

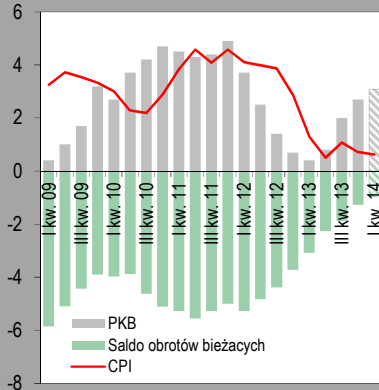
MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Maj 2014

ECB czeka do czerwca, RPP do lipca

Wskaźniki aktywności gospodarczej (% r/r)



Termin podwyżek stóp wyceniany przez FRA



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

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

■ **Dane dotyczące polskiej gospodarki, które pojawiły się w ostatnim okresie były niejednoznaczne** – niektóre z nich okazały się słabsze od prognoz (PMI, produkcja przemysłowa, sprzedaż detaliczna, eksport), podczas gdy inne przebiły oczekiwania (produkcja w budownictwie, płace i zatrudnienie). Naszym zdaniem większość negatywnych niespodzianek, które pojawiły się w ostatnim tygodniu, wynikała z jednorazowych zaburzeń, a ogólny obraz sytuacji nie uległ istotnej zmianie – gospodarka nadal znajduje się na ścieżce stopniowego ożywienia i wciąż spodziewamy się przyspieszenia wzrostu gospodarczego z ok. 3% r/r w I kwartale do blisko 4% r/r w ostatnim kwartale tego roku. Wpływu kryzysu na Ukrainie na polską gospodarkę nadal nie widać w twardych danych (choćby nastroje przedsiębiorców pogorszyły się, co pokazało m.in. badanie PMI). Wpływ ten może być stosunkowo niewielki, o ile narastający konflikt pomiędzy Rosją a Zachodem nie zatrzyma kruchej ożywienia gospodarczego w strefie euro.

■ **Inflacja jest nadal niska i przez większą część tego roku pozostanie wyraźnie poniżej celu inflacyjnego.** Tempo wzrostu CPI prawdopodobnie sięgnęło dna w I kwartale 2014 i w kolejnych miesiącach prawdopodobne jest jego stopniowe przyspieszenie, którego źródłem będzie m.in. niska baza statystyczna. Niemniej, spodziewamy się bardziej wyraźnego przyspieszenia wzrostu inflacji w IV kwartale, w miarę jak rosnący popyt krajowy będzie wywierał coraz większą presję na ceny detaliczne, a oprócz tego ceny żywności mocno odbiją w górę. Ryzyko dla naszego scenariusza inflacyjnego jest nadal asymetryczne w dół, co wynika z zewnętrznych czynników, m.in. rosyjskiego embarga na polskie produkty, czy niskich światowych cen surowców.

■ **Banki centralne w strefie euro i w Polsce zdecydowały, że ze zmianami w polityce pieniężnej lepiej zaczekać na nową edycję prognoz ekonomicznych.** W przypadku polskiej Rady Polityki Pieniężnej oznacza to pozostanie w trybie uśpienia aż do lipca (w ostatnich tygodniach rynek finansowy ponownie wydłużył oczekiwany okres stabilnych stóp – wykres obok). Z kolei Europejski Bank Centralny zasugerował, że już w czerwcu może zaaplikować nowe działania na rzecz złagodzenia polityki, ponieważ niska inflacja i silne euro mogą zakłócić proces ożywienia gospodarczego.

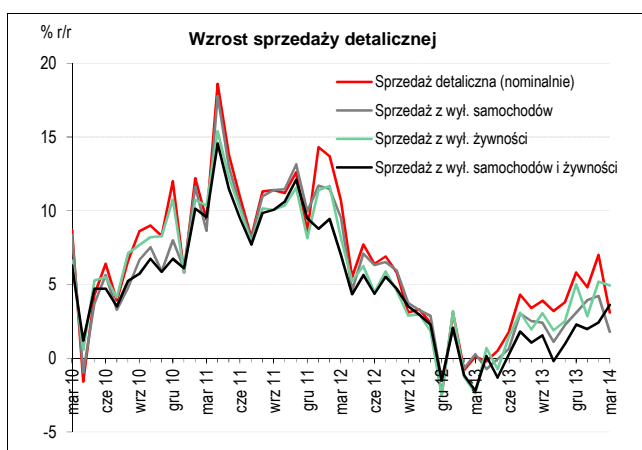
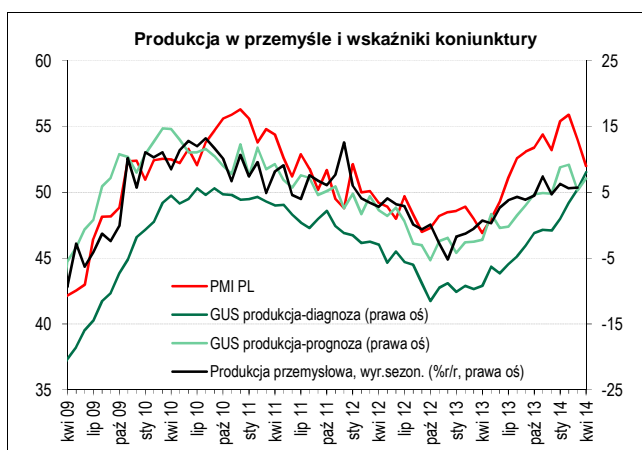
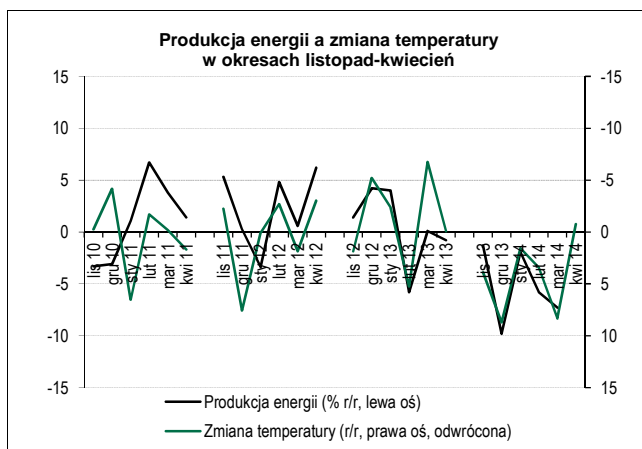
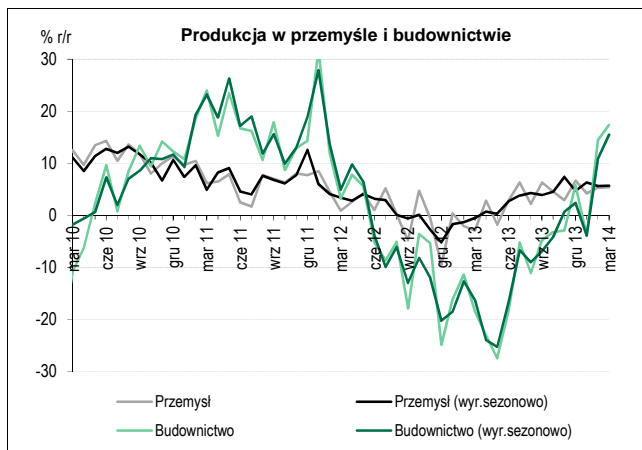
■ **Naszym zdaniem polityka EBC i sytuacja na Ukrainie to nadal główne czynniki oddziałujące na krajowy rynek długu i walutowy.** Z jednej strony, możliwe działania EBC powinny utrzymać rentowności obligacji na niskich poziomach i umocnić złotego, z drugiej strony możliwa eskalacja konfliktu na Ukrainie może spowodować ruchy w przeciwnym kierunku. W średnim terminie nadal spodziewamy się aprecjacji złotego i wzrostu rentowności obligacji wzdłuż całej krzywej. Jednak, proces wzrostu rentowności może być wolniejszy niż wcześniej zakładaliśmy i zarysować się wyraźniej dopiero w ostatnim kwartale tego roku, kiedy wzrost gospodarczy nabierze tempa a inflacja zacznie się zbliżać do celu NBP.

Na rynku finansowym 9 maja 2014 r.:

Stopa depozytowa NBP	1,00	WIBOR 3M	2,72	EURPLN	4,1787
Stopa referencyjna NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	2,85	USDPLN	3,0247
Stopa lombardowa NBP	4,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	3,45	CHFPLN	3,4292

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 9.05.2014 r.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, Markit, BZ WBK

Przemysł i budownictwo pod wpływem pogody

Wzrost produkcji sprzedanej przemysłu wyniósł w marcu 5,4% r/r (wobec 5,3% r/r w lutym) i był słabszy od prognoz. Wygląda jednak na to, że lekkie rozczarowanie dynamiką przemysłu po raz kolejny było w dużym stopniu efektem warunków atmosferycznych, które w tym roku były znacznie lepsze niż przed rokiem (w marcu 2013 było zimniej i miały miejsce opady śniegu). W konsekwencji, produkcja w sektorze energetycznym drugi miesiąc z rzędu spadła znacząco (-7,3% r/r), co zaważyło na ogólnym wyniku przemysłu. Jeżeli jednak spojrzymy na produkcję w przetwórstwie przemysłowym, marzec pokazał bardzo solidny wzrost o 7,7% r/r (najwyżej od stycznia 2012), potwierdzający, że ten sektor nadal jest w fazie ekspansji.

Z kolei produkcja budowlano-montażowa zaskoczyła wynikiem znacznie lepszym od prognoz (17,4% r/r). W tym wypadku lepsza pogoda przyczyniła się do poprawy dynamiki. Skala poprawy sugeruje jednak naszym zdaniem, że oprócz przejściowego wpływu warunków atmosferycznych mamy do czynienia z faktycznym ożywieniem aktywności w tym sektorze, prawdopodobnie związanym m.in. ze wzrostem aktywności inwestycyjnej.

