujemy, że RPP rozpocznie cykl zacieśniania polityki monetarnej w I kw. 2015 r. Przy takim założeniu spodziewamy się bardzo stopniowego wzrostu WIBOR do końca roku (w tym WIBOR 3M w kierunku 2,80% (średnia w grudniu). Bieżąca wycena rynkowa wskazuje wzrost WIBOR o nieco powyżej 25 pb w perspektywie roku.

RPP wsparła rynki - nowe tegoroczne minima osiągnięte

Poprawa nastrojów globalnych na początku lutego dała impuls do odreagowania na krajowym rynku stopy procentowej. W efekcie rentowności obligacji i stawki IRS spadły dość znacząco (o 19-42 pb dla obligacji oraz o 25-41 pb dla IRS), przy czym najbardziej na wartości zyskał środek i długi koniec krzywych. W wyniku spadku awersji do ryzyka krzywe wypłaszczyły się, głównie w wyniku zacieśnienia spreadu 2-5 lat.

Początek marca przyniósł ponownie wzrost awersji do ryzyka w wyniku wzrostu ryzyka interwencji militarnej Rosji na Krymie. Ten czynnik w pełni został skompensowany przez RPP, której nieoczekiwana decyzja o wydłużeniu *forward guidance* przyczyniła się do spadku rentowności 10-latków do 4,13% (najniższej od października 2013). Impulsem do realizacji zysków była decyzja EBC utrzymująca parametry polityki monetarnej bez zmian oraz osłabienie złotego w wyniku wzrostu niepewności co do dalszego rozwoju wydarzeń na Krymie.

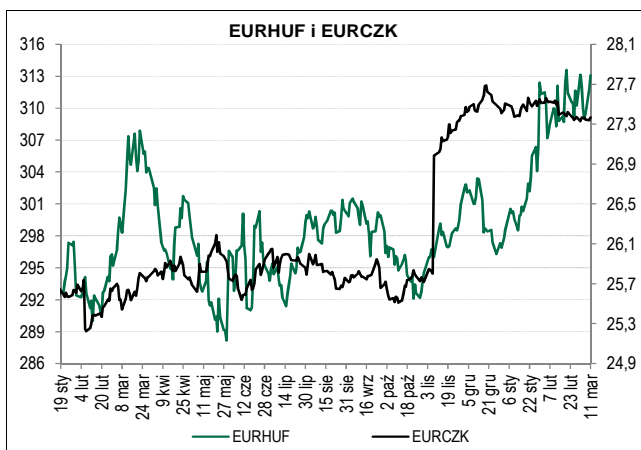
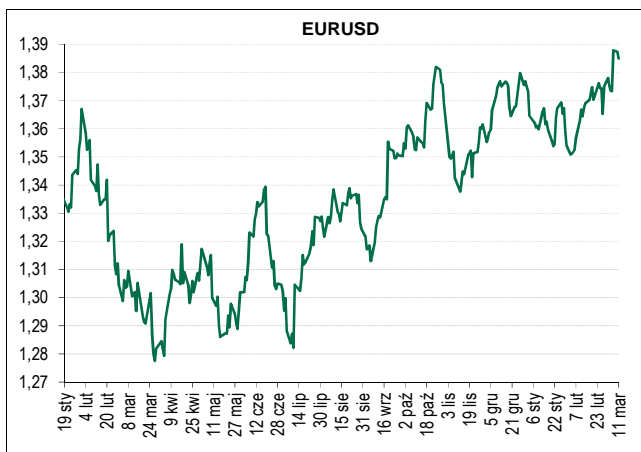
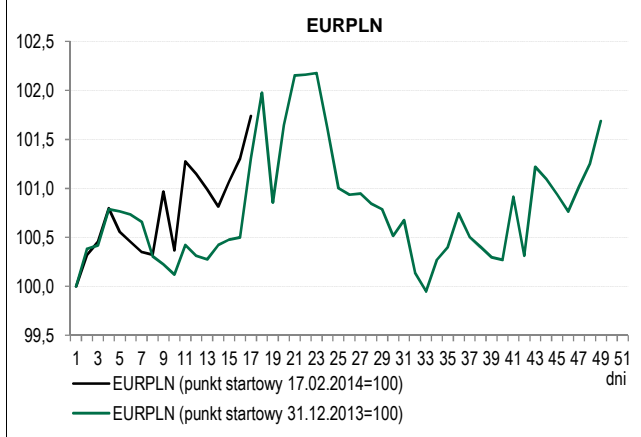
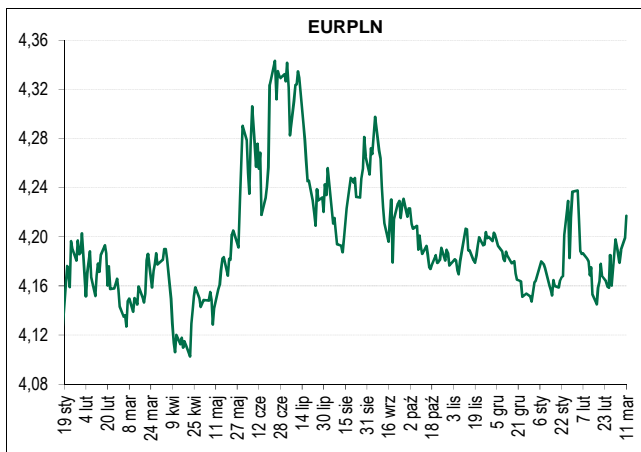
Wbrew wcześniejszym obawom zniknięcie z rynku obligacji największego gracza, jakim były OFE nie miało aż tak negatywnego wpływu jak przewidywano. Popyt na aukcjach utrzymał się na solidnym poziomie, co umożliwiło resortowi finansów sfinansowanie po pierwszej aukcji w marcu prawie 65% rocznych potrzeb pożyczkowych brutto.

Zmienność na rynku utrzyma się

Zrewidowaliśmy w dół nasze prognozy rentowności obligacji w wyniku obniżenia ścieżki stóp procentowych NBP do końca roku i w kolejnych kwartałach. W efekcie tych zmian spodziewamy się bardzo stopniowego wzrostu rentowności obligacji 2-letniej (w kierunku 3,20% w grudniu). W najbliższych miesiącach spodziewamy się zakotwiczenia krótkiej krzywej w okolicach 3%.

Większej zmienności oczekujemy na środku i długim końcu krzywych. Będą one pod wpływem sytuacji na rynkach bazowych, która będzie silnie zależna od dalszych działań banków centralnych, głównie Fed. Oczekiwana przez nas kontynuacja skali redukcji programu QE3 na marcowym posiedzeniu może dać impuls do wzrostów rentowności na rynkach bazowych, który ostatnio dość znacząco wyhamował w wyniku silnego popytu na bezpieczne aktywa (efekt sytuacji na Ukrainie). Spodziewamy się wzrostu rentowności 10-latków nieco powyżej 4,60% na koniec roku, czemu będzie towarzyszył wzrost rentowności na rynkach bazowych.

Rynek walutowy



Źródła: GUS, Reuters, BZ WBK

Złoty może zyskiwać wolniej

W drugiej połowie lutego, podobnie jak w pierwszym miesiącu tego roku, nastroje na rynkach wschodzących pogorszyły się dość znacząco. Pierwsza fala deprecjacji walut wspierana była przez obawy o dalsze ograniczanie QE3 (po opublikowanych minutes FOMC) oraz o kondycję chińskiej gospodarki (dalszy spadek PMI). Czynnikiem, który w minionym miesiącu dodatkowo przyczynił się do odrotu inwestorów z naszego regionu była konflikt na Ukrainie i jego stopniowe zaostrzanie się. W konsekwencji, EURPLN osiągnął 4,23 wobec nawet 4,14 w połowie lutego.