PMI rozczarowuje, ale indeksy GUS rosną

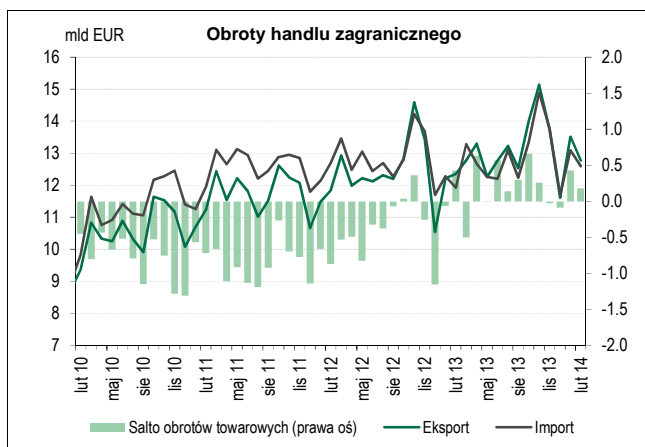
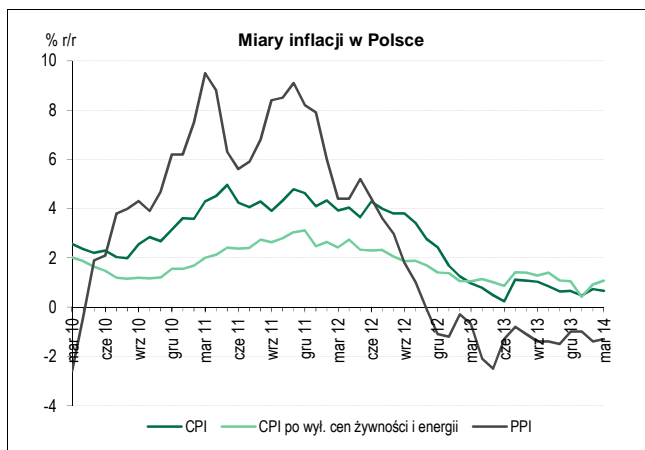
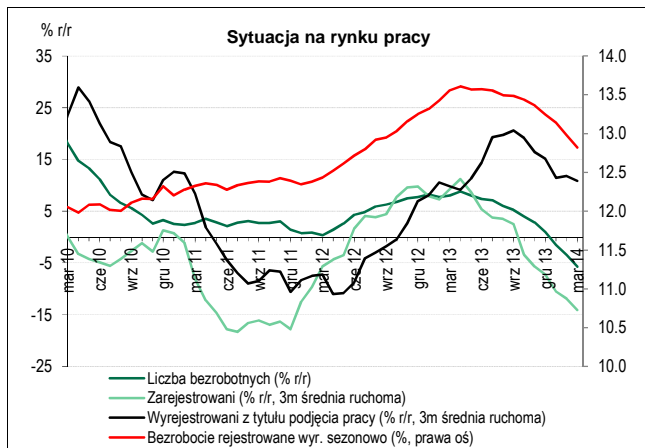
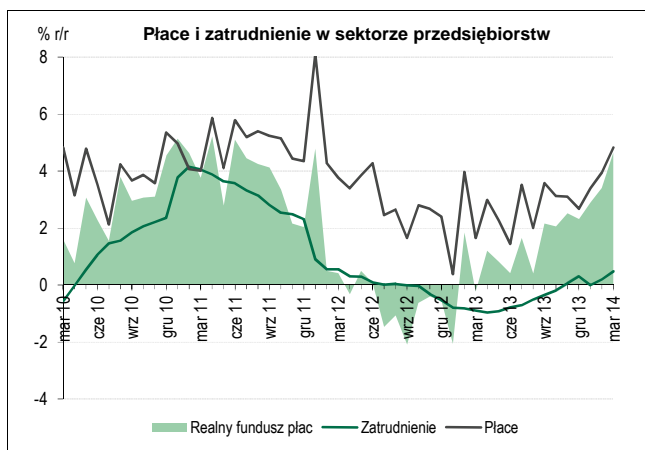
Indeks PMI dla Polski również okazał się rozczarowujący. W kwietniu indeks PMI wyniósł tylko 52 pkt. wobec 54 pkt w poprzednim miesiącu. Był to najniższy odczyt od lipca 2013 r. Spadki odnotowano w 4 z 5 składowych indeksu, co mogło po części wynikać z wpływu negatywnych informacji z Ukrainy na oczekiwania. Obniżył się m.in. indeks dla nowych zamówień eksportowych. To kolejny sygnał ostrzegawczy ze strony indeksu PMI odnośnie perspektyw rozwoju polskiej gospodarki. Z drugiej strony, w naszej ocenie wartości indeksu w poprzednich miesiącach były nadmiernie optymistyczne i nawet po znaczącej korekcie, jaka nastąpiła w marcu i kwietniu, poziom PMI jest spójny ze wzrostem produkcji przemysłowej o ponad 6% r/r. Ponadto, indeksy koniunktury obliczane przez GUS wciąż poruszają się w trendzie wzrostowym – indeks dla przetwórstwa wzrósł do 6,6 pkt., czyli do najwyższego poziomu od końca 2010 r. Niemniej, najbliższe dane o aktywności gospodarczej będą obserwowane z dużą uwagą w poszukiwaniu faktycznych oznak osłabienia koniunktury.

Samochody i Wielkanoc zaburzyły dane o sprzedaży

Dane o sprzedaży detalicznej za marzec były wyraźnie słabsze od oczekiwań – wzrost sprzedaży spowolnił do 3,1% r/r, najwolniejszego tempa od czerwca 2013. W naszej ocenie do tego rozczarowania przyczyniły się głównie dwa czynniki: po pierwsze, zbyt optymistyczne prognozy sprzedaży pojazdów mechanicznych w ostatnim miesiącu obowiązywania ulg na samochody „z kratką”; po drugie, niedoszacowany wpływ efektu wysokiej bazy, wynikający z późniejszego terminu Wielkanocy. Warto podkreślić, że w związku z tym odczyt kwietniowy powinien być wysoki – nawet w okolicach dwucyfrowej dynamiki.

Sprzedaż pojazdów, motocykli i części wzrosła o 7% m/m i 12,3% r/r (w lutym 11,8% m/m i 24,9% r/r). Natomiast sprzedaż żywności i napojów, po wzroście o 6,9% r/r w lutym, zanotowała w marcu spadek o 7,3% r/r, a pozostała sprzedaż w niewyspecjalizowanych sklepach spadła o 3% r/r po wzroście o 7,2% r/r miesiąc wcześniej. Te dwie kategorie są mocno powiązane z zakupami wielkanocnymi. Tymczasem sprzedaż detaliczna po usunięciu samochodów oraz kategorii „wielkanocnych” zanotowała przyspieszenie do 4,0% r/r w marcu z 1,6% r/r w lutym. Dlatego naszym zdaniem dane o marcowej sprzedaży nie świadczą o pogorszeniu perspektyw popytu konsumpcyjnego. Ożywienie na rynku pracy jest znacznie mocniejsze niż można było przypuszczać, co przekłada się na poprawę sytuacji materialnej gospodarstw domowych i powinno sprzyjać stopniowo coraz większym zakupom w kolejnych miesiącach.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, BZ WBK

Dane z rynku pracy wciąż zaskakują w górę

Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wyniosło w marcu 5,515 mln osób i było wyższe o 0,5% niż przed rokiem. Jednocześnie wzrost przeciętnych płac przyspieszył do 4,8% r/r i był najwyższy od stycznia 2012, a stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się do 13,5% (wg szacunków MPIPS w kwietniu spadła do 13,0%). Dane z rynku pracy były, już po raz kolejny, wyraźnie lepsze od oczekiwań. Najwyraźniej polskie przedsiębiorstwa z rosnącym optymizmem patrzą w przyszłość, coraz śmielej zatrudniają nowych pracowników i oferując stopniowo coraz wyższe wynagrodzenia.

W porównaniu z lutym liczba etatów zwiększyła się o ponad 7 tys., co jest najlepszym marcowym wynikiem od 2008 roku. Podobnie jak w poprzednich kilku miesiącach, największy udział miał w tym wzrost zatrudnienia w przetwórstwie przemysłowym (+5 tys.). Rosnący popyt na pracowników to prawdopodobnie efekt m.in. stopniowego wzrostu aktywności inwestycyjnej firm.

Stopa bezrobocia rejestrowanego (odsezonowana) porusza się w trendzie spadkowym już od lipca 2013 r., jednak od kilku miesięcy jesteśmy regularnie zaskakiwani tempem jej spadku. Warto zauważyć, że tempo wzrostu liczby wyrejestrowań z tytułu podjęcia pracy zaczęło się stabilizować na wysokim dwucyfrowym poziomie a tempo wzrostu liczby zarejestrowanych bezrobotnych wciąż spada. Sugeruje to dalsze silne spadki stopy bezrobocia w ciągu roku, nawet poniżej 12% w III kw. i poniżej 12,5% w grudniu.

Dalsze przyspieszenie wzrostu płac w marcu, po i tak już bardzo dobrym wyniku z lutego (4,0% r/r), również napawa optymizmem. Z miesiąca na miesiąc strumień dochodów z pracy trafiający do sektora gospodarstw domowych się powiększa. Przy wciąż niskiej inflacji oznacza to znaczny wzrost siły nabywczej dochodów gospodarstw domowych i zapowiada dalsze przyspieszenie wzrostu konsumpcji prywatnej.