W trakcie trwającej od ostatniej dekady lutego fali deprecjacyjnej pod wpływem „czynnika ukraińskiego” (który dołączył do obaw o wpływ ograniczania QE3 oraz o chińską gospodarkę), złoty osłabia się w podobnym tempie, jak w okresie awersji do ryzyka z początku roku. Niepewność związana z sytuacją za naszą wschodnią granicą raczej nie zniknie w ciągu najbliższych tygodni, co będzie ograniczać potencjał do umocnienia złotego. Poza tym, warto zauważyć, że obawy o rynki wschodzące panują (z przerwami) od początku tego roku i pojawiają się kolejne ogniska niepewności (protesty przeciwko władzy w Wenezueli, Tajlandii, nowe wątki afery korupcyjnej w Turcji). W pierwszym półroczu czeka nas też cykl wyborczy w wielu krajach rozwijających się. Warto przypomnieć, że wg MFW, w tym roku przewaga wzrostu PKB grupy państw rozwijających się nad rozwiniętymi będzie najniższa od 2001. Po marcowym posiedzeniu RPP wygląda również na to, że w tym roku nie będzie podwyżek stóp, które mogłyby być kolejnym czynnikiem wspierającym krajową walutę. Wszystko to może spowodować, że tempo oczekiwanej przez nas aprecjacji złotego w najbliższych miesiącach będzie słabsze, niż do tej pory prognozowaliśmy.

Powściągliwość EBC wspiera euro

EURUSD kontynuował impuls wzrostowy rozpoczęty na początku lutego. Istotny wpływ na dalszą aprecjację euro w relacji do dolara i ruch kursu nieznacznie powyżej 1,39 (do najwyższego poziomu od listopada 2011) miał wydzźwięk marcowego posiedzenia EBC. Bank utrzymał parametry polityki monetarnej na niezmiennym poziomie i wbrew oczekiwaniom nie podjął dodatkowych działań, które wsparłyby gospodarkę. Powtórzył jednocześnie swoją gotowość do działania, jeśli zajdzie taka konieczność.