W inflacji (na razie) nic nowego

W marcu inflacja CPI utrzymała się na poziomie 0,7% r/r. Jednym z czynników wywierających ujemną presję na CPI był spadek cen wieprzowiny o 3,2% m/m, zapewne głównie wskutek rosyjskiego embarga na ten rodzaj mięsa. Inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła 1,1% r/r a inflacja PPI pokazała -1,3% r/r

W gospodarce nadal brak presji inflacyjnej. W najbliższych miesiącach dynamika CPI pozostanie zapewne na niskim poziomie, poniżej 1%. Pod koniec roku spodziewamy się jednak jej wzrostu w kierunku 2%, m.in. za sprawą wyższego popytu konsumentów, efektu niskiej bazy i wzrostu cen żywności. Dane Ministerstwa Rolnictwa wskazują, że już w kwietniu ceny mięsa wieprzowego zaczęły ponownie wyraźnie rosnać.

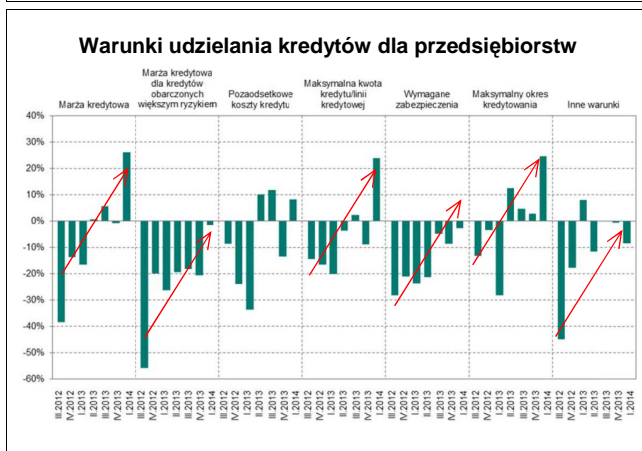
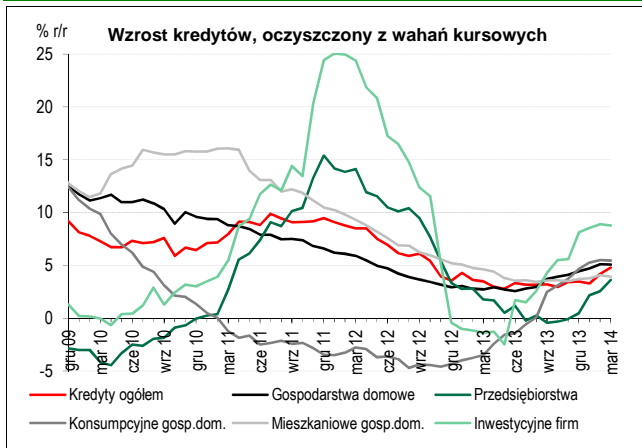
Czynniki zewnętrzne, w tym ryzyko deflacji w strefie euro i konflikt rosyjsko-ukraiński generują ryzyko niższej inflacji.

Handel zagraniczny rozczarowuje, ale zapewne jednorazowo

W lutym deficyt na rachunku obrotów bieżących wyniósł 572 mln € Negatywną niespodzianką były przede wszystkim dane o handlu towarowym. Korekta obrotów handlowych (w eksporcie -5,5% m/m, w imporcie -3,8% m/m) jest naszym zdaniem zbyt wyraźna, aby można ją było w pełni przypisać sytuacji na Ukrainie. Zwraca uwagę również pojawienie się znacznej rozbieżności pomiędzy dynamiką eksportu a dynamiką produkcji przemysłowej. Może to sugerować, że lutowe zaburzenie było raczej zjawiskiem jednorazowym. Na taki scenariusz wskazują m.in. sygnały z firm transportowych.

NBP zrewidował dane o bilansie płatniczym za styczeń, które po zmianach pokazały niższy niż wcześniej opublikowano deficyt na rachunku obrotów bieżących (825 mln € vs 1135 mln € wcześniej). W efekcie, skumulowany 12-miesięczny deficyt obrotów bieżących wyniósł w styczniu i w lutym zaledwie -1,1% PKB.

Gospodarka Polski



Wzrost popytu na kredyty, głównie ze strony firm

▪ Ożywienie na rynku kredytowym stopniowo przybiera na sile. Tempo wzrostu kredytów ogółem w polskim sektorze bankowym przyspieszyło w marcu do 4,7% r/r, w czym spory udział miała poprawa dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw (3,6% r/r, najwyżej od 1,5 roku). Utrzymuje się podwyższony popyt firm na kredyty inwestycyjne (wzrost ok. 9% r/r), i powoli zaczęło rosnąć zapotrzebowanie przedsiębiorców na kredyty bieżące (choć ich dynamika wciąż jeszcze jest niska, 1,1% r/r). Tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych ustabilizowało się w pobliżu 5% r/r. Rynek kredytów na nieruchomości rośnie od ponad trzech kwartałów w tempie blisko 4% r/r (po korekcie, eliminującej wpływ wahań kursowych). Wzrost kredytów konsumpcyjnych, po wcześniejszym przyspieszeniu, utrzymuje się nieco powyżej 5% r/r.

▪ Według najnowszej ankiety NBP nt. sytuacji na rynku kredytowym banki w I kwartale br. zdecydowały się na poprawę warunków kredytowania przedsiębiorstw (obniżenie marż, wydłużenie okresu kredytowania, podwyższenie max. kwoty kredytu). Po raz pierwszy od dwóch lat ocena dot. jakości portfela dla firm przyczyniła się do złagodzenia polityki kredytowej w tym segmencie. Zaostrzenie kryteriów udzielania kredytów mieszkaniowych w związku z Rekomendacją S nie zachwiało popytem na kredyty mieszkaniowe. Banki spodziewają się dalszego łagodzenia polityki kredytowej w zakresie kredytów krótkoterminowych dla firm i niewielkiego łagodzenia polityki kredytowej wobec gospodarstw domowych. Oczekują też istotnego wzrostu popytu na kredyty dla firm oraz kredyty mieszkaniowe i konsumpcyjne w II kwartale br.

▪ Naszym zdaniem ożywienie na rynku kredytowym obserwowane w ostatnich miesiącach, będzie kontynuowane w dalszej części roku, sprzyjając realizacji scenariusza dalszego przyspieszenia wzrostu gospodarczego, przy rosnącej roli popytu krajowego.

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragmenty komunikatu RPP w maju:

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

Dane o krajowej aktywności gospodarczej potwierdzają kontynuację stopniowego ożywienia wzrostu w Polsce. W marcu produkcja przemysłowa i sprzedaż detaliczna nadal rosły, choć wolniej niż oczekiwano. Równocześnie przyspieszył wzrost produkcji budowlano-montażowej. Wskaźniki koniunktury – pomimo pewnego osłabienia w marcu – nadal sygnalizują kontynuację wzrostu aktywności w kolejnych kwartałach. Stopniowemu przyspieszeniu aktywności gospodarczej towarzyszy umiarkowany wzrost dynamiki akcji kredytowej, zarówno dla przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych. (...) Ożywienie gospodarcze stopniowo przekłada się na sytuację na rynku pracy. Powolnemu wzrostowi zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw towarzyszy stopniowy spadek bezrobocia. Stopa bezrobocia kształtuje się jednak nadal na podwyższonym poziomie, co ogranicza presję płacową w gospodarce.

W marcu inflacja CPI wyniosła 0,7%, pozostając wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Na niskim poziomie utrzymała się także inflacja bazowa. Kontynuowany był również spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu. Towarzystwo temu utrzymywanie się niskich oczekiwań inflacyjnych.

W ocenie Rady, w najbliższych kwartałach prawdopodobna jest kontynuacja stopniowej poprawy koniunktury, jednak presja inflacyjna pozostanie ograniczona. W związku z tym Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. Rada podtrzymuje ocenę, że stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmiennymi w dłuższym okresie, tj. co najmniej do końca trzeciego kwartału br.

Źródła: GUS, szybko.pl, NBP, BZ WBK

Polityka pieniężna nadal przewidywalna

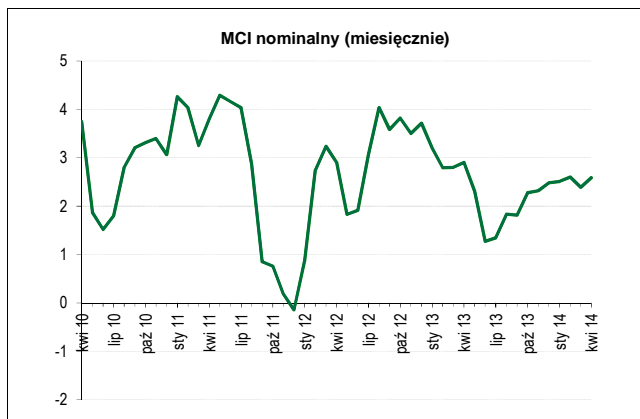
▪ Rada Polityki Pieniężnej po raz kolejny utrzymała parametry polityki pieniężnej bez zmian – stopa referencyjna pozostała w maju na rekordowo niskim poziomie 2,5%, na którym znajduje się od lipca 2013 r. Decyzja była całkowicie zgodna z oczekiwaniami.

▪ Ton oficjalnego komunikatu opublikowanego po posiedzeniu Rady również nie zmienił się istotnie w porównaniu z poprzednim miesiącem. Z komunikatu wynika, że RPP przewiduje kontynuację ożywienia gospodarczego przy wciąż niewielkiej presji inflacyjnej.

▪ W sumie, majowe posiedzenie RPP nie przyniosło żadnych zmian w ocenie perspektyw polityki pieniężnej. Z treści komunikatu Rady i wypowiedzi jej przedstawicieli wynika, że w najbliższym czasie nie należy się spodziewać istotnych zwrotów w nastawieniu RPP. Prezes NBP Marek Belka wyraźnie sygnalizował na dwóch ostatnich konferencjach prasowych, że dopiero w lipcu, kiedy dostępne będą nowe projekcje NBP dotyczące wzrostu gospodarczego i inflacji, Rada zastanowi się nad zmianą komunikacji z rynkiem. Z dotychczasowych wypowiedzi można wnioskować, że będzie to zapewne oznaczało ponowne wydłużenie horyzontu deklarowanej stabilności stóp (tzw. *forward guidance*) do końca IV kwartału tego roku.

▪ Niewykluczone, że jeszcze przed końcem obowiązywania wydłużonego *forward guidance* Rada odejdzie od tej formy komunikacji z rynkiem, widząc, że umacniające się ożywienie gospodarcze, napędzane popytem krajowym, może prowadzić do wyższej ścieżki inflacyjnej w średnim terminie. Decyzja taka mogłaby nastąpić np. po zatwierdzeniu we wrześniu założeń polityki pieniężnej na 2015 r., albo publikacji nowych projekcji NBP w październiku. Wciąż zakładamy, że na początku 2015 r. możliwe są pierwsze podwyżki stóp procentowych w Polsce.

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



MCI lekko rośnie

- W kwietniu indeks restrykcyjności polityki pieniężnej MCI zanotował lekki wzrost, zgodnie z naszymi oczekiwaniami. Ta zmiana wynikała ze wzmocnienia kursu złotego, czemu towarzyszył lekki wzrost stawek rynku pieniężnego.
- Spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach stopień restrykcyjności polityki pieniężnej będzie rósł. Sprzyjać temu będzie wzrost stawek rynku pieniężnego pod wpływem oczekiwań na wzrost stóp procentowych NBP oraz umocnienie kursu złotego pod wpływem poprawy perspektyw gospodarczych. Jednakże, oczekiwania rynku dotyczące daty pierwszej podwyżki wciąż oddalają się, a konflikt między Rosją a Ukrainą może wywierać presję na waluty regionu. W związku z tym widzimy ryzyko stabilizacji lub nawet spadku wartości indeksu.



Rzońca (1,44)

Winiecki (1,45)

Bratkowski (0,58)

Kaźmierczak (1,41)

Hausner (1,03)

Belka (0,96)

Zielińska-Głębocka (0,81)

Głapiński (1,38)

Chojna-Duch (0,73)

Osiatyński



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.

W czerwcu konferencja RPP zapewne również „mało sensacyjna”

Na zakończenie konferencji prasowej po majowym posiedzeniu RPP Marek Belka stwierdził, że konferencja w kolejnym miesiącu prawdopodobnie ponownie będzie „mało sensacyjna”. Potwierdził tym samym nasze przewidywania, o których pisaliśmy już w poprzednim MAKROskopie. Już na kwietniowej konferencji RPP Belka zapowiedział dość wyraźnie, że zmiana komunikatu Rady możliwa jest dopiero w lipcu, kiedy pojawią się nowe projekcje banku centralnego dotyczące inflacji i wzrostu gospodarczego. W tym miesiącu Belka podtrzymał tę deklarację, dodając jednocześnie, że chociaż obecna polityka komunikacyjna na razie dobrze się sprawdza, to trzeba mieć świadomość, że Rada w pewnym momencie będzie chciała od niej odejść. Zdaniem Belki obiecywanie czegoś „na długi okres” w zakresie polityki pieniężnej może być ryzykowne i mało wiarygodne, jeśli sytuacja w ocenie RPP przestanie być stabilna i przewidywalna. Niemniej, w lipcu RPP prawdopodobnie wciąż będzie się komunikować z rynkiem w tym duchu.

Jastrzębie wciąż żywe

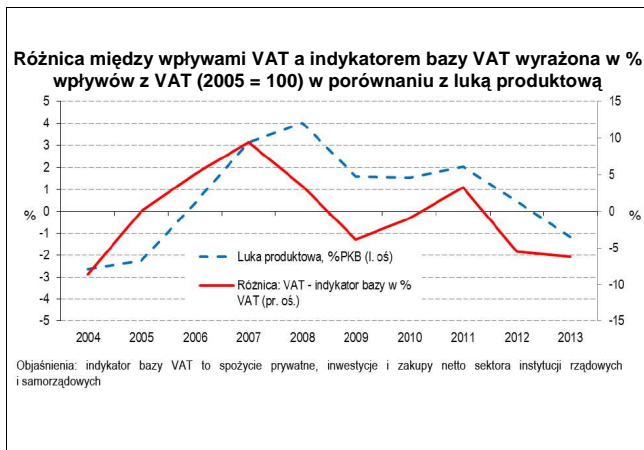
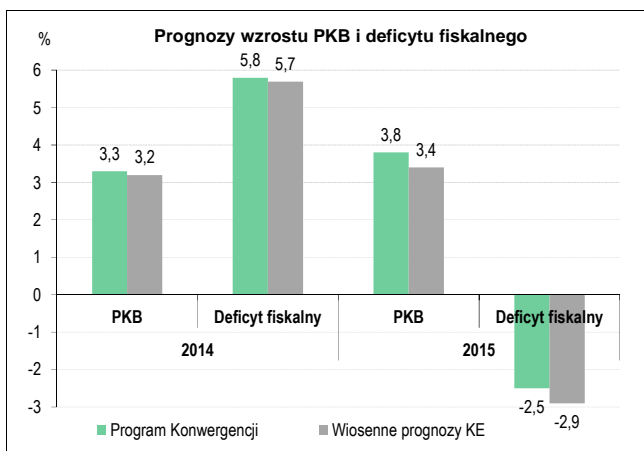
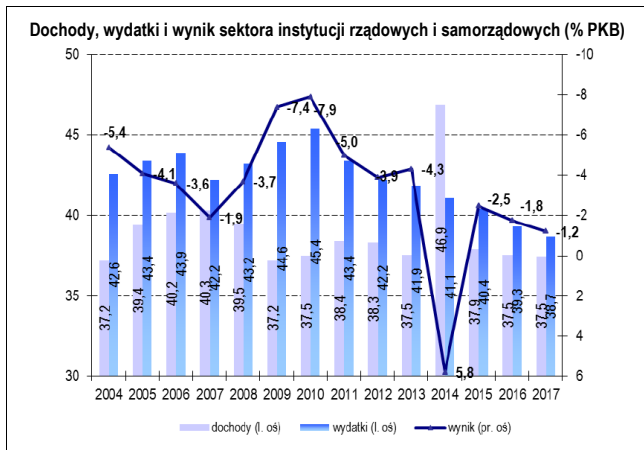
Chociaż zdecydowana większość komentarzy członków RPP z ostatnich tygodni była gołębia – sugerując, że jest bardzo prawdopodobne (lub nawet prawie pewne), że Rada wydłuży w lipcu *forward guidance* do końca tego roku – dwóch jastrzębi członków RPP przypomnieli, że ich poglądy są odmienne. Andrzej Rzońca i Andrzej Bratkowski powiedzieli, że nie wykluczają podwyżki stóp w IV kw. 2014. Obaj wskazali na tempo wzrostu PKB powyżej 3,5% jako warunek, który uzasadniałby taką decyzję (Bratkowski wymienił dodatkowo szybszy wzrost płać). Ich opinie zdają się być jednak odosobnione (może poza Janem Winieckim, który może mieć podobny pogląd).

Co ciekawe, Marek Belka powiedział po ostatnim posiedzeniu Rady, że jest bardzo szeroki konsensus, jeśli chodzi o prowadzenie polityki pieniężnej. Chociaż są różnice w poglądach i opiniach pomiędzy jej członkami, to wyraźnie zmniejszą się one jeśli chodzi o konkretne decyzje lub np. prognozowaną ścieżkę stóp procentowych w przyszłości.

Członkowie RPP widzą wyższy wzrost i niską inflację

Członkowie Rady są dość optymistyczni, jeśli chodzi o prognozy PKB. Większość z nich oczekuje średniego wzrostu o co najmniej 3,5% w 2014 i zbliżającego się do 4% pod koniec tego roku. Marek Belka powiedział na majowej konferencji prasowej RPP, że ostatnia prognoza PKB NBP (będąca wciąż jedną z najwyższych na rynku i zakładająca wzrost o 3,6% w 2014 i 3,7% w 2015) nie jest przesadnie optymistyczna. Dodał, że prognozy eksperckie, które Rada otrzymuje co miesiąc, wskazują na ścieżkę wzrostu gospodarczego zbliżoną do tej z ostatniej projekcji NBP, a ścieżkę inflacji nieco niższą w krótkim horyzoncie. Wydaje nam się, że to właśnie prognozy inflacyjne będą czynnikiem w największym stopniu wpływającym na nastawienie RPP w polityce pieniężnej w najbliższych miesiącach i kwartałach. Jeśli CPI zacznie odbijać pod koniec IV kw., zgodnie z naszymi oczekiwaniami, oraz będą szanse na przekroczenie celu NBP w 2015 (2,5%), wtedy Rada zacznie zapewne rozważać zacieśnienie polityki pieniężnej. Pierwsza podwyżka może wtedy faktycznie mieć miejsce na początku 2015.

Pod lupą: polityka fiskalna



	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	9.05	zmiana od 10.04.14	zmiana od 31.12.13	9.05	zmiana od 10.04.14	zmiana od 31.12.13
Polska	241	-5	4	71	-1	-7
Czechy	30	-20	-28	59	1	-2
Węgry	380	-34	3	205	-27	-51
Grecja	466	27	-195	87	7	51
Hiszpania	144	-18	-76	86	-5	-68
Irlandia	120	-18	-32	69	-18	-51
Portugalia	204	-29	-205	159	-14	-188
Włochy	147	-14	-67	110	-4	-59
Francja	44	-6	-5	46	-1	-8
Niemcy	-	-	-	21	0	-5

Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, GUS, BZ WBK

Zmiany w OFE i wzrost PKB wspierają konsolidację fiskalną

W 2013 r. proces konsolidacji fiskalnej uległ wyhamowaniu. Deficyt sektora finansów publicznych wzrósł do 4,3% PKB z 3,9% PKB rok wcześniej. Wzrost deficytu był głównie efektem niesprzyjającej struktury PKB (rosnąca rola eksportu netto i spadek popytu krajowego) oraz niskiej inflacji.