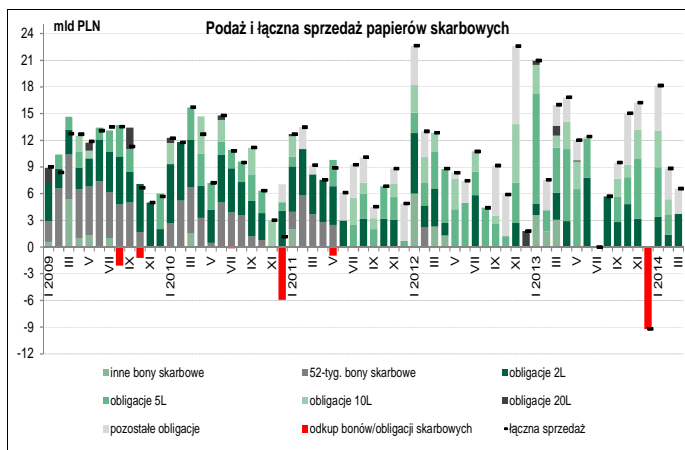
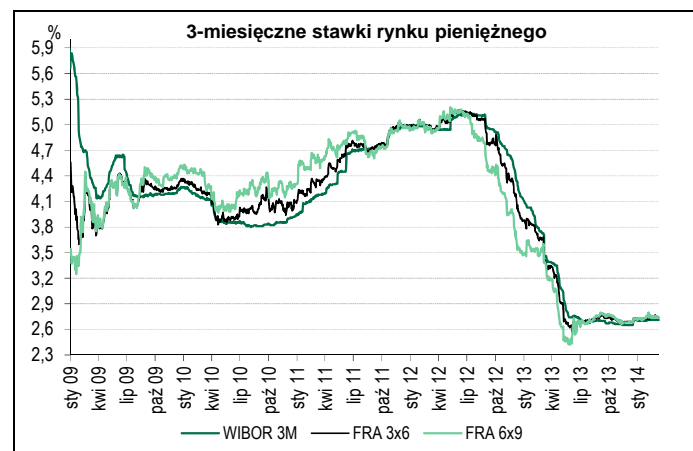
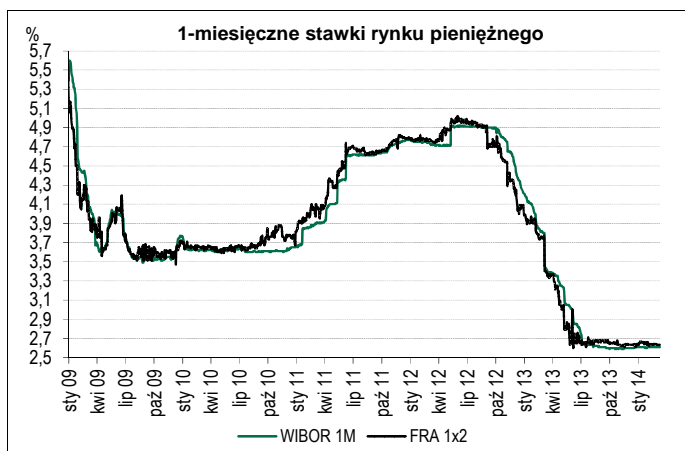
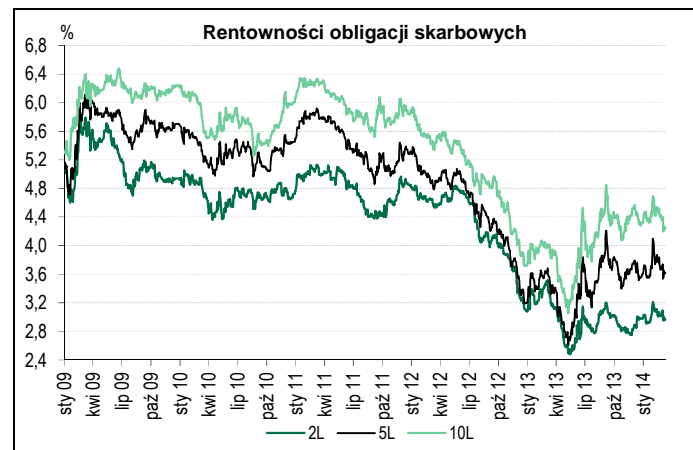
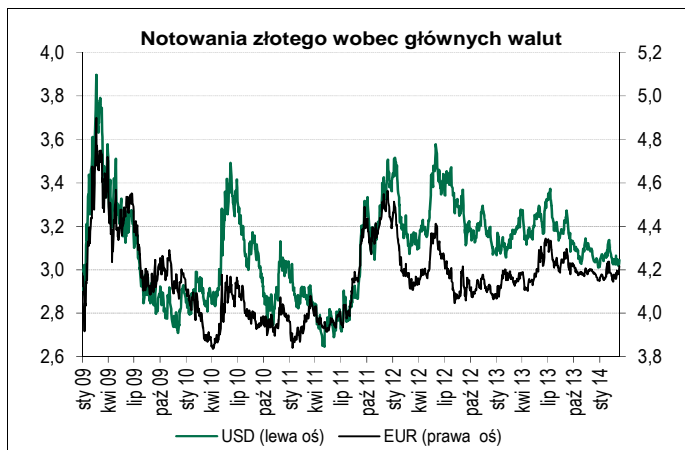
Bank podniósł swoje prognozy PKB do 1,2% (z 1,1%) w tym roku, utrzymując prognozę +1,5% w 2015. Prognoza HICP na ten rok została obniżona do (1,0% z 1,1%), w kolejnych latach oczekiwany jest wzrost do 1,3% w 2015 (bez zmian) i 1,5% w 2016. Oznacza to, że inflacja będzie poniżej celu EBC w horyzoncie projekcji.

Postawa EBC – tylko werbalne okazywanie gotowości do działania – powinna być korzystna dla wspólnej waluty. Z drugiej strony, z powodu niskiej inflacji bank nie będzie chciał zapewne dopuścić do nadmiernego wzrostu EURUSD, więc w kolejnych tygodniach pojawiać się będą zapewne komentarze przedstawicieli EBC przypominających o możliwym dalszym poluzowaniu polityki pieniężnej.