Przedstawiony w kwietniu przez rząd „Program konwergencji. Aktualizacja 2014” zakłada nadwyżkę sektora finansów publicznych w wysokości 5,8% PKB (ESA95), głównie w wyniku wprowadzenia w życie reformy systemu emerytalnego (przekazanie przez OFE dłużnych aktywów do ZUS). Będzie to jednak efekt jednorazowy i w latach 2015-17 przewidywany jest deficyt w relacji do PKB odpowiednio na poziomie 2,5%, 1,8% i 1,2%. W tym samym czasie dług sektora finansów publicznych (liczony wg ESA95) obniży się do nieco poniżej 50% PKB w tym roku i będzie stopniowo kontynuował spadek w kierunku 45% PKB w 2017.

Wiosenne prognozy Komisji Europejskiej wskazują na nieco ostrożniejszą ścieżkę deficytu fiskalnego w Polsce. Wydaje nam się jednak, że dochody budżetowe na początku roku sugerują nawet możliwość wyniku sektora lepszego od prognoz rządowych. Mogłoby to oznaczać wyjście z procedury nadmiernego deficytu już w 2015.

Ryzyko niższego PKB niwelowane przez inne czynniki

W programie konwergencji przyjęto następujące założenia wzrostu gospodarczego: 3,3% w 2014 r., 3,8% w 2015 r. oraz średnio 4,3% na 2016-2017. O ile prognozę na te rok można uznać za ostrożną (nasza prognoza: 3,5%), to prognozy na kolejne lata są dość ambitne. Biorąc pod uwagę, że ożywienie gospodarcze w strefie euro jest wciąż nierówne i może być szybko zachwiane przez ryzyko deflacji. Co więcej, sytuacja na Ukrainie i rosnący konflikt pomiędzy Rosją a Zachodem może być dodatkowym czynnikiem, który wpłynie na obniżenie potencjału gospodarki strefy euro. W związku z tym istnieje ryzyko, że wzrost gospodarczy w nadchodzących latach może okazać się słabszy niż prognozuje MF. Niższy wzrost gospodarczy negatywnie oddziałuje na finanse publiczne. W naszej ocenie istnieje kilka czynników, które mogą spowodować, że odchylenie od ścieżki konsolidacji fiskalnej przedstawianej w programie konwergencji nie musi być znaczące.

Po pierwsze to reforma systemu ubezpieczeń społecznych, wprowadzona na początku roku. Jej wpływ na politykę fiskalną będzie zależał od liczby osób, które zdecydują się pozostać w OFE. Ministerstwo założyło, że w OFE zostanie około 50% uprawnionych, jednak bieżące wyniki wskazują, że ta liczba może być znacząco niższa, co miałoby pozytywny wpływ na finanse publiczne.

Po drugie program konwergencji zakłada liniową zależność pomiędzy wpływami z VAT i wzrostem PKB. Ostatnie wydarzenia sugerują, że elastyczność podatków jest raczej nieliniowa. A w związku z tym nawet przy nieco niższym wzroście gospodarczym, skala poprawy wpływów podatkowych w fazie ożywienia gospodarczego może okazać się większa niż założyło Ministerstwo Finansów.

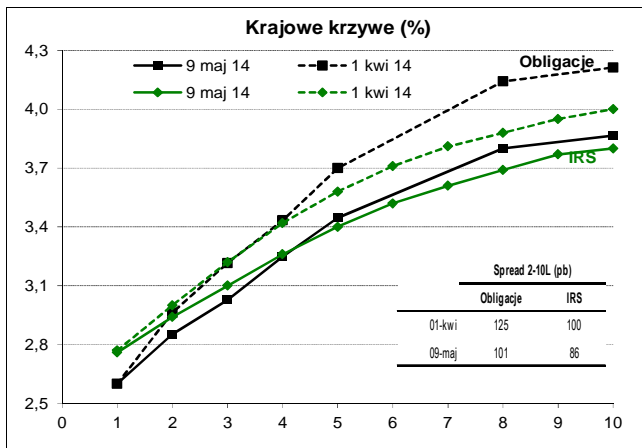
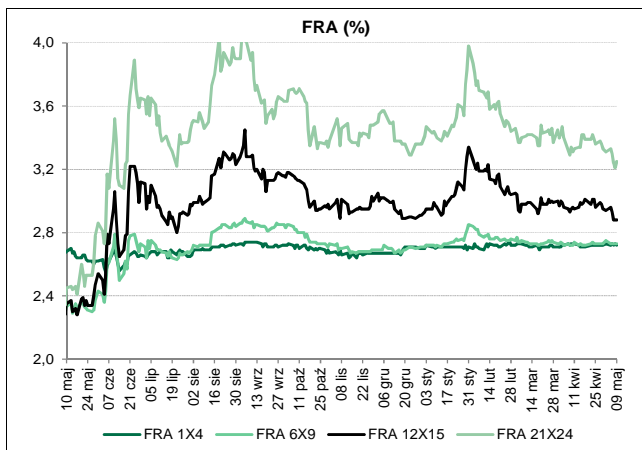
Po trzecie czynnikiem, który może również zneutralizować negatywny wpływ spowolnienia gospodarczego to zwiększenie ściągłości podatków w średnim terminie.

Oczekiwanie na działanie EBC wzmocniło rynki

Rynki bazowe kontynuowały umocnienie w kwietniu i na początku maja. Wsparciem dla rynku były oczekiwania na działania EBC (po słabszych odczytach inflacyjnych) oraz niestabilna sytuacja na Ukrainie, która wzmocniła popyt na bezpieczne aktywa. Znaczące umocnienie długu odnotowano w przypadku krajów peryferyjnych strefy euro. To przede wszystkim efekt coraz lepszych fundamentów gospodarczych w tych krajach. Dodatkowo spadkowi rentowności tych obligacji sprzyjał wysoki popyt na rynku pierwotnym.

Deklaracja działań przez EBC w czerwcu powinna utrzymać rentowności obligacji na rynkach bazowym i peryferyjnym blisko bieżących poziomów. Podtrzymujemy bazowy scenariusz wzrostu rentowności pod koniec roku.

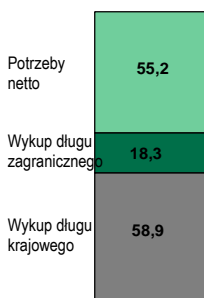
Rynek stopy procentowej



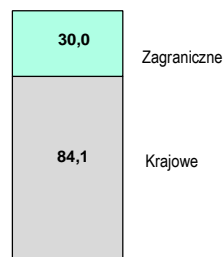
Finansowanie potrzeb pożyczkowych brutto w 2014

Potrzeby pożyczkowe brutto

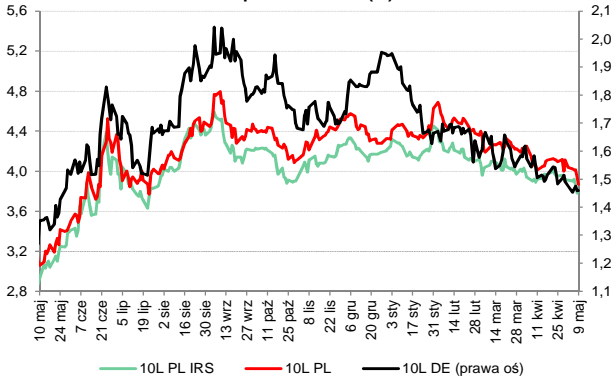
132,4 mld PLN, w tym:



Finansowanie

na dzień 9 maja 2014:
Razem: 114,1 mld zł (ok. 86%)

Rentowności 10L obligacji polskich i niemieckich oraz polski 10L IRS (%)



Źródła: Reuters, BZ WBK

Oczekiwania na podwyżkę znów przesunięte w czasie

▪ W kwietniu i na początku maja stawki WIBOR 1M – 12M wzrosły o 1 pb. Nieznaczne zmiany w poziomach tych stawek wynikały z komentarzy RPP (deklaracja stabilnych stóp do końca III kw. z możliwym wydłużeniem do końca roku) i niskich odczytów inflacji.

▪ Większą zmiennością charakteryzowały się stawki FRA, w szczególności na długie terminy. Dostosowując się do sytuacji na rynku krajowym, jak i zagranicznych (możliwość dalszego poluzowania polityki monetarnej przez EBC w czerwcu) stawki FRA na dłuższe terminy dość znacząco spadły. Zacieśnienie spreadu FRA12x15-WIBOR 3M to 16 pb na koniec pierwszego tygodnia maja świadczy o tym, że inwestorzy wycofali się z podwyżki stóp NBP na przełomie I i II kw. 2015, oczekując zacieśnienia polityki monetarnej dopiero na początku II półrocza 2015. Co więcej inwestorzy oczekują wzrostu WIBOR 3M o ok. 50 pb w perspektywie 21 miesięcy wobec 75 pb na początku kwietnia. To wskazuje, że oczekiwana skala redukcji stóp zmniejszyła się.

▪ Oczekujemy, że stawka WIBOR 3M powinna pozostać blisko bieżącego poziomu w najbliższych tygodniach. Taki scenariusz wspierany jest majowym komentarzem RPP, ale również oczekiwaniami przez nas odczytami danych makro za kwiecień, które powinny potwierdzić bezinflacyjne ożywienie gospodarcze.

Silne umocnienie na rynku długu

▪ W kwietniu krajowy rynek stopy procentowej umocnił się dość znacząco. Spadki rentowności obligacji i stawek IRS pogłębiły się w pierwszym tygodniu maja. To wynikało z kilku czynników, w tym (1) oczekiwań na złagodzenie polityki monetarnej przez EBC, (2) niskiej podaży SPW oraz (3) dobrych wyników aukcji. W konsekwencji rentowności obligacji i stawki IRS osiągnęły nowe tegoroczne minima i najniższe poziomy od końca lipca 2013. Ponadto, głębsze spadki dotyczyły instrumentów na długich końcach krzywych niż na krótkich. W konsekwencji nastąpiło znaczące zawężenie spreadu 2-10L odpowiednio do ok. 100 pb dla obligacji oraz ok. 84 pb dla IRS.