Forint i korona w trendzie bocznym

EURHUF oraz EURCZK utrzymywały się w trendach bocznych w trakcie ostatnich tygodni. Pierwszy z nich pozostał nieco poniżej najwyższego poziomu od stycznia 2012 (ok. 315). Po dość silnym osłabieniu ze stycznia, forint nie tracił już dalej w wyniku nagłego zaostrzenia sytuacji na Ukrainie. Stosunkowo niewielką presję na węgierską walutę wywarła także lutowa decyzja tamtejszego banku centralnego. MNB ponownie zaskoczył inwestorów, obniżając stopy o 15 pb, a nie o 10 pb, jak oczekiwał rynek. Główna stopa wynosi obecnie 2,70% i jest na najniższym poziomie w historii. W komunikacie podkreślono, że decyzja o kontynuacji cyklu luzowania polityki pieniężnej będzie podjęta w marcu po zapoznaniu się z nowymi prognozami dla węgierskiej gospodarki. Oprócz nastrojów globalnych, będzie to istotny czynnik wpływający na notowania forinta w marcu.

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 2013/2014 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg			Przetarg zamiany			
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	Obligacje	sprzedaż
Marzec'13	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	OK0116
lipiec											
sierpień	7.08	OK0116	3000-5000	5695,0							
wrzesień	5.09	OK0112/PS0718	5000-7000	5706,8					25.09	DS1013/OK0114	WZ0119/DS1023
październik	3.10	PS0718	2500-4500	3008,0	22.10	OK0116/IZ0823/DS1023	6000-2000	12019,9	16.10	EUR20140203**	445,0
listopad	7.11	OK0116/PS0718	4000-7000	7964,2	13.11	USD20140115**	100	132	20.11	OK0114/PS0414	DS1023/WS/WZ/IZ
grudzień									5.12	OK0114/PS0414	PS0416/WZ0119
Styczeń'14	9.01	PS0718/WZ0124	3000-5000	6013,0	23.01	OK/PS/WZ/DS	6000-10000	12129,7			
lut	6.02	OK0716/WZ0119	2000-4000	4810,0	13.02	PS0718/DS1013	3000-5000	4011,0			
marzec	6.03	OK0716/WZ0119	2500-5500	6573,0					20.03	PS0414/OK0714	

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja odkupu

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
10 marca CZ: CPI (II)	11 DE: Eksport (I) HU: CPI (II)	12 EZ: Produkcja przemysłowa (I)	13 US: Sprzedaż detaliczna (II)	14 PL: CPI (II) PL: Podaż pieniądza (II) CZ: Produkcja przemysłowa (I) US: Wstępny Michigan (III)
17 PL: Inflacja bazowa (II) PL: Bilans płatniczy (I) EZ: HICP (II) US: Produkcja przemysłowa (II)	18 PL: Place i zatrudnienie (II) DE: Indeks ZEW (III) US: CPI (II) US: Rozpoczęte budowy domów / pozwolenia na budowę (II)	19 PL: Produkcja przemysłowa (II) PL: PPI (II) US: Decyzja Fed	20 PL: Minutes RPP US: Indeks Philly Fed (III) US: Sprzedaż domów (II)	21
24 CN: Wstępny PM – przemysł (III) DE: Wstępny PMI – przemysł (III) EZ: Wstępny PMI – przemysł (III)	25 PL: Sprzedaż detaliczna (II) PL: Stopa bezrobocia (II) DE: Ifo (III) US: Indeks nastrojów konsumentów (III) US: Sprzedaż nowych domów (II) HU: Decyzja banku centralnego	26 US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (II)	27 CZ: Decyzja banku centralnego US: Ostateczny PKB (IV kw.) US: Niezakończona sprzedaż domów (II)	28 US: Dochody osobiste (II) US: Wydatki konsumentów (II) US: Indeks Michigan (III)
31 PL: Bilans płatniczy (IV kw.) PL: Oczekiwania inflacyjne (III) EZ: Wstępny HICP (III)	1 kwietnia PL: PMI – przemysł (III) CN: PMI – przemysł (III) DE: PMI – przemysł (III) EZ: PMI – przemysł (III) US: ISM – przemysł (III) CZ: Ostateczny PKB (IV kw.)	2 US: Raport ADP (III) US: Zamówienia przemysłowe (II)	3 EZ: Decyzja EBC EZ: PMI – usługi (III) DE: PMI – usługi (III)	4 DE: Zamówienia przemysłowe (II) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (III) US: Stopa bezrobocia (III)
7 CZ: Produkcja przemysłowa (II) DE: Produkcja przemysłowa (II)	8	9 PL: Decyzja RPP DE: Eksport (II) CZ: CPI (III) US: Minutes FOMC	10 PL: Bilans płatniczy (II) HU: CPI (III)	11 US: Wstępny Michigan (IV)
14 PL: Podaż pieniądza (III) EZ: Produkcja przemysłowa (II) US: Sprzedaż detaliczna (III)	15 PL: CPI (III) DE: Indeks ZEW (IV) US: CPI (III)	16 PL: Inflacja bazowa (III) PL: Place i zatrudnienie (III) EZ: HICP (III) US: Rozpoczęte budowy domów (III) US: Pozwolenia na budowę domów (III) US: Produkcja przemysłowa (III) US: Beżowa Księga Fed	17 PL: Produkcja przemysłowa (III) PL: PPI (III) PL: Minutes RPP US: Indeks Philly Fed (IV)	18