▪ Jak już wspominaliśmy, dobre wyniki aukcji krajowych obligacji były wspierające dla rynku. Obligacje oferowane na aukcjach cieszyły się dużym zainteresowaniem tak krajowych, jak i zagranicznych inwestorów. W konsekwencji po pierwszej aukcji w maju tegoroczne potrzeby pożyczkowe są już sfinansowane w ok. 86% (patrz wykres obok). W ostatniej swojej wypowiedzi minister finansów sugerował pełne sfinansowanie tych potrzeb do końca czerwca, co w naszej ocenie jest wysoce prawdopodobne.

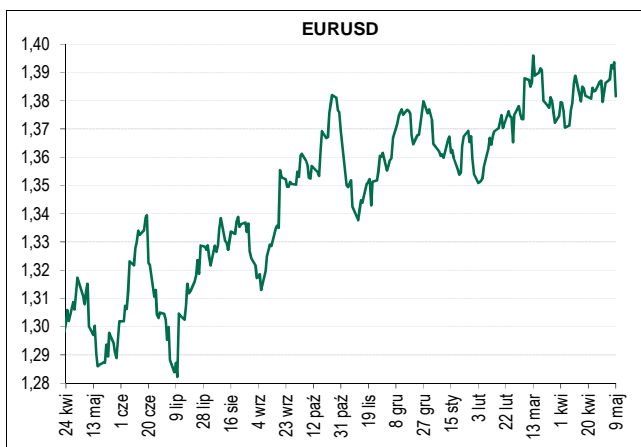
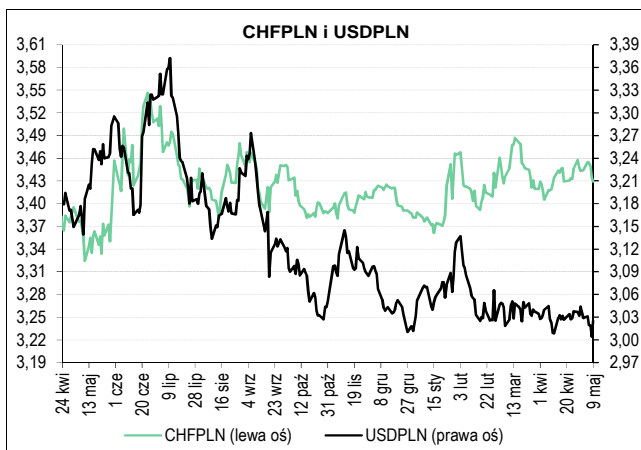
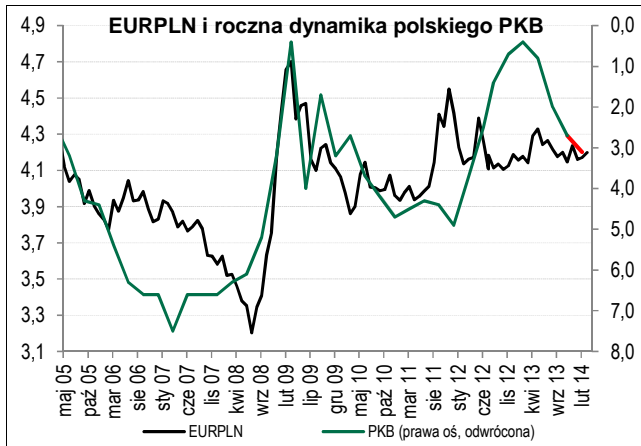
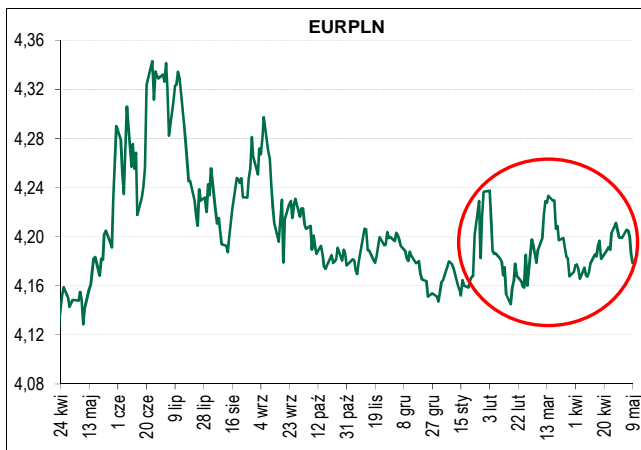
Niższa ścieżka wzrostu rentowności

▪ Ostatnie tygodnie wskazują na pozytywną korelację pomiędzy rynkiem bazowym (niemieckimi obligacjami) a polskim rynkiem długu. Oznacza to, że spadkom rentowności niemieckich obligacji towarzyszą coraz niższe rentowności krajowego długu. Odczyty miesięcznych danych w tym miesiącu powinny być również wspierające – oczekiwane stopniowe ożywienie gospodarczego w warunkach niskiej inflacji nie powinno wpłynąć na perspektywę polityki monetarnej.

▪ Polityka EBC i sytuacja na Ukrainie to główne czynniki wpływające na wycenę krajowego długu. Perspektywa dalszego złagodzenia polityki pieniężnej przez EBC w czerwcu powinna utrzymać rentowności na niskim poziomie, podczas gdy pogorszenie sytuacji na Ukrainie może powodować wzrosty rentowności. W najbliższym miesiącu oczekujemy trendu bocznego rentowności, a ewentualne ich spadki będą ograniczone sytuacją na Ukrainie (pod koniec miesiąca wybory prezydenta Ukrainy).

▪ W średnim terminie oczekujemy wzrostu rentowności, jednak jego skala będzie mniejsza niż wcześniej sądziliśmy. Wyraźnych wzrostów oczekujemy dopiero w IV kw. w efekcie znaczącej poprawy sytuacji gospodarczej i wzrostu inflacji do poziomu dolnego ograniczenia celu NBP. W efekcie zrewidowaliśmy w dół nasze prognozy na nadchodzące kwartały, oczekując rentowności 10-latków blisko 4,30% na koniec roku.

Rynek walutowy



Źródła: GUS, Reuters, BZ WBK

Możliwy silniejszy ruch EURPLN

W kwietniowym raporcie sugerowaliśmy, iż ówczesna sytuacja na krajowym rynku walutowym przypominała zmiany, jakie zaszły na przełomie stycznia i lutego. Wskazywaliśmy, że po dwóch kolejnych tygodniach aprecjacji złotego do euro może nastąpić odwrócenie tej tendencji. Kolejne trzy tygodnie faktycznie przyniosły wzrost kursu EURPLN (z 4,16 do prawie 4,22 – najwyższego poziomu od ok. połowy marca). Krajowa waluta była w tym czasie pod presją obaw o zaostrzenie konfliktu Ukrainy z Rosją. Na koniec kwietnia EURPLN był nieznacznie powyżej naszej prognozy (4,20 vs. 4,18), a średnia miesięczna była zgodna z naszymi oczekiwaniami (4,18).

W pierwszych dniach maja złoty zniwelował ponad połowę strat poniesionych od połowy kwietnia (spadek do ok. 4,17) dzięki retoryce EBC. Jego szef, Mario Draghi, powiedział, że w czerwcu może zostać podjęta decyzja o poluzowaniu polityki pieniężnej, jeśli nowe prognozy inflacyjne nie pokażą poprawy. W tym miesiącu Komisja Europejska i OECD zrewidowały w dół swoje prognozy inflacji dla strefy euro. Można się więc spodziewać, że podobne zmiany zajdą w przypadku publikowanych w przyszłym miesiącu prognoz EBC. Nadzieje na to, że zapowiedź Dragiego zmaterializuje się w czerwcu utrzymują się więc zapewne na wysokim poziomie i korzystnie wpłyną na złotego w relacji do euro w najbliższych tygodniach.

Sądzymy, iż kolejnymi pozytywnymi czynnikami będą krajowe dane makro. Chociaż nasza prognoza PKB za I kw. jest zgodna z konsensusem, to uważamy, że odczyt pokazujący znaczne przyspieszenie tempa odbicia gospodarczego (do 3,1% r/r z 2,7% w IV kw. 2013) wesprze krajową walutę. Poza tym, oczekujemy pozytywnej niespodzianki w danych o marcowym saldzie obrotów bieżących, co też powinno działać w kierunku spadku EURPLN.

Z drugiej strony, sytuacja na Ukrainie pozostaje istotną dla polskiego rynku walutowego. Referendum przeprowadzone w Doniecku pokazało, że 89% głosujących popiera niezależność tego obszaru. Ukraina, UE i USA uznały referendum za nielegalne, ale Rosja powiedziała, że szanuje te wyniki. Podobnie jak w ostatnich miesiącach, sytuacja za naszą wschodnią granicą będzie odrywała istotną rolę w notowaniach EURPLN.

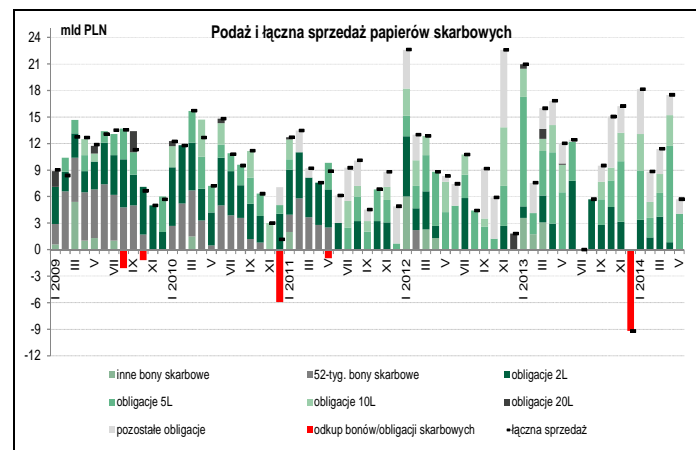
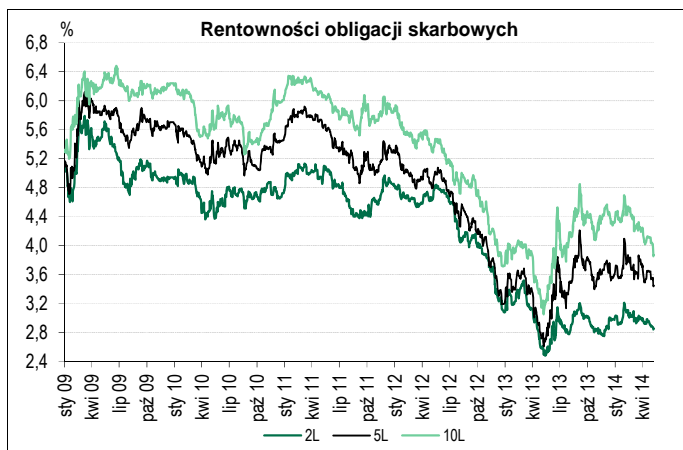
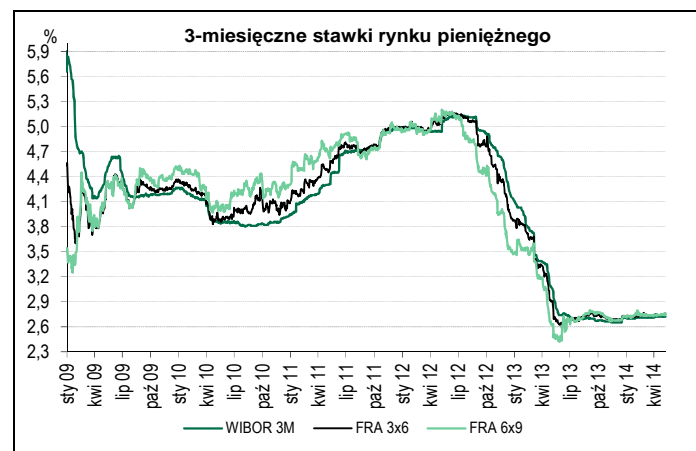
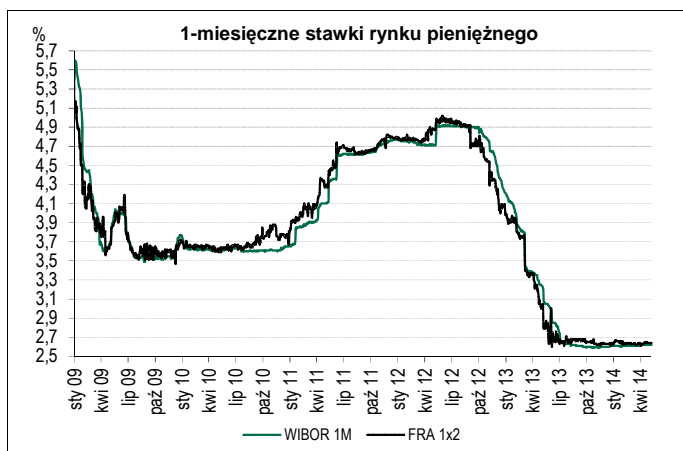
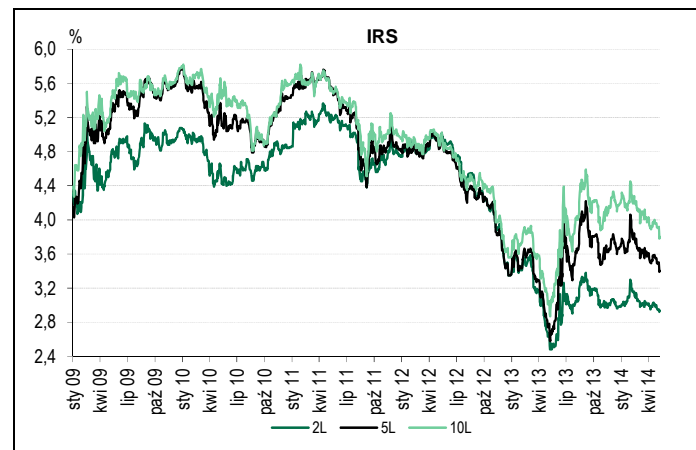
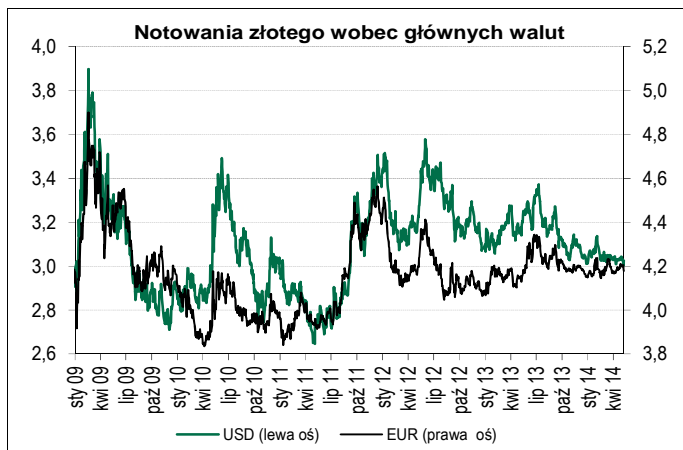
Warto zauważyć, że zakres wahań tego kursu stopniowo zawęża się, co sugeruje, że jest możliwość wystąpienia silniejszego ruchu w najbliższych tygodniach. Przed posiedzeniem EBC, EURPLN wahał się blisko górnego ograniczenia tego pasma, ale dzięki wzmocnieniu oczekiwań, że już na początku czerwca EBC poluzuje politykę pieniężną kurs oddalił się od niego. Dzięki temu, ryzyko wyraźniejszej deprecjacji złotego do euro spadło. Nadal jest wg nas szansa na wyraźniejszy ruch EURPLN w najbliższych dwóch miesiącach. Wydaje się, że impuls przyjdzie ze strony EBC lub z Ukrainy. Przebicie 4,20 otwiera drogę do tegorocznego maksimum na 4,26, a spadek poniżej 4,15 może doprowadzić do aprecjacji złotego do 4,12 za euro. Spodziewamy się średniego EURPLN 4,18 w maju.

Euro pod presją retoryki EBC

Po dwóch tygodniach niewielkich zmian obserwowanych w drugiej połowie kwietnia, początek maja stał pod znakiem solidnych wahań EURUSD wywołanych retoryką EBC. Brak poluzowania polityki pieniężnej w maju pchnął kurs do prawie 1,40 i spowodował, że ustanowione zostało nowe tegoroczne maksimum. Szybko jednak nastąpiło odwrócenie sytuacji – sugestia o możliwości podjęcia przez EBC działań w czerwcu mocno osłabiła wspólną walutę do dolara – EURUSD spadł dynamicznie w kolejnych kilku dniach do ok. 1,375.

Mimo tego silnego ruchu, kurs pozostał w przedziale 1,37-1,40 i nie sądzimy, aby miało się to wkrótce zmienić. Uważamy, że są niewielkie szanse na trwałe odbicie kursu w najbliższych tygodniach, ale też nie widzimy miejsca na dalsze spadki. Czerwcowe poluzowanie polityki pieniężnej jest warunkowe (zależy od prognoz inflacji EBC). Poza tym, rynek już wycenił w pewnym stopniu taką decyzję. Niepewność odnośnie tego jakie (i czy w ogóle) działania EBC podejmie w czerwcu, nie powinna skłaniać inwestorów do zakładania dalszego spadku EURUSD.

Monitor rynku



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
maj'13	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			
lutyc	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	PS0718/DS1023
kwiecień	3.04	DS1023/WZ0119	3000-5000	5781,0	23.04	OK0716/PS1016/PS0718	5000-10000	11722,3			
maj	8.05	PS0719/WZ0119	3000-5000	5694,2	22.05	IDS1024	1000-2000				

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja odkupu

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
12 maja CZ: CPI (IV)	13 HU: CPI (IV) DE: Indeks ZEW (V) US: Sprzedaż detaliczna (IV)	14 PL: CPI (IV) PL: Podaż pieniądza (IV) EZ: Produkcja przemysłowa (III)	15 PL: Pierwszy szacunek PKB (I kw.) PL: Inflacja bazowa (IV) PL: Bilans płatniczy (III) GE, CZ, HU, EZ: Pierwszy szacunek PKB (I kw.) EZ: HICP (IV) US: CPI (IV) US: Produkcja przemysłowa (IV) US: Indeks Philly Fed (V)	16 US: Rozpoczęte budowy domów (IV) US: Pozwolenia na budowę (IV) US: Wstępny Michigan (V)
19 PL: Place i zatrudnienie (IV)	20 PL: Produkcja przemysłowa (IV) PL: PPI (IV)	21 US: Minutes FOMC	22 PL: Minutes RPP CN: Wstępny PM – przemysł (V) DE: Wstępny PMI – przemysł (V) EZ: Wstępny PMI – przemysł (V) US: Sprzedaż domów (IV)	23 GE: PKB (I kw.) DE: Indeks Ifo (V) US: Sprzedaż nowych domów (IV)
26 PL: Sprzedaż detaliczna (IV) PL: Stopa bezrobocia (IV)	27 HU: Decyzja banku centralnego US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (IV) US: Indeks nastrojów konsumentów (V)	28	29 US: Drugi szacunek PKB (I kw.) US: Niezakończona sprzedaż domów (IV)	30 PL: PKB (I kw.) PL: Oczekiwania inflacyjne (V) US: Dochody osobiste (IV) US: Wydatki konsumentów (IV) US: Indeks Michigan (V)
2 czerwca PL: PMI – przemysł (V) CN: PMI – przemysł (V) DE: PMI – przemysł (V) EZ: PMI – przemysł (V) US: ISM – przemysł (V)	3 PL: Decyzja RPP EZ: Wstępny HICP (V) US: Zamówienia przemysłowe (IV)	4 CZ: PKB (I kw.) HU: PKB (I kw.) EZ: PMI – usługi (V) DE: PMI – usługi (V) US: Raport ADP (V) US: ISM – usługi (V) US: Beżowa Księga Fed	5 EZ: Decyzja EBC DE: Zamówienia przemysłowe (IV)	6 DE: Produkcja przemysłowa (IV) DE: Eksport (IV) CZ: Produkcja przemysłowa (IV) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (V) US: Stopa bezrobocia (V)
9 CZ: CPI (V)	10	11 HU: CPI (V)	12 EZ: Produkcja przemysłowa (IV) US: Sprzedaż detaliczna (V)	13 PL: CPI (V) PL: Podaż pieniądza (V) PL: Bilans płatniczy (IV) US: Wstępny Michigan (VI)

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	24	-	-	-	-	-	-	-	-
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	14	13				
Podaż pieniądza	14	14	14	14	14	13	14	14				
Wskaźniki koniunktury	23	21	21	23	22	23	22	22	22	22	21	19

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

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		kwi 13	maj 13	cze 13	lip 13	sie 13	wrz 13	paź 13	lis 13	gru 13	sty 14	lut 14	mar 14	kwi 14	maj 14
PMI	pkt.	46,9	48,0	49,3	51,1	52,6	53,1	53,4	54,4	53,2	55,4	55,9	54,0	52,0	52,2
Produkcja przemysłowa	% r/r	2,8	-1,8	2,8	6,3	2,2	6,3	4,6	2,9	6,7	4,2	5,3	5,4	6,2	5,9
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-23,1	-27,5	-18,3	-5,2	-11,1	-4,8	-3,2	-2,9	5,8	-3,9	14,4	17,4	24,0	23,8
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	-0,2	0,5	1,8	4,3	3,4	3,9	3,2	3,8	5,8	4,8	7,0	3,1	9,1	4,2
Stopa bezrobocia	%	14,0	13,5	13,2	13,1	13,0	13,0	13,0	13,2	13,4	14,0	13,9	13,5	13,0	12,6
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	3,0	2,3	1,4	3,5	2,0	3,6	3,1	3,1	2,7	3,4	4,0	4,8	4,3	5,8
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,2	0,5	0,8	0,9
Eksport (w euro)	% r/r	11,0	0,3	5,4	7,4	2,8	9,0	3,8	2,3	10,1	10,7	3,4	10,3	11,4	11,4
Import (w euro)	% r/r	1,6	-6,1	-1,9	3,1	-0,3	4,2	4,6	0,6	0,0	6,6	5,6	4,7	11,0	11,0
Bilans handlowy	mIn EUR	630	1	570	137	299	660	259	-25	-85	426	179	200	753	50
Rachunek bieżący	mIn EUR	569	-176	100	-566	-618	-907	162	-803	-430	-825	-572	283	670	-158
Rachunek bieżący	% PKB	-2,8	-2,8	-2,3	-1,9	-1,9	-1,9	-1,7	-1,6	-1,3	-1,1	-1,1	-1,0	-0,9	-0,9
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-31,7	-30,9	-26,0	-25,9	-26,8	-29,6	-39,5	-38,5	-42,2	-2,6	-11,7	-17,5	-27,5	-28,8
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	61,6	60,0	50,4	50,3	51,9	57,4	76,5	74,7	81,8	5,6	24,7	36,8	57,9	60,6
Inflacja (CPI)	% r/r	0,8	0,5	0,2	1,1	1,1	1,0	0,8	0,6	0,7	0,5	0,7	0,7	0,7	1,0
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	1,1	1,0	0,9	1,4	1,4	1,3	1,4	1,1	1,0	0,4	0,9	1,1	1,0	1,2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-2,1	-2,5	-1,3	-0,8	-1,1	-1,4	-1,4	-1,5	-1,0	-1,0	-1,4	-1,3	-0,8	-0,8
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	7,4	6,5	7,0	6,6	6,1	6,1	5,9	5,7	6,2	5,4	5,2	5,1	5,3	5,1
Zobowiązania	% r/r	7,1	6,0	6,5	5,6	5,8	6,0	5,9	5,2	6,0	4,9	4,7	4,7	5,2	5,3
Należności	% r/r	2,3	1,4	3,5	3,7	3,3	3,7	2,9	3,8	4,0	4,2	4,7	5,3	5,9	5,4
EUR/PLN	PLN	4,14	4,18	4,28	4,28	4,23	4,24	4,19	4,19	4,18	4,18	4,18	4,20	4,18	4,18
USD/PLN	PLN	3,18	3,22	3,25	3,27	3,18	3,17	3,07	3,10	3,05	3,07	3,06	3,04	3,03	3,03
CHF/PLN	PLN	3,39	3,36	3,47	3,46	3,43	3,43	3,40	3,40	3,41	3,39	3,42	3,45	3,43	3,43
Stopa referencyjna ^b	%	3,25	3,00	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
WIBOR 3M	%	3,29	2,86	2,74	2,70	2,70	2,69	2,67	2,65	2,67	2,70	2,71	2,71	2,72	2,72
Rentowność obligacji 2L	%	2,89	2,55	2,86	2,87	2,98	3,07	2,90	2,80	2,94	2,99	3,06	2,99	2,94	2,90
Rentowność obligacji 5L	%	3,03	2,80	3,43	3,36	3,67	3,86	3,62	3,64	3,65	3,67	3,79	3,68	3,60	3,55
Rentowność obligacji 10L	%	3,50	3,28	3,95	3,97	4,31	4,50	4,28	4,38	4,41	4,42	4,47	4,26	4,10	3,95

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	1 528,1	1 596,4	1 635,7	1 708,9	378,4	396,3	405,6	455,5	391,7	414,2	423,6	479,4
PKB	% r/r	4,5	2,0	1,6	3,5	0,4	0,8	2,0	2,7	3,1	3,6	3,6	3,8
Popyt krajowy	% r/r	3,6	-0,1	0,0	3,1	-1,0	-1,6	0,6	1,8	2,1	3,6	3,0	3,7
Spożycie indywidualne	% r/r	2,6	1,3	0,8	2,5	0,0	0,1	1,0	2,1	2,4	2,5	2,5	2,6
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	8,5	-1,6	-0,2	4,6	-2,4	-3,3	0,5	2,0	1,5	2,0	5,0	7,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	7,7	1,0	2,3	5,5	-2,0	1,2	5,0	4,5	4,8	5,3	5,2	6,4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	12,3	-1,0	-10,3	17,1	-15,6	-22,9	-7,0	0,0	9,8	22,6	18,7	15,6
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	11,2	6,0	2,6	5,5	0,9	0,8	4,0	4,5	5,1	5,6	4,8	6,4
Stopa bezrobocia ^b	%	12,5	13,4	13,4	12,3	14,3	13,2	13,0	13,4	13,5	12,2	11,9	12,3
Place brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	5,2	3,7	3,4	5,2	2,6	3,3	4,0	3,6	4,3	5,4	5,5	5,6
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,6	0,0	-0,8	0,4	-0,7	-1,1	-1,2	-0,1	0,0	0,5	0,6	0,6
Eksport (w euro)	% r/r	12,1	5,9	5,0	10,9	3,2	5,5	6,5	5,0	8,1	11,4	11,8	12,0
Import (w euro)	% r/r	12,2	2,3	0,0	9,6	-2,0	-2,2	2,4	1,8	5,6	11,0	10,0	11,5
Bilans handlowy	mldn EUR	-10 059	-5 175	2 309	4 584	-139	1 203	1 094	151	805	1 489	1 919	371
Rachunek bieżący	mldn EUR	-18 519	-14 191	-4 984	-2 614	-2 313	486	-2 086	-1 071	-1 114	424	-1 190	-734
Rachunek bieżący	% PKB	-5,0	-3,7	-1,3	-0,6	-3,1	-2,3	-1,9	-1,3	-1,0	-1,0	-0,7	-0,6
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-5,1	-3,9	-4,3	5,7	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	4,3	3,7	0,9	1,0	1,3	0,5	1,1	0,7	0,6	0,9	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	0,7	1,2	1,3	1,9
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	2,4	2,2	1,2	1,1	1,2	1,0	1,4	1,2	0,8	1,2	1,1	1,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	7,6	3,4	-1,3	-1,4	-0,7	-2,0	-1,1	-1,3	-1,2	-1,1	-2,0	-1,4
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	12,5	4,5	6,2	7,4	6,6	7,0	6,1	6,2	5,1	4,7	6,3	7,4
Zobowiązania ^b	% r/r	11,7	20,6	9,8	9,1	6,6	6,5	6,0	6,0	4,7	4,8	6,1	7,1
Należności ^b	% r/r	14,4	36,6	8,7	8,8	3,5	3,5	3,7	4,0	5,3	4,2	4,3	4,8
EUR/PLN	PLN	4,12	4,19	4,20	4,12	4,16	4,20	4,25	4,19	4,19	4,17	4,10	4,01
USD/PLN	PLN	2,96	3,26	3,16	2,98	3,15	3,22	3,21	3,08	3,06	3,02	2,97	2,88
CHF/PLN	PLN	3,34	3,47	3,41	3,34	3,38	3,41	3,44	3,40	3,42	3,42	3,33	3,18
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	2,96	3,29	2,77	2,98	2,88	3,01	2,91	2,93	2,98
Rentowność obligacji 5L	%	5,44	4,53	3,46	3,63	3,49	3,09	3,63	3,64	3,71	3,55	3,57	3,70
Rentowność obligacji 10L	%	5,98	5,02	4,04	4,15	3,95	3,58	4,26	4,36	4,38	4,00	4,02	4,22

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 9.05.2014 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