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

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2014 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie EBC	8	6	6	3	8	5	3	7	4	2	6	4
Posiedzenie RPP	7-8	4-5	4-5	8-9	6-7	2-3	1-2	19	2-3	7-8	4-5	2-3
Minutes RPP	23	20	20	17	22	20	-	21	18	23	20	18
Szybki szacunek PKB*	-	14	-	-	15	-	-	14	-	-	14	-
PKB*	-	28	-	-	30	-	-	29	-	-	28	-
Inflacja CPI	15	14 ^a	14 ^b	15	14	13	15	13	15	15	13	15
Inflacja bazowa	16	-	14	16	15	16	16	14	16	15	17	16
Ceny producenta	21	19	19	17	20	18	17	20	17	17	20	17
Produkcja przemysłowa	21	19	19	17	20	18	17	20	17	17	20	17
Sprzedaż detaliczna	24	24	25	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Place brutto, zatrudnienie	20	18	18	16	19	17	16	19	16	16	19	16
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	2		31			30						
Bilans płatniczy	17	12	17	11	15	13						
Podaż pieniądza	14	14	14	14	14	13						
Wskaźniki koniunktury	23	21	21	23	22	23	22	22	22	22	21	19

*dane kwartalne; ^adane wstępne za styczeń, ^bdane za styczeń i luty. Źródła: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		lut 13	mar 13	kwi 13	maj 13	cze 13	lip 13	sie 13	wrz 13	paź 13	lis 13	gru 13	sty 14	lut 14	mar 14
PMI	pkt.	48,9	48,0	46,9	48,0	49,3	51,1	52,6	53,1	53,4	54,4	53,2	55,4	55,9	55,2
Produkcja przemysłowa	% r/r	-2,1	-2,9	2,8	-1,8	2,8	6,3	2,2	6,3	4,6	2,9	6,7	4,1	6,1	6,8
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-11,4	-18,5	-23,1	-27,5	-18,3	-5,2	-11,1	-4,8	-3,2	-2,9	5,8	-3,9	4,1	7,6
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	-0,8	0,1	-0,2	0,5	1,8	4,3	3,4	3,9	3,2	3,8	5,8	4,8	6,2	1,8
Stopa bezrobocia	%	14,4	14,3	14,0	13,5	13,2	13,1	13,0	13,0	13,0	13,2	13,4	14,0	14,0	13,8
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	4,0	1,6	3,0	2,3	1,4	3,5	2,0	3,6	3,1	3,1	2,7	3,4	3,5	5,0
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-0,8	-0,9	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,3	0,4
Eksport (w euro)	% r/r	4,3	-1,2	11,0	0,3	5,4	6,6	1,9	8,1	0,7	1,7	10,6	6,7	6,5	19,5
Import (w euro)	% r/r	-6,2	-1,3	1,6	-6,1	-1,9	2,8	-0,9	3,2	2,8	-0,7	1,6	3,5	6,8	10,4
Bilans handlowy	mIn EUR	426	-502	630	1	570	78	264	677	68	64	-232	314	419	612
Rachunek bieżący	mIn EUR	-668	-272	569	-176	100	-661	-533	-877	-213	-957	-843	-898	175	337
Rachunek bieżący	% PKB	-3,3	-3,1	-2,8	-2,8	-2,3	-1,9	-2,0	-1,9	-1,8	-1,7	-1,5	-1,4	-1,2	-1,0
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-21,7	-24,4	-31,7	-30,9	-26,0	-25,9	-26,8	-29,6	-39,5	-38,5	-42,5	-2,6	-9,4	-16,4
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	42,0	47,3	61,6	60,0	50,4	50,3	51,9	57,4	76,6	74,7	82,4	5,6	19,9	34,6
Inflacja (CPI)	% r/r	1,3	1,0	0,8	0,5	0,2	1,1	1,1	1,0	0,8	0,6	0,7	0,7	0,8	0,9
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	1,1	1,0	1,1	1,0	0,9	1,4	1,4	1,3	1,4	1,1	1,0	0,9	1,2	1,2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-0,3	-0,7	-2,1	-2,5	-1,3	-0,8	-1,1	-1,4	-1,4	-1,5	-1,0	-0,9	-1,3	-0,7
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	5,5	6,6	7,4	6,5	7,0	6,6	6,1	6,1	5,9	5,7	6,2	5,5	5,6	5,3
Zobowiązania	% r/r	5,2	6,6	7,1	6,0	6,5	5,6	5,8	6,0	5,9	5,2	6,0	5,0	4,8	4,3
Należności	% r/r	3,7	3,5	2,3	1,4	3,5	3,7	3,3	3,7	2,9	3,8	4,0	4,3	5,2	5,1
EUR/PLN	PLN	4,17	4,16	4,14	4,18	4,28	4,28	4,23	4,24	4,19	4,19	4,18	4,18	4,18	4,22
USD/PLN	PLN	3,12	3,21	3,18	3,22	3,25	3,27	3,18	3,17	3,07	3,10	3,05	3,07	3,06	3,07
CHF/PLN	PLN	3,39	3,39	3,39	3,36	3,47	3,46	3,43	3,43	3,40	3,40	3,41	3,39	3,42	3,46
Stopa referencyjna ^b	%	3,75	3,25	3,25	3,00	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
WIBOR 3M	%	3,80	3,48	3,29	2,86	2,74	2,70	2,70	2,69	2,67	2,65	2,67	2,70	2,71	2,71
Rentowność obligacji 2L	%	3,36	3,26	2,89	2,55	2,86	2,87	2,98	3,07	2,90	2,80	2,94	2,99	3,06	3,00
Rentowność obligacji 5L	%	3,56	3,46	3,03	2,80	3,43	3,36	3,67	3,86	3,62	3,64	3,65	3,67	3,79	3,75
Rentowność obligacji 10L	%	4,00	3,93	3,50	3,28	3,95	3,97	4,31	4,50	4,28	4,38	4,41	4,42	4,47	4,30

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

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2011	2012	2013	2014	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
PKB	mld PLN	1 523,2	1 595,2	1 631,8	1 706,0	377,9	395,7	404,3	453,9	392,5	414,2	422,3	477,0
PKB	% r/r	4,5	1,9	1,6	3,5	0,5	0,8	1,9	2,7	3,1	3,6	3,6	3,7
Popyt krajowy	% r/r	3,6	-0,2	-0,1	3,0	-0,9	-1,7	0,5	1,2	1,5	3,5	3,0	3,7
Spożycie indywidualne	% r/r	2,6	0,8	0,8	2,4	0,0	0,2	1,0	2,1	2,2	2,3	2,5	2,6
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	8,5	-0,8	-0,4	4,6	-2,1	-3,2	0,6	1,3	1,5	2,0	5,0	7,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	7,7	1,0	2,3	5,9	-2,0	1,2	4,9	4,7	5,7	5,5	5,5	6,6
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	12,3	-1,0	-10,3	10,7	-15,6	-22,9	-7,0	0,0	2,9	13,4	13,9	9,9
Sprzedż detaliczna ^a	% r/r	11,2	6,0	2,6	5,6	0,9	0,8	4,0	4,5	4,4	5,4	5,2	7,2
Stopa bezrobocia ^b	%	12,5	13,4	13,4	12,6	14,3	13,2	13,0	13,4	13,8	12,6	12,3	12,6
Place brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	5,2	3,7	3,4	4,7	2,6	3,3	4,0	3,6	4,2	4,9	4,7	4,8
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,6	0,0	-0,8	0,4	-0,7	-1,1	-1,2	-0,1	0,1	0,4	0,5	0,5
Eksport (w euro)	% r/r	12,1	5,9	4,5	11,6	3,2	5,5	5,6	3,7	11,0	11,4	11,8	12,0
Import (w euro)	% r/r	12,2	2,3	-0,3	9,6	-2,0	-2,2	1,7	1,2	7,0	11,0	10,0	10,5
Bilans handlowy	mIn EUR	-10 059	-5 175	1 981	5 153	-139	1 203	1 017	-100	1 345	1 489	1 829	490
Rachunek bieżący	mIn EUR	-18 519	-14 191	-5 912	-2 580	-2 313	486	-2 072	-2 013	-386	-60	-849	-1 285
Rachunek bieżący	% PKB	-5,0	-3,7	-1,5	-0,6	-3,1	-2,3	-1,9	-1,5	-1,0	-1,1	-0,8	-0,6
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-5,0	-3,9	-4,4	4,4	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	4,3	3,7	0,9	1,1	1,3	0,5	1,1	0,7	0,8	1,1	0,9	1,7
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	4,6	2,4	0,7	1,9	1,0	0,2	1,0	0,7	0,9	1,4	1,2	1,9
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	2,4	2,2	1,2	1,2	1,2	1,0	1,4	1,2	1,1	1,3	1,1	1,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	7,6	3,4	-1,3	0,1	-0,7	-2,0	-1,1	-1,3	-1,0	0,0	0,0	1,4
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	12,5	4,5	6,2	7,2	6,6	7,0	6,1	6,2	5,3	5,0	6,4	7,2
Zobowiązania ^b	% r/r	11,7	4,7	6,0	6,9	6,6	6,5	6,0	6,0	4,3	4,2	5,5	6,9
Należności ^b	% r/r	14,4	1,2	3,6	4,8	3,5	3,5	3,7	4,0	5,1	4,0	4,1	4,8
EUR/PLN	PLN	4,12	4,19	4,20	4,09	4,16	4,20	4,25	4,19	4,19	4,14	4,04	3,99
USD/PLN	PLN	2,96	3,26	3,16	2,97	3,15	3,22	3,21	3,08	3,07	3,02	2,93	2,87
CHF/PLN	PLN	3,34	3,47	3,41	3,28	3,38	3,41	3,44	3,40	3,43	3,37	3,22	3,11
Stopa referencyjna ^b	%	4,50	4,25	2,50	2,50	3,25	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
WIBOR 3M	%	4,54	4,91	3,02	2,74	3,77	2,96	2,70	2,66	2,71	2,72	2,74	2,78
Rentowność obligacji 2L	%	4,81	4,30	2,98	3,10	3,29	2,77	2,98	2,88	3,02	3,07	3,13	3,18
Rentowność obligacji 5L	%	5,44	4,53	3,46	3,82	3,49	3,09	3,63	3,64	3,73	3,94	3,86	3,73
Rentowność obligacji 10L	%	5,98	5,02	4,04	4,43	3,95	3,58	4,26	4,36	4,40	4,37	4,40	4,57

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 11.03.2014 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 5341888, Email: maciej.reluga@bzwbk.pl

Piotr Bielski	22 534 18 87
Agnieszka Decewicz	22 534 18 86
Marcin Luziński	22 534 18 85
Marcin Sulewski	22 534 18 84

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 22 534 1888, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl