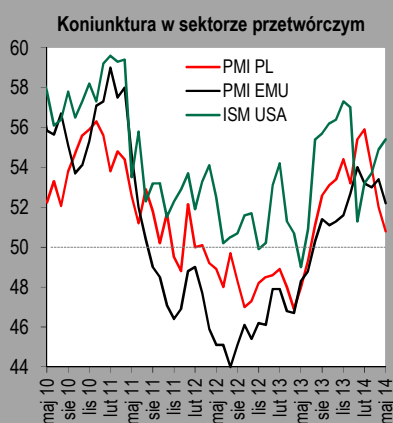
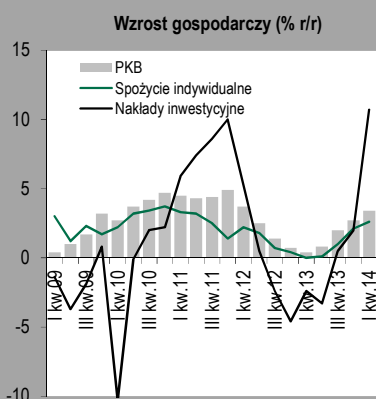


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Czerwiec 2014

Obniżki ani potrzebne, ani prawdopodobne



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

■ Na początku roku polska gospodarka przyspieszyła mocniej od oczekiwań, głównie dzięki wyraźnemu ożywieniu popytu krajowego. Niemniej, mocniejszy od prognoz spadek wskaźników koniunktury w ostatnich miesiącach wywołał obawy, że tempo ożywienia może wkrótce wyhamować, a inflacja znowu mocno spaść. Utrzymujemy naszą prognozę tegorocznego wzrostu PKB na poziomie 3,5%. Z jednej strony, szybsze tempo ożywienia popytu krajowego na początku roku wspiera optymizm, ale z drugiej strony niepewność co do wzrostu gospodarczego za granicą sprawia, że wolimy być raczej ostrożni. Wzrost w kraju może okazać się szybszy, jeśli kolejne miesiące nie przyniosą osłabienia tempa ożywienia w strefie euro. Uważamy, że ryzyko deflacji w Polsce jest niewielkie ze względu na odbicie popytu krajowego. Jednak wzrost CPI prawdopodobnie pozostanie bardzo niski do jesieni i wręcz nie można wykluczyć, że w lipcu chwilowo pojawi się ujemny odczyt. Dlatego też powrót inflacji do celu NBP (2,5%) zajmie zapewne więcej czasu niż dotychczas zakładaliśmy.

■ Rada Polityki Pieniężnej utrzymała w czerwcu stopy bez zmian, ale zmieniła retorykę komunikatu na bardziej gołębią. Kwietniowy odczyt inflacji, znacznie niższy od oczekiwań, gołębi komunikat RPP oraz decyzja EBC o dalszym łagodzeniu polityki pieniężnej znacząco zmieniły oczekiwania inwestorów co do perspektyw stóp procentowych w Polsce – rynek zaczął wyceniać obniżkę stóp przed końcem tego roku. Wydaje nam się, że RPP zaczęła się bardziej martwić o perspektywy wzrostu gospodarczego i utrzymywanie się inflacji na ultra-niskim poziomie przez dłuższy czas, ale nie zdecydowała jeszcze, co z tym zrobić. Rada może poważnie rozważać w lipcu wycofanie się z deklaracji stabilnych stóp (*forward guidance*), co dla rynku byłoby mocnym sygnałem, że rosną szanse na obniżkę stóp procentowych we wrześniu. Jednakże, wydaje nam się, że to najbliższe dane o aktywności gospodarczej zadecydują czy Rada obetnie stopy po wakacjach. Jeśli do tego czasu potwierdzą się nasze prognozy przyspieszającego wzrostu PKB i odbijającego popytu krajowego, to obniżki stóp nie będą ani potrzebne, ani prawdopodobne.

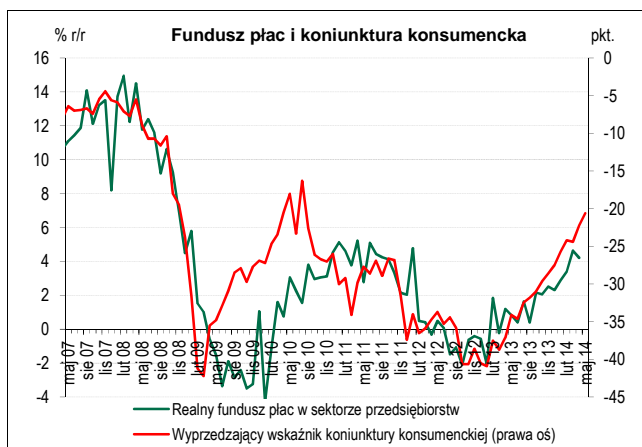
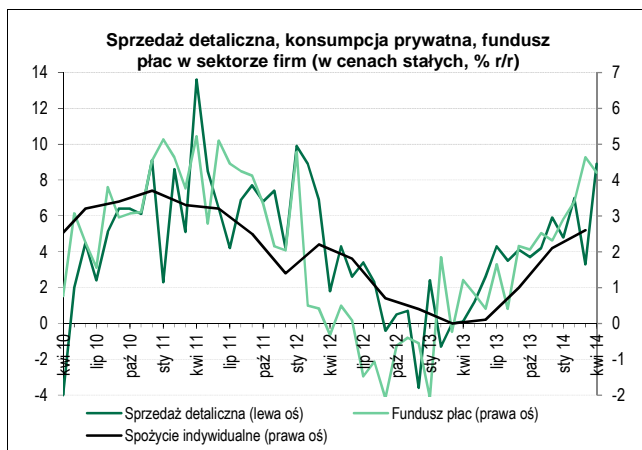
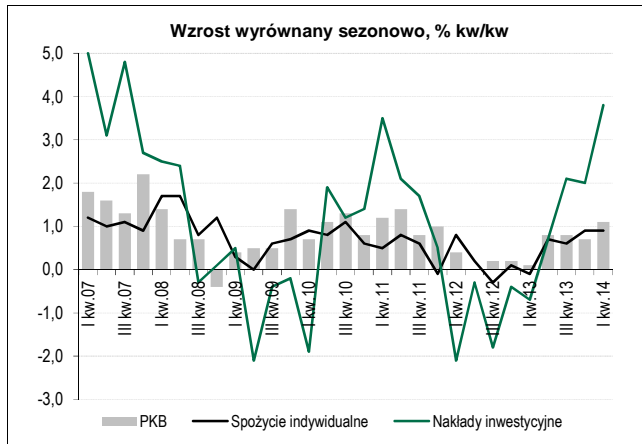
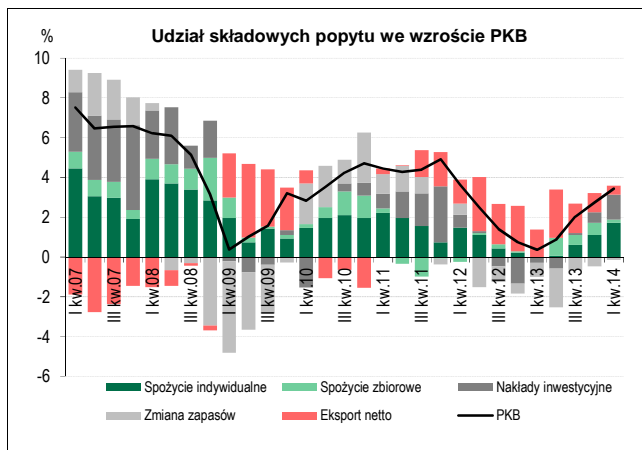
■ Polityka pieniężna EBC i RPP to główne czynniki wpływające na polski rynek finansowy w ostatnich tygodniach, podczas gdy kryzys na Ukrainie zszedł na dalszy plan. Po ostatnich zmianach na rynku stopy procentowej, obniżka stóp NBP przed końcem roku jest już w cenach, więc aby spadkowy trend rentowności mógł być kontynuowany konieczny będzie kolejny impuls. Rozczarowujące dane makro, niższa inflacja lub rezygnacja przez RPP z *forward guidance* w lipcu mogą jednak stać się takim pretekstem. W średnim okresie wciąż spodziewam się wyższych rentowności. Jeśli chodzi o złotego, nie wykluczamy krótkookresowej realizacji zysków po ostatnim umocnieniu, ale nasz cel dla EURPLN na koniec roku pozostaje na 4,00.

Na rynku finansowym 11 czerwca 2014 r.:

Stopa depozytowa NBP	1,00	WIBOR 3M	2,68	EURPLN	4,1096
Stopa referencyjna NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	2,52	USDPLN	3,0374
Stopa lombardowa NBP	4,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	3,14	CHFPLN	3,3736

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 11.06.2014 r.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, BZ WBK

Wzrost PKB przyspieszył dzięki ożywieniu popytu krajowego

▪ Odsezonowany wzrost PKB w Polsce w I kw. 2014 wyniósł 1,1% kw/kw i był to najlepszy wynik w Unii Europejskiej (na równi z Węgrami). W ujęciu rocznym wzrost PKB wyniósł 3,4% i był lepszy od oczekiwań.

▪ Największą niespodzianką był wzrost inwestycji, który wyniósł 10,7% r/r (najszybszy wzrost od połowy 2008 r.). Konsumpcja prywatna przyspieszyła do 2,6% r/r a popyt krajowy urósł łącznie o 3,0% r/r, najszybciej od trzech lat. Wzrost eksportu również był solidny (7,6% r/r), chociaż wkład eksportu netto do wzrostu spadł do 0,5 pkt. proc., najniższego poziomu od II kw. 2011, co wynikało z przyspieszenia importu (6,9% r/r).

Czy odbicie w inwestycjach jest trwałe?

▪ Szybki wzrost inwestycji był prawdopodobnie częściowo spowodowany przez efekty jednorazowe (pogoda była dużo lepsza niż rok wcześniej, a tymczasowa możliwość odliczania VAT na samochody „z kratką” zwiększyła zakupy pojazdów), ale naszym zdaniem nawet po uwzględnieniu tych efektów inwestycje zaczęły już wyraźnie odbijać i ożywienie będzie kontynuowane w kolejnych kwartałach. Naszym zdaniem sygnalizuje to kilka czynników. Po pierwsze, średni stopień wykorzystania mocy produkcyjnych w polskich firmach rośnie i powrócił już do poziomu przedkryzysowego (według NBP 81,4% w I kw. 2013, czyli najwyższej od III kw. 2008), co w przeszłości pociągało za sobą mocny wzrost inwestycji. Po drugie, firmy zgłaszają wysoki popyt na kredyty inwestycyjne (wzrost o ok. 9% r/r w okresie styczeń-kwiecień). Ponadto, dane GUS pokazują, że wydatki na maszyny i narzędzia (zwykle największa część wydatków inwestycyjnych firm) wzrosły w I kw. 2014 o solidne 9,9% r/r (najszybciej od I kw. 2012 r.). Ta część wydatków inwestycyjnych nie była podatna na zaburzenie ani przez pogodę, ani zmiany podatkowe, co zdaje się potwierdzać, że efekty jednorazowe nie były jedyną przyczyną zaskakująco dobrych wyników z I kw. 2014. Ciekawe jest również to, że wg danych odsezonowanych już dwa ostatnie kwartały 2013 r. pokazywały całkiem wysokie stopy wzrostu nakładów inwestycyjnych (ok. 2% kw/kw w III i IV kw. 2013).

▪ W II kwartale wzrost inwestycji najprawdopodobniej nie będzie równie wysoki jak w I kw. i spowolni do ok. 4% r/r (efekt pogodowy i podatkowy się nie powtórzą), ale kolejne kwartały powinny przynieść naszym zdaniem jego dalsze przyspieszenie. W drugiej połowie roku do popytu inwestycyjnego sektora prywatnego dołączy stopniowe ożywienie inwestycji publicznych – Ministerstwo Finansów założyło w Programie Konwergencji, że inwestycje sektora publicznego wzrosną w tym roku o ponad 5% r/r po dwóch latach mocnych spadków.

Konsumpcja prywatna wspierana przez rynek pracy

▪ Wzrost konsumpcji prywatnej w I kw. 2014 (2,6% r/r) był, naszym zdaniem, mniej więcej spójny z ożywieniem obserwowanym na rynku pracy i trendami widocznymi w danych o sprzedaży detalicznej.

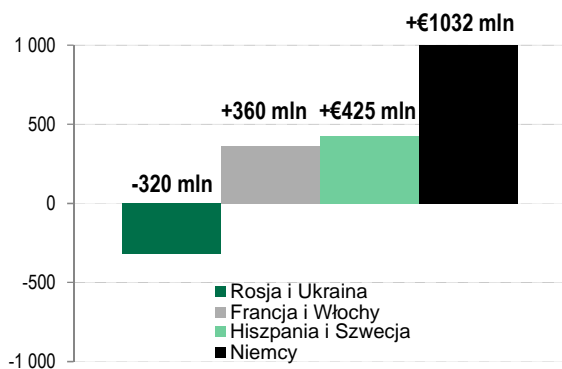
▪ Na początku II kw. tendencje na rynku pracy są wciąż pozytywne. Zatrudnienie stopniowo rośnie (w kwietniu średnie zatrudnienie w sektorze firm wzrosło o 0,7% r/r, ale z danych BAEL wynika, że liczba pracujących wzrosła nawet o ok. 2% r/r). Wzrost płac jest również solidny – spodziewamy się, że po tymczasowym spowolnieniu w kwietniu do 3,8% r/r, wynikającym z efektu bazy, kolejne miesiące pokażą przyspieszenie płac. A zatem, wzrost dochodów gospodarstw domowych pozostanie przyzwoity (zwłaszcza realnie, gdyż inflacja pozostaje niska), co powinno dalej wspierać wydatki konsumpcyjne.

▪ Wskaźniki optymizmu konsumentów również poprawiły się znacząco w ostatnich miesiącach (w maju indeks wyprzedzający osiągnął czteroletnie maksimum), pokazując, że konsumenci coraz śmielej wydają pieniądze na zakupy.

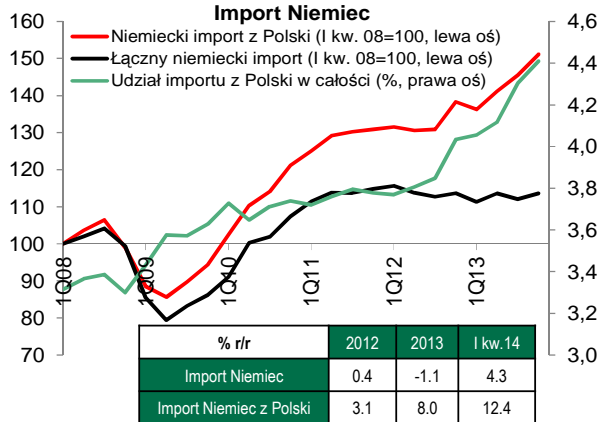
▪ Spodziewamy się, że wzrost konsumpcji prywatnej jeszcze przyspieszy w kolejnych kwartałach. Jednakże, naszym zdaniem, nie przekroczy znacząco 3%, a zatem dynamika konsumpcji pozostanie wyraźnie mniejsza niż przed kryzysem (5-6% r/r lub nawet więcej).

Gospodarka Polski

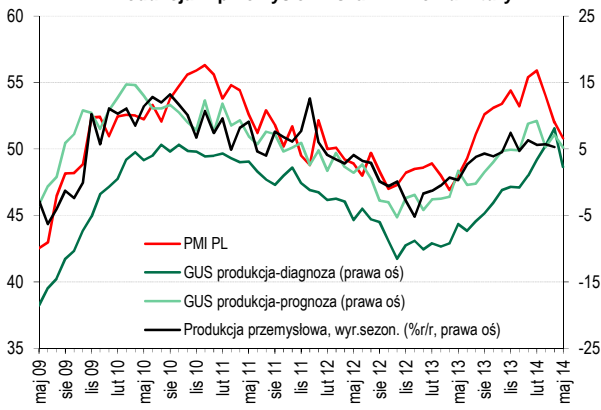
Zmiana polskiego eksportu w I kw. 2014 (€ r/r)



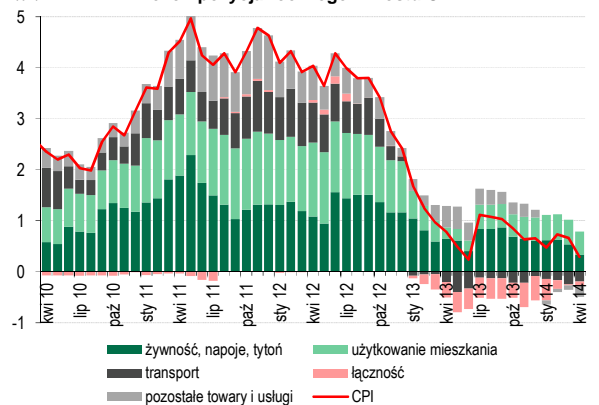
Import Niemiec



Produkcja w przemyśle i wskaźniki koniunktury



Dekompozycja rocznego wzrostu CPI



Źródła: GUS, Eurostat, Markit, BZ WBK

Polski handel zagraniczny wciąż ma się dobrze

▪ Popyt krajowy uległ wzmocnieniu na początku roku, ale jednocześnie popyt zagraniczny pozostał istotnym czynnikiem wzrostu gospodarczego w Polsce. Eksport (według danych NBP, w euro), urosł o ok. 9,1% r/r w I kw. 2014 r. i o prawie 11% r/r w marcu.

▪ Dane GUS jasno pokazują, że słabnący handel z rynkami wschodnimi (wskutek konfliktu między Rosją a Ukrainą i pogarszającego się wzrostu gospodarczego w tych krajach) został zawiązką skompensowany przez szybką ekspansję eksportu do Europy Środkowej i Zachodniej. Jak widać, polskie firmy wciąż wykazują się wysoką zdolnością adaptacji do zmian otoczenia makroekonomicznego i starają się skorzystać ożywienia gospodarczego w strefie euro (jak dotąd z sukcesem).

... i zdobywa rynki w strefie euro

▪ Szczegółowe dane z krajów strefy euro pokazują, że import polskich produktów rósł szybko nawet w okresie przedłużającej się recesji.

▪ Polskie produkty są atrakcyjne dla europejskich konsumentów (efekt substytucyjny), a słabość popytu krajowego w Polsce w ostatnich dwóch latach zachęciła polskie firmy do intensywnego szukania możliwości zbytu. Dlatego w ostatnich latach import strefy euro z Polski rósł znacznie szybciej niż łączny import, a polskie firmy zdołały zwiększyć swój udział w rynkach europejskich, np. w Niemczech.

Czy wskaźniki wyprzedzające sugerują spowolnienie?

▪ Jakkolwiek dostępne statystyki handlu zagranicznego malują całkiem optymistyczny obraz popytu zewnętrznego, to większość wskaźników wyprzedzających wprowadziła ostatnio nieco niepewności jeśli chodzi o perspektywę na nadchodzące miesiące. Indeks PMI dla polskiego przemysłu spadł w maju trzeci raz z rzędu z imponujących 55,9 pkt. w lutym do zaledwie 50,8 pkt. Spadek został zanotowały przez wszystkie komponenty, włączając nowe zamówienia eksportowe. Również wskaźniki koniunktury obliczane przez GUS spadły w maju, po wcześniejszym mocnym wzroście.

▪ Już wcześniej sugerowaliśmy, że polski PMI wydawał się zbyt wysoki w porównaniu do tempa ożywienia, jednak teraz wskaźnik zbliżył się do neutralnego poziomu 50 pkt., co jest już niepokojące. Obecny poziom indeksu jest wciąż mniej więcej spójny ze wzrostem produkcji przemysłowej o ok. 5% r/r, ale kontynuacja trendu spadkowego PMI w kolejnych miesiącach sugerowałaby, że ożywienie słabnie.

▪ Naszym zdaniem odczyty w najbliższych miesiącach będą bardzo istotne i pokażą czy mamy do czynienia z rzeczywistym trendem spadkowym aktywności czy tylko z tymczasowym pogorszeniem nastrojów, prawdopodobnie wywołanym kryzysem na Ukrainie (co było sugerowane przez respondentów).

▪ Jak sugerowaliśmy w poprzednich raportach, wydaje się, że wpływ napięć na wschodzie na polską gospodarkę będzie raczej ograniczony, przynajmniej tak długo jak strefa euro pozostanie na ścieżce ożywienia. Wciąż jesteśmy optymistyczni jeśli chodzi o perspektywę polskiego eksportu (dwucyfrowe tempo wzrostu eksportu liczonego w euro możliwe w kolejnych kwartałach), gdyż spodziewamy się dalszego przyspieszenia wzrostu w strefie euro i utrzymania szybkiego, ponad 2-procentowego tempa wzrostu w Niemczech.

CPI nisko, ale deflacja nam nie grozi

▪ Inflacja spadła w kwietniu do 0,3% r/r, znacznie poniżej prognoz. Największą niespodzianką był niski wzrost cen żywności, ale inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii również spadła, do 0,8% r/r. Dwie inne miary inflacji bazowej również są bliskie zera i najniżej w historii. To wskazuje na kontynuację bezinflacyjnego ożywienia. Wygląda na to, że inflacja będzie potrzebowała więcej czasu niż dotychczas sądziliśmy, bo powrócić do celu NBP.

▪ Nie wydaje nam się, by Polsce groziła deflacja, jako że popyt krajowy rośnie w siłę. Nawet gdyby CPI pozostało w okolicach zera do jesieni (ujemny odczyt w lipcu nie jest wykluczony), to tempo wzrostu cen znacznie wg nas przyspieszać przed końcem roku.

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragmenty komunikatu RPP w czerwcu (zaznaczono główne zmiany wobec komunikatu 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.

W Polsce, w I kw. wzrost PKB przyspieszył do 3,4% r/r, a więc w tempie zbliżonym do przewidywanego w marcowej projekcji. Do przyspieszenia wzrostu gospodarczego przyczynił się wzrost dynamiki inwestycji oraz niewielkie przyspieszenie popytu konsumpcyjnego.

Ożywienie gospodarcze stopniowo przekłada się na sytuację na rynku pracy. (...) Sprzyjało to stopniowemu spadkowi bezrobocia, które pozostało jednak na podwyższonym poziomie. Nadal podwyższone bezrobocie ogranicza presję płacową w gospodarce.

W kwietniu inflacja CPI **obniżyła się istotnie poniżej oczekiwań z marcowej projekcji** i wyniosła 0,3%, pozostając wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%).

W ocenie Rady, w najbliższych kwartałach prawdopodobna jest kontynuacja stopniowej poprawy koniunktury, a presja inflacyjna pozostanie **ograniczona bardzo niska**. Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na obecnym poziomie. Rada podtrzymuje ocenę, że stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmiennione w **dłuższym okresie, tj. co najmniej do końca trzeciego kwartału br. Pełniejsza ocena perspektyw polityki pieniężnej i ewentualnego dostosowania poziomu stóp procentowych będzie możliwa po zapoznaniu się z napływającymi informacjami, w tym lipcową projekcją NBP.**

~~W ocenie Rady, obniżenie stóp procentowych w pierwszym półroczu ub. r. oraz utrzymywanie ich na niezmiennym poziomie w kolejnych kwartałach sprzyja ożywieniu krajowej gospodarki, stopniowemu powrotowi inflacji do celu oraz stabilizacji na rynkach finansowych.~~

Obniżki niewykluczone, ale mało prawdopodobne

▪ Rada Polityki Pieniężnej zgodnie z oczekiwaniami utrzymała w czerwcu parametry polityki pieniężnej bez zmian – stopa referencyjna pozostała na rekordowo niskim poziomie 2,5%, na którym znajduje się od lipca 2013 r. Jednak wbrew temu, co sugerował miesiąc temu prezes NBP Marek Belka, konferencja prasowa po posiedzeniu Rady nie była wcale mało ekscytująca.

▪ Treść oficjalnego komunikatu RPP uległa dość ważnej zmianie – w ostatnim akapicie Rada zadeklarowała utrzymanie stóp procentowych bez zmian do końca trzeciego kwartału br. (poprzednio było „w dłuższym okresie, tj. co najmniej do końca trzeciego kwartału”) i zapowiedziała, że pełniejsza ocena perspektyw polityki pieniężnej i ewentualnego dostosowania stóp procentowych będzie możliwa po zapoznaniu się m.in. z nową projekcją NBP. Jednocześnie, w bardziej stanowczy sposób niż poprzednio napisano, że w kolejnych kwartałach presja inflacyjna pozostanie „bardzo niska” (w poprzednim miesiącu: „pozostanie ograniczona”) i podkreślono, że znajduje się znacząco poniżej ścieżki z projekcji (zobacz wykres po lewej).

▪ Powyższe zmiany w komunikacie zostały zinterpretowane przez inwestorów jako sugestia, że zmiana stóp procentowych jest możliwa już w IV kw. 2014 r., i że może to być obniżka. Prezes NBP przyznał podczas konferencji prasowej, że obniżka nie może zostać wykluczona biorąc od uwagę obecne uwarunkowania, zwłaszcza w perspektywie dłuższej niż koniec III kw. Z drugiej strony, Belka stwierdził, że obecnie Rada nie planuje obniżek a scenariusz łagodzenia polityki pieniężnej nie jest obecnie ani bazowym, ani prawdopodobnym, więc zmiana komunikatu nie powinna być interpretowana jako sugestia obniżek stóp.

▪ W wywiadzie udzielonym po posiedzeniu Marek Belka wyjaśnił, że ocena RPP dotycząca perspektyw polityki pieniężnej zmieniła się na bardziej zrównoważoną – wcześniej Rada uważała, że podwyżka to jedyny możliwy kierunek zmian w najbliższym czasie, a teraz także obniżki nie można wykluczyć, choć taki ruch wciąż nie wydaje się prawdopodobny. Prezes NBP dodał także, że czerwcową decyzją EBC o złagodzeniu polityki pieniężnej nie wpłynęła na prawdopodobieństwo obniżek w Polsce, zwłaszcza, że reakcja polskiego rynku walutowego była mniejsza niż można było oczekiwać.

Możliwa rezygnacja z *forward guidance* w lipcu

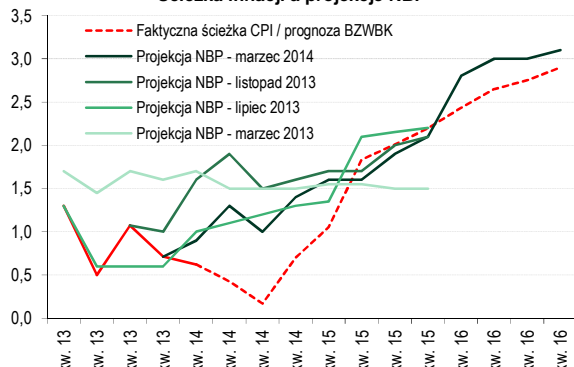
▪ Marek Belka zasugerował w ostatnim wywiadzie, że możliwa jest „wcześniejsza rezygnacja” z obecnej polityki stabilnych stóp, czyli *forward guidance*, ponieważ w jego odczuciu ta formuła już się wyczerpała. Według prezesa NBP ważne dla tej decyzji będą wyniki nowej projekcji NBP. Członkowie RPP, Andrzej Bratkowski i Jerzy Hausner również zasugerowali ostatnio, że taka zmiana komunikacji jest możliwa w lipcu.

▪ Przypomnijmy, że już kwietniu (i potem w maju) Belka sugerował, że RPP może zastanowić się nad zmianą komunikacji w lipcu, po zobaczeniu nowych prognoz NBP. Do niedawna wydawało nam się, że to będzie oznaczało wydłużenie *forward guidance* do końca roku. Tymczasem, ostatnie komentarze sugerują, że Rada zastanawia się nad rezygnacją z tej formuły ze względu na jej ograniczenia.

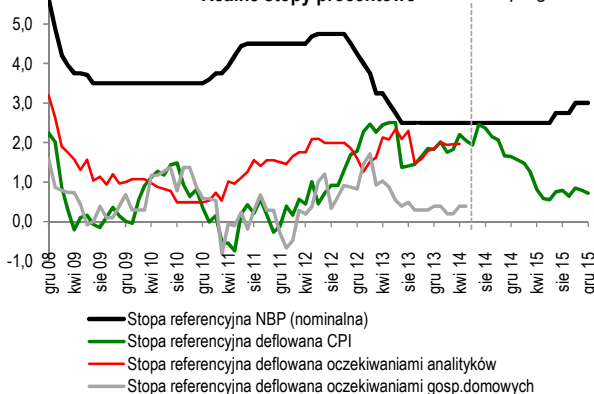
▪ Kłopot w tym, że rezygnacja z *forward guidance* zostanie zinterpretowana przez rynek jako dodatkowy silny sygnał zmiany nastawienia Rady, wspierający oczekiwania na obniżkę stóp we wrześniu. Mamy przecucie, że wracamy do sytuacji, gdy rynek ponownie będzie miał bardzo duże trudności z właściwą interpretacją sygnałów wysyłanych przez Radę.

▪ Naszym zdaniem, nawet jeśli RPP zrezygnuje z *forward guidance* w lipcu, to o tym, czy Rada obetnie stopy po lecie czy nie zadecydują kolejne dane makro. Na posiedzeniu we wrześniu RPP będzie znała PKB za II kw. oraz pierwsze miesięczne dane z III kw. Jeśli nasze prognozy przyspieszenia wzrostu i ożywienia popytu krajowego zostaną do tego czasu potwierdzone, to obniżki nie będą ani potrzebne ani prawdopodobne.

Ścieżka inflacji a projekcje NBP

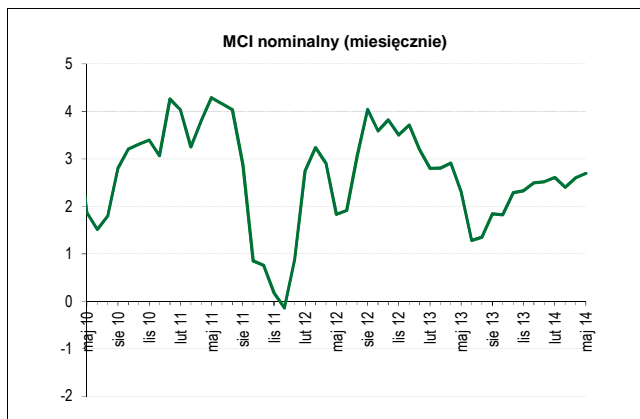


Realne stopy procentowe



Źródła: NBP, GUS, BZ WBK

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



MCI kontynuuje trend wzrostowy

- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, indeks restrykcyjności polityki pieniężnej MCI wzrósł nieznacznie w maju ze względu na wzmocnienie polskiej waluty i wzrost stóp rynku pieniężnego.
- Spodziewamy się dalszych wzrostów indeksu w nadchodzących miesiącach. Oczekiwania na obniżki stóp procentowych, które spowodowały spadek stóp rynkowych, mogą wywrzeć presję spadkową na wartość indeksu. Jednak, ten efekt zostanie zapewne zniesiony przez wzmocnienie krajowej waluty, wspartej przez działania EBC. Odwrócenie trendu jest możliwe, w przypadku gdyby oczekiwania na obniżkę stóp procentowych wzmocniły się na tyle, by spowodować osłabienie złotego. To jednak nie jest nasz scenariusz bazowy i oczekujemy, że złoty będzie się stopniowo umacniał do 4,00 za euro pod koniec roku.



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.

Czerwcowy konferencja zaskakująco „ekscytująca”

Konferencja RPP w czerwcu okazała się znacznie ciekawsza niż można się było spodziewać, m.in. za sprawą pojawienia się istotnych zmian w komunikacie i sugestii, że obniżki stóp procentowych nie są wykluczone. Przypomnijmy, że podczas konferencji prasowej w maju prezes NBP Marek Belka powiedział, że spodziewa się, iż posiedzenie czerwcowe nie będzie „ekscytujące”. Ponadto, zasugerował, że przed lipcem nie należy się spodziewać żadnych istotnych zmian w podejściu RPP: „lipcowa projekcja to jest dobry moment, żeby zastanowić się nad zmianą komunikacji. Wtedy należy się spodziewać określenia naszych zamierzeń dotyczących polityki stóp procentowych”. Jednakże, powiedział także: „gdyby okazało się, że nie jesteśmy przekonani co do tego, że sytuacja jest w pełni przewidywalna (...) w takiej sytuacji obiecywanie czegoś na bardzo długi okres po pierwsze jest ryzykowne, a poza tym może być mało wiarygodne”. Wygląda na to, że ostatnio Rada zobaczyła coś, co zaburzyło jej dotychczasowe poglądy na temat perspektyw gospodarczych.

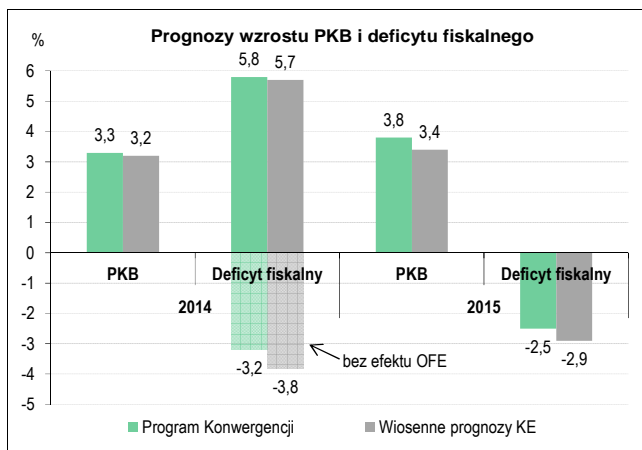
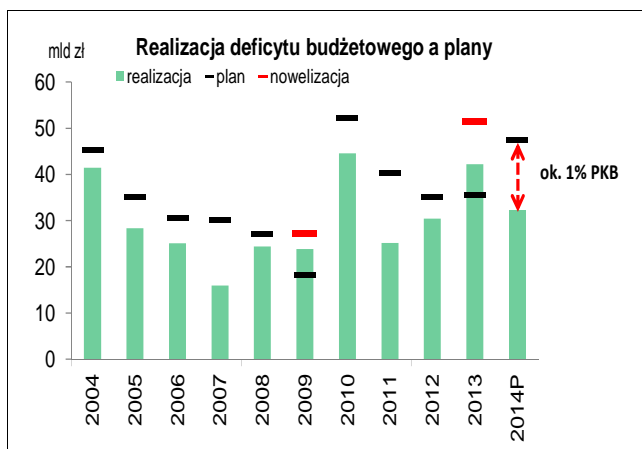
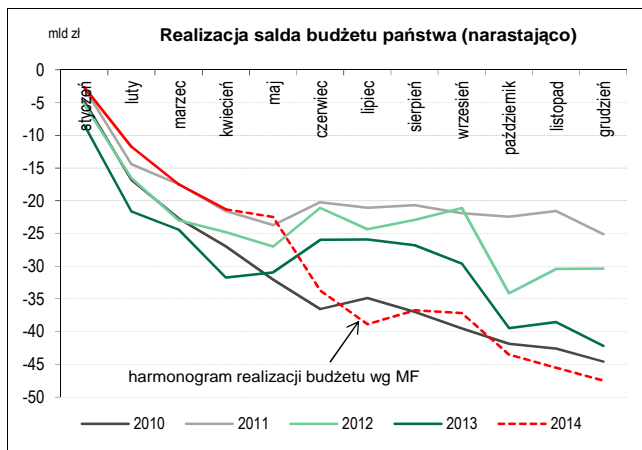
Czy to przez niską inflację?

Jakie informacje były w stanie tak mocno zaniepokoić RPP? Na pewno nie były to dane o PKB za I kw. 2014, które okazały się lepsze od oczekiwań, z zaskakująco wysoką stopą wzrostu inwestycji. Mogła to być kwietniowa inflacja, która spadła do 0,3% r/r (drugi najniższy poziom w historii). Marek Belka przyznał w maju, że „ścieżka inflacji może być niższa niż w NECMOD”, ale wygląda na to, że skala spadku CPI była zbyt duża, by Rada wzięła to na spokojnie. Belka, który w marcu powiedziała, że obniżka stóp procentowych podczas ożywienia gospodarczego będzie działaniem procyklicznym i „grzechem śmiertelnym”, teraz stwierdził, że „inflacja zaskakuje... (w związku z czym) śmiertelność grzechu wydaje się trochę mniejsza”. Wygląda na to, że kwietniowy spadek inflacji był faktycznie dużą niespodzianką.

Czy raczej przez gorsze perspektywy wzrostu?

Jednakże, wydaje nam się, że spadek inflacji nie był jedyną przyczyną zmiany tonu RPP. Inną były obawy o perspektywy wzrostu gospodarczego. Mimo że polski PKB w I kw. 2014 był pozytywną niespodzianką, to mocny spadek indeksu PMI i obawy o możliwe spowolnienie wzrostu za granicą prawdopodobnie sprawiły, że RPP poczuła się mniej pewna co do przyszłości. Jeśli tak faktycznie było, to zapewne raczej ma członek RPP Andrzej Bratkowski, który powiedział ostatnio, że dla polityki pieniężnej w najbliższych kwartałach kluczowe będą prognozy PKB a nie CPI. Chcielibyśmy jednocześnie zwrócić uwagę na to, że Jerzy Osiatyński (którego uważamy za jednego z najbardziej gołębiych członków RPP) podkreślił znaczenie danych o wzroście PKB i jego strukturze na ostatniej konferencji prasowej (zwłaszcza silnego ożywienia w inwestycjach). Powiedział on, że te informacje stanowiły spore zaskoczenie dla niektórych członków Rady i jeśli nie był to jednorazowy efekt, to „jesteśmy w innym świecie niż sobie wyobrażamy”. Zgadamy się, że dane o aktywności gospodarczej w najbliższych miesiącach mogą być kluczowe dla kolejnych decyzji o polityce pieniężnej w Polsce.

Pod lupą: polityka fiskalna



	Spread vs Bundys (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	11.06	zmiana od 9.05.14	zmiana od 31.12.13	11.06	zmiana od 9.05.14	zmiana od 31.12.13
Polska	220	-21	-18	56	-15	-23
Czechy	17	-14	-42	52	-7	-8
Węgry	313	-67	-64	180	-25	-76
Grecja	433	-33	-227	99	12	63
Hiszpania	126	-19	-95	61	-25	-154
Irlandia	106	-14	-46	45	-24	-75
Portugalia	196	-8	-214	139	-20	-207
Włochy	141	-7	-74	81	-29	-88
Francja	36	-8	-13	35	-11	-19
Niemcy	-	-	-	20	-1	-6

Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, GUS, BZ WBK

Realizacja budżetu znacząco poniżej planu

Deficyt budżetowy na koniec kwietnia wyniósł 21,3 mld zł i stanowił 44,8% rocznego planu. Po stronie dochodowej, wpływy z podatków pośrednich ukształtowały się na poziomie ok. 63,8 mld zł (35,6% planu), co oznacza wzrost o 15,6% r/r, głównie w wyniku znacząco lepszych wpływów z VAT, których dynamika w okresie styczeń-kwiecień sięgnęła 21,1% r/r.

Ministerstwo Finansów szacuje, że po maju deficyt wyniósł ok. 22,5 mld zł, znacząco poniżej planu, tj. 28,8 mld zł przedstawionego w harmonogramie na ten rok. Wg Ministerstwa dochody były zgodne z planem, w tym wpływy z VAT bliskie założen.

Wielokrotnie w naszych raportach sygnalizowaliśmy, że przyjęte do budżetu na 2014 założenia makro ze wzrostem PKB na poziomie 2,5% były konserwatywne. Ożywienie gospodarcze jest mocniejsze, co zwiększy dochody podatkowe i ograniczy wydatki budżetu. Dlatego wynik budżetu centralnego może być lepszy od planu. Nasze prognozy zakładają, że dochody podatkowe mogą być lepsze nawet o 10 mld zł (głównie dzięki wyższym wpływom z VAT). Wydatki mogą być niższe o ok. 5 mld zł, co razem oznacza redukcją deficytu o ok. 15 mld zł (ok. 1% PKB).

Niższa realizacja deficytu budżetowego oznacza niższe potrzeby pożyczkowe w tym roku. Po pierwszej aukcji w czerwcu tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto są już sfinansowane w ponad 90%, z możliwością osiągnięcia 100% na koniec tego miesiąca (po aukcji zamiany), a najpóźniej w lipcu. Warto przypomnieć, że już po maju Ministerstwo ogłosiło, że podaż SPW będzie bardzo ograniczona w miesiącach letnich, a co więcej proces prefinansowania potrzeb pożyczkowych w 2015 będzie odbywał się przez aukcje zamiany, gdyż to nie wpłynie na wzrost długu i wpływ na rynek wtórny będzie bardzo ograniczony. W związku z tym sądzimy, że niższa realizacja budżetu będzie oznaczała wyższy poziom środków przechodzących na koniec 2014 (podobnie jak w 2013).

KE zawieszona procedurę nadmiernego deficytu dla Polski

Na początku czerwca Komisja Europejska opublikowała swoją opinię odnośnie programu konwergencji. W raporcie napisano, że Polska podjęła skuteczne działania w celu wypełnienia rekomendacji zakładającej redukcję deficytu sektora finansów publicznych poniżej 3% w 2015. To zdecydowało o podjęciu decyzji przez Komisję o zawieszeniu procedury nadmiernego deficytu.

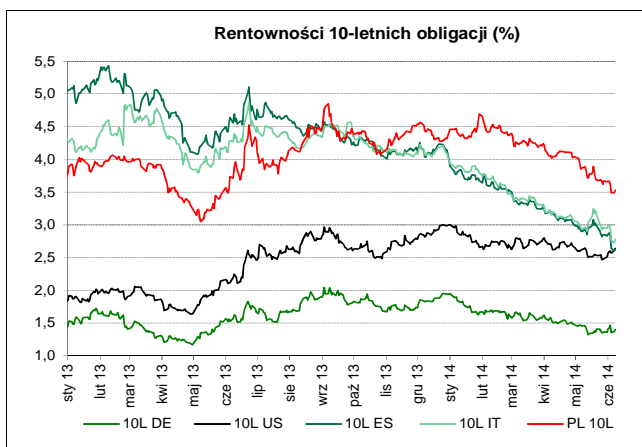
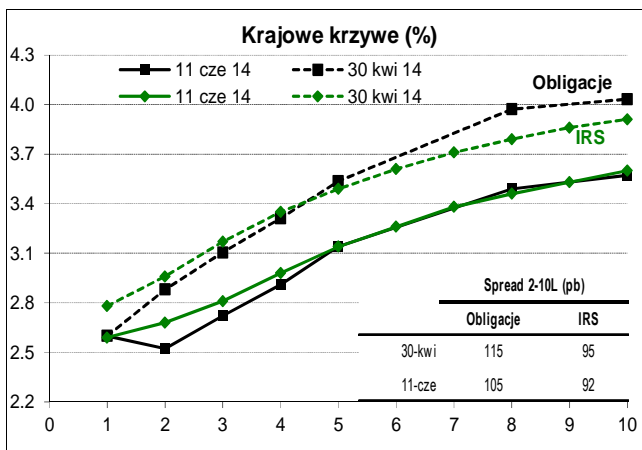
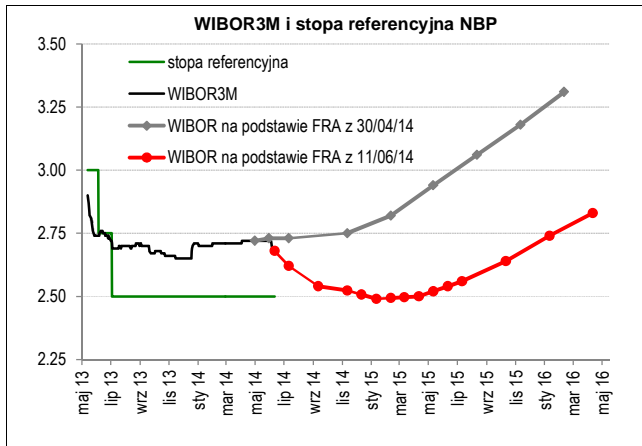
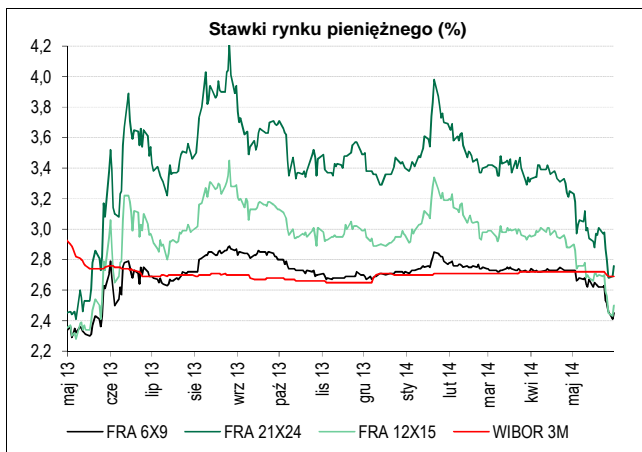
Perspektywy na ten rok są bardzo korzystne. Po pierwsze, wstępne informacje sugerują, że samorządy miały dobry wynik w I kw. (nadwyżka 9,6 mld zł wobec planu deficytu 12,5 mld zł). Jednakże, nie można wykluczyć, że samorządy powstrzymują się z wydatkami do okresu przedwyborczego (wybory samorządowe odbędą się jesienią). Po drugie, oczekujemy niższej realizacji deficytu centralnego. Biorąc powyższe czynniki pod uwagę nie wykluczamy, że już w tym roku deficyt sektora finansów publicznych (po wyłączeniu efektu OFE) może spaść poniżej 3%. To oznacza, że procedura nadmiernego deficytu może zostać zdjęta już w przyszłym roku, a najpóźniej w 2016 r.

Znaczący spadek rentowności po decyzji EBC

W maju bazowe i peryferyjne rynki długu zyskały na wartości w oczekiwaniu na znaczące złagodzenie polityki monetarnej przez EBC w czerwcu. Podjęte na szeroką skalę działania przez EBC (m.in. redukcje stóp, w tym depozytowej poniżej zera, zasilanie w płynność sektor bankowy) w pełni zaspokoili oczekiwania rynkowe. To dało impuls do znacznego spadku rentowności, ale i poprawy miar ryzyka kredytowego (zawężenie spreadów vs Bunds, spadek CDS).

Sądzimy, że niemieckie i peryferyjne obligacje będą zachowywały się lepiej niż amerykański dług, głównie w wyniku przeciwnych działań banków centralnych. W krótkim terminie nie wykluczamy jeszcze spadków rentowności. W średnim terminie możliwe jest stromienie krzywych, gdyż krótki koniec jest dobrze zakotwiczony przez działania EBC, a długi koniec będzie rósł w związku z umacniającym się wzrostem PKB i rosnącą CPI.

Rynek stopy procentowej



Źródła: Reuters, BZ WBK

Rynek wycenia obniżkę stóp do końca roku

▪ Czerwcowe posiedzenie RPP okazało się punktem zwrotnym dla rynku pieniężnego. Rada nie tylko bardziej złagodziła ton komunikatu, ale również nie wykluczyła obniżek stóp procentowych w przyszłości. Oczekiwania, że krajowa Rada złagodzi politykę monetarną wzmocniły się po decyzji EBC, który znacząco poluzował parametry polityki monetarnej w strefie euro. W konsekwencji w pierwszej dekadzie czerwca WIBORY 1M-12 spadły o 1-5 pb, przy czym najbardziej 12-miesięczne.

▪ Inwestorzy na rynku FRA szybko dostosowali swoje oczekiwania do nowych warunków. Nastąpił znaczący spadek stawek FRA, w tym FRA12x15 spadł poniżej WIBOR 3M, po raz pierwszy od czerwca 2013, kiedy to RPP kontynuowała cykl redukcji stóp.

▪ Obecnie rynek wycenia obniżkę stóp procentowych o 25 pb w perspektywie 6 miesięcy, a następnie stabilizację stóp w perspektywie roku i stopniowy wzrost do początku 2016. Najbliższe dane makro będą kluczowe dla rynku w krótkim terminie. W perspektywie do końca roku spodziewamy się jednak stopniowych wzrostów stawek pieniężnych w związku z sygnałami kontynuacji ożywienia gospodarczego i stopniowego wzrostu inflacji.

Znaczące umocnienie obligacji i IRS

▪ Maj przyniósł dość znaczące umocnienie krajowych obligacji i spadki stawek IRS w wyniku oczekiwań na złagodzenie polityki monetarnej przez EBC, umocnienie niemieckiego długu oraz nieoczekiwany spadek krajowej inflacji przyczynił się do spadku rentowności obligacji i stawek IRS, które osiągnęły nowe tegoroczne minima. Tendencja ta nasiliła się po czerwcowym posiedzeniu RPP, na którym Rada nie wykluczyła obniżki stóp. Decyzja EBC o znaczącym złagodzeniu polityki monetarnej również wpłynęła na wzrost popytu na bardziej ryzykowne aktywa, w tym polski dług. W konsekwencji rentowności i stawki IRS osiągnęły najniższe poziomy od roku w pierwszej dekadzie czerwca. Rentowność 10-latk krótkoterminowo spadła poniżej 3,50%.

▪ W przypadku obu krzywych nastąpiło zawężenie spreadu 2-10L do 105 pb dla obligacji (ze 115 pb na koniec kwietnia) i do 92 pb dla IRS (z 95 pb), w wyniku większego umocnienia na długim końcu. Asset swap spready również się zawężyły i dla 5L i 10L były ujemne. Odnotowano także zawężenie spreadu wobec niemieckich obligacji dla wszystkich benchmarków, w tym do 213 pb dla 10L.

▪ Oferta obligacji na rynku pierwotnym spotkała się z solidnym popytem ze strony krajowych i zagranicznych inwestorów. Nierezydenci znacząco zwiększyli swoje zakupy w maju, co dodatkowo wsparło krajowy dług. W okresie maj-czerwiec Ministerstwo uplasowało na rynku obligacje o wartości 28,2 mld zł i po pierwszej aukcji w tym miesiącu potrzeby pożyczkowe są sfinansowane w ponad 90%.

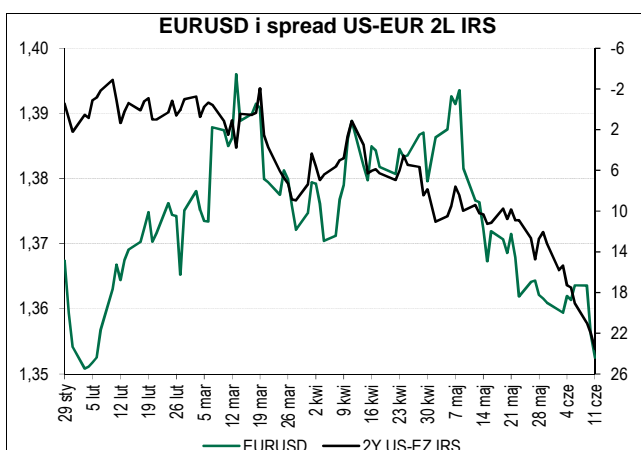
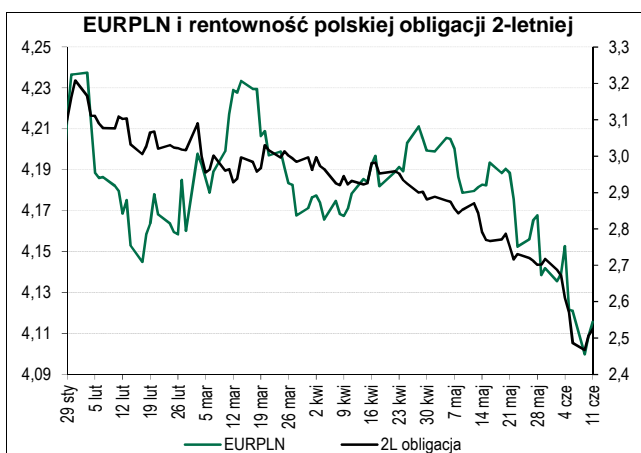
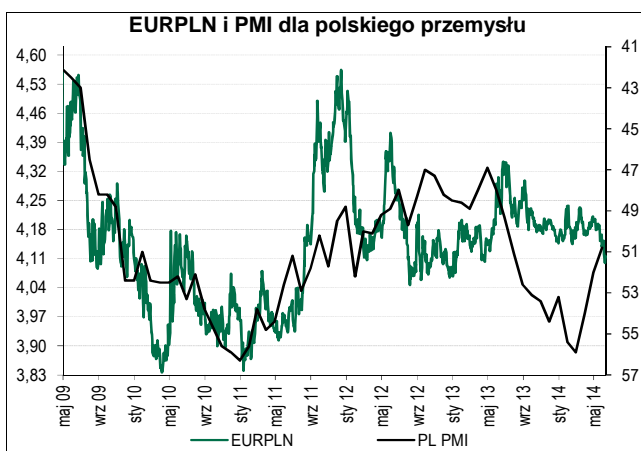
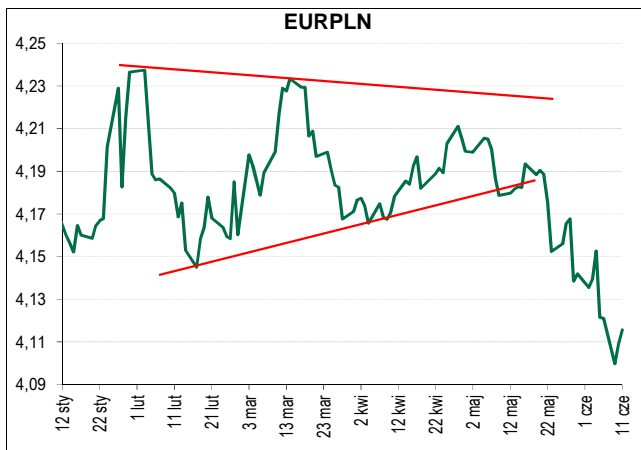
Stopniowy wzrost rentowności i IRS w średnim terminie

▪ Po ostatnim silnym umocnieniu w cenach jest już dyskontowana obniżka stóp o 25 pb. W związku z tym kontynuacja trendu spadkowego rentowności/IRS wymaga dodatkowego impulsu czy to ze strony krajowych danych (niższe od prognoz odczyty) czy też z rynków bazowych (dalsze umocnienie długu Niemiec). Odczyt krajowej inflacji blisko zera, lub nawet poniżej może krótkoterminowo wzmocnić oczekiwania na cięcia stóp w tym roku. To powinno przynajmniej przekładać się na stabilizację krótkiego końca krzywych.

▪ Perspektywy niskiej podaży SPW w II połowie roku powinny wspierać rynek obligacji. W lipcu planowana jest jedna aukcja obligacji, a proces refinansowania potrzeb w 2015 r. ma odbywać się tylko poprzez aukcje zamiany.

▪ W średnim terminie oczekujemy stopniowego wzrostu rentowności i stawek IRS. Bieżące oczekiwania rynkowe są, w naszej ocenie, zbyt optymistyczne, gdyż nadchodzące dane powinny potwierdzić, że ryzyko deflacji nie grozi Polsce, a oznaki ożywienia są coraz silniejsze. Trend wzrostowy powinien być wspierany również przez wzrosty rentowności na rynkach bazowych w wyniku zakończenia programu QE przez Fed i rozpoczęcia dyskusji o podwyżkach stóp.

Rynek walutowy



Źródła: GUS, Reuters, BZ WBK

EURPLN najniżej od kwietnia 2013

▪ Miesiąc temu sugerowaliśmy, że możliwy jest wyraźniejszy ruch kursu EURPLN i że impuls może przyjść z Ukrainy lub z EBC. Mimo dalszych walk na wschodzie Ukrainy, ryzykowne aktywa – w tym też złoty – zyskiwały w maju na wartości dzięki oczekiwaniom, że EBC zrealizuje zasugerowane dość wyraźnie w maju dalsze poluzowanie polityki pieniężnej. Dodatkowo, dane o polskim PKB za I kw. 2014 były lepsze od oczekiwań i również przyczyniły się do umocnienia krajowej waluty. W konsekwencji, na przełomie maja i czerwca EURPLN przebił w końcu dolne ograniczenie zawężającego się pasma wahań i spadł do 4,09 (najniżej od kwietnia 2013). USDPLN przebił natomiast tymczasowo 3,0 i osiągnął najniższy poziom od grudnia 2013.

▪ Od końca kwietnia, kiedy rozpoczął się ostatni impuls aprecjacyjny, złoty zyskał ok. 2,4% do euro. Nie jest to jednak wynik spektakularny w porównaniu do skali umocnienia tureckiej liry (4%), indyjskiej rupii (4,5%), kolumbijskiego peso (5%) czy rubla (6,5%). Notowania do dolara również nie były wyjątkowe na tle innych walut z rynków wschodzących – USDPLN nie zmienił się znacząco od końca kwietnia, a trzy najsilniejsze w tym okresie waluty zyskały 2,3-4,3%. Z drugiej strony, umocnienie złotego do euro nie powinno być umniejszane, EURPLN spadł bowiem przez trzy kolejne tygodnie.

▪ Po tak nagłym umocnieniu pojawia się pytanie czy ten trend będzie kontynuowany w najbliższych tygodniach. Główny czynnik stojący za aprecjacją krajowej waluty – oczekiwania na luzowanie polityki pieniężnej przez EBC – zniknął. Tymczasem, nasiliły się spekulacje o cięciu stóp procentowych w Polsce, po danych o CPI i PMI dla przemysłu, który wskazuje na słabsze tempo ożywienia gospodarczego. Indeks spadł w maju do 50,8 pkt z czteroletniego szczytu na 55,9 pkt ustanowionego w lutym. Jest to największy trzymiesięczny spadek od grudnia 2008. Podobnie niższą aktywność w przemyśle odnotowano w ostatnim czasie w Niemczech, Francji i strefie euro jako całości. Wskazywaliśmy już wielokrotnie, że złoty jest walutą cykliczną i zazwyczaj zyskuje w okresach ekspansji gospodarczej. Ostatnie sygnały wolniejszego wzrostu i rynkowe oczekiwania na cięcie stóp przez RPP mogą wywołać realizację zysków z ostatniego umocnienia krajowej waluty. Co więcej, wg agencji Bloomberg rynek opcyjny wycenia, że jest 50% prawdopodobieństwo wzrostu EURPLN do 4,15 wobec 33% dla spadku do 4,05 w ciągu najbliższego miesiąca. Również analiza techniczna wskazuje, że kurs może się lekko odbić w krótkim terminie po ostatnim silnym spadku. Nie zmieniamy naszych prognoz na kolejne miesiące i nadal oczekujemy EURPLN blisko 4,0 na koniec roku.

Euro pod presją

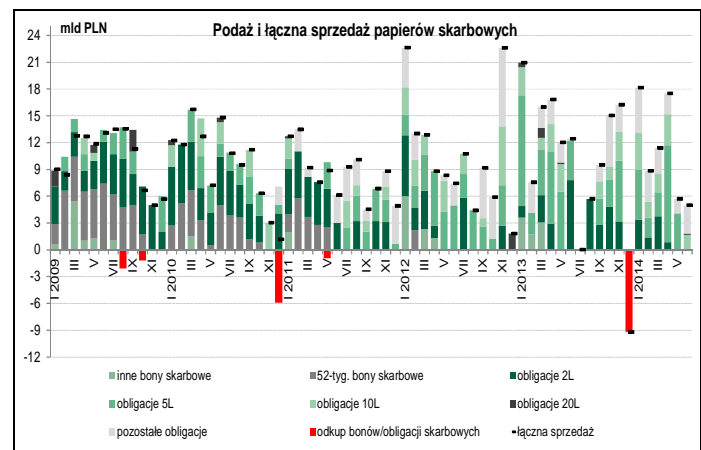
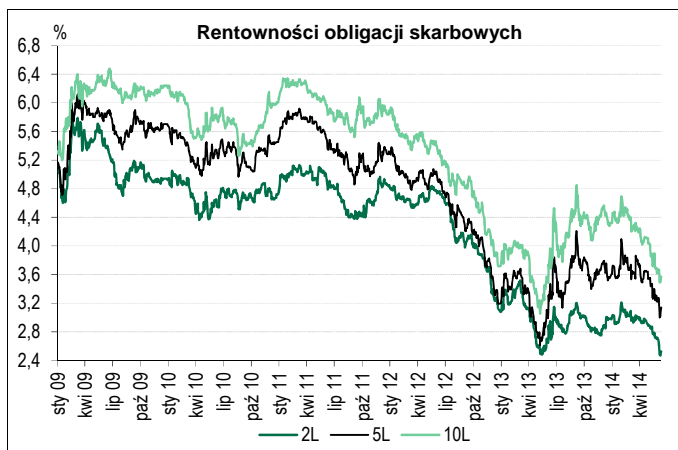
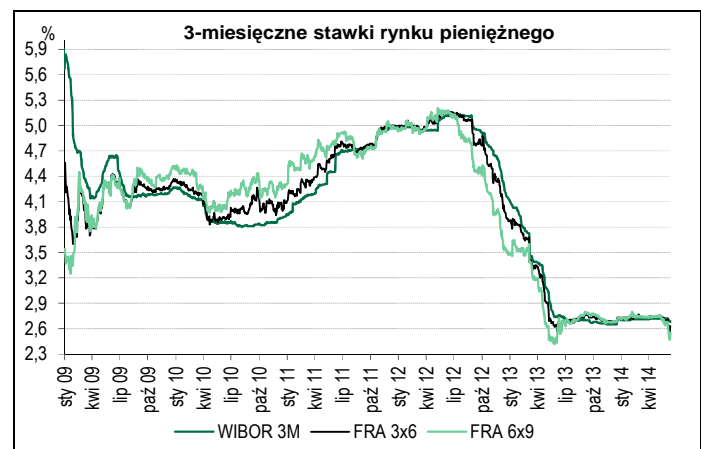
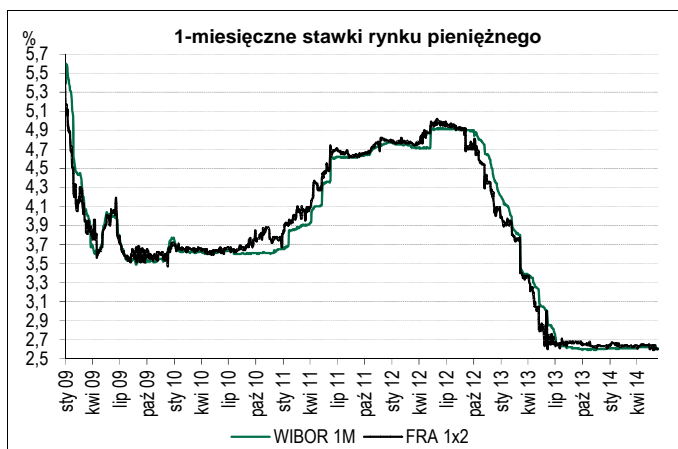
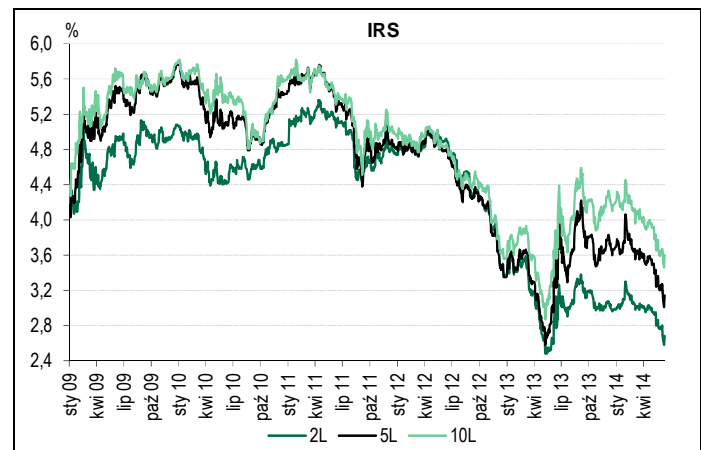
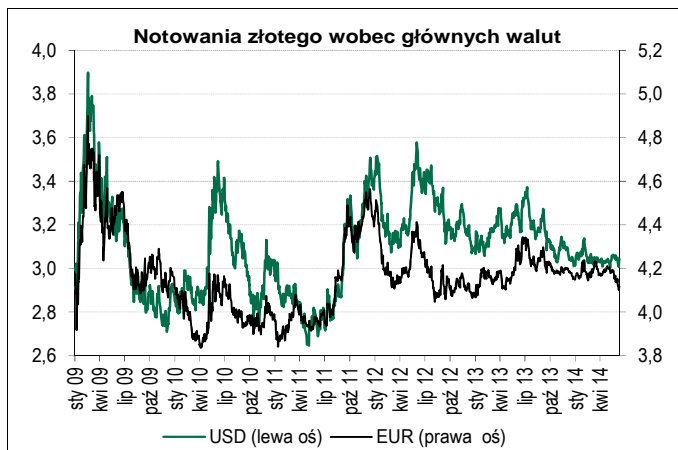
▪ Wspólna waluta dalej traciła w maju w stosunku do dolara po tym jak szef EBC zasugerował, że możliwe jest dalsze poluzowanie polityki pieniężnej w czerwcu. Oczekiwania na to, że wykorzystane zostaną standardowe i niestandardowe narzędzia były dodatkowo wspierane przez wypowiedzi innych przedstawicieli EBC. W rezultacie, tuż przed decyzją EURUSD był blisko 1,36, a po ogłoszeniu obniżenia stopy depozytowej poniżej zera spadł do 1,35.

▪ EBC podjął jeszcze inne działania w celu ograniczenia ryzyka deflacji, ale do tej pory nie zdołało to pchnąć EURUSD niżej. W krótkim terminie potencjał do dalszej deprecjacji euro może być więc ograniczony, bowiem EBC powstrzyma się zapewne z dalszymi działaniami w oczekiwaniu na efekty czerwcowych decyzji, a inwestorzy zrealizują zyski z ostatnich spadków (z 1,39 do 1,35).

▪ Z drugiej strony, ostatnie indeksy aktywności gospodarczej (PMI, niemieckie ZEW i Ifo) pokazały spadek tempa ożywienia w strefie euro. Może to wzmocnić przekonanie, że inflacja nie odbije tak jak tego oczekuje EBC i drzwi do dalszego luzowania polityki pieniężnej pozostaną otwarte (bank centralny zdradził, że pracuje nad programem skupu instrumentów zabezpieczonych aktywami – ABS – i podejmie dalsze działania jeśli będzie taka potrzeba).

▪ Pierwsze ważne wsparcie to 1,35, kolejne to 1,335.

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
Czerwiec '13	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	-	-	-	-
czerwiec	5.06	DS/MS/WZ	3000-5000	4989,7	-	-	-	-	18.06	OK0714/WZ0115	-

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja odkupu

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
9 czerwca 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)
16 PL: Inflacja bazowa (V) EZ: HICP (V) US: Produkcja przemysłowa (V)	17 PL: Płace i zatrudnienie (V) DE: Indeks ZEW (VI) US: CPI (V) US: Rozpoczęte budowy domów (V) US: Pozwolenia na budowę (V)	18 PL: Produkcja przemysłowa (V) PL: PPI (V) US: Decyzja FOMC	19 US: Indeks Philly Fed (VI)	20 PL: Minutes RPP
23 CN: Wstępny PM – przemysł (VI) DE: Wstępny PMI – przemysł (VI) EZ: Wstępny PMI – przemysł (VI) US: Sprzedaż domów (V)	24 DE: Indeks Ifo (VI) HU: Decyzja banku centralnego US: Indeks nastrojów konsumentów (VI) US: Sprzedaż nowych domów (V)	25 US: Zamówienia na dobra trwałe użytku (V) US: Ostateczny PKB (I kw.)	26 PL: Sprzedaż detaliczna (V) PL: Stopa bezrobocia (V) CZ: Decyzja banku centralnego US: Dochody osobiste (V) US: Wydatki konsumentów (V)	27 US: Indeks Michigan (VI)
30 PL: Bilans płatniczy (I kw.) PL: Oczekiwania inflacyjne (VI) EZ: Wstępny HICP (VI) US: Niezakończona sprzedaż domów (V)	1 lipca PL: PMI – przemysł (VI) CN: PMI – przemysł (VI) DE: PMI – przemysł (VI) EZ: PMI – przemysł (VI) US: ISM – przemysł (VI) CZ: Ostateczny PKB (I kw.)	2 PL: Decyzja RPP US: Raport ADP (VI) US: Zamówienia przemysłowe (V)	3 EZ: Decyzja EBC EZ: PMI – usługi (VI) DE: PMI – usługi (VI) US: ISM – usługi (VI) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (VI) US: Stopa bezrobocia (VI)	4 DE: Zamówienia przemysłowe (V)
7 DE: Produkcja przemysłowa (V) CZ: Produkcja przemysłowa (V)	8 DE: Eksport (V)	9 CZ: CPI (VI) US: Minutes FOMC	10	11 HU: CPI (VI)
14 PL: Bilans płatniczy (V) PL: Podaż pieniądza (VI) EZ: Produkcja przemysłowa (V)	15 PL: CPI (V) DE: Indeks ZEW (VII) US: Sprzedaż detaliczna (V)	16 PL: Inflacja bazowa (VI) PL: Płace i zatrudnienie (VI) US: Produkcja przemysłowa (VI) US: Beżowa Księga Fed	17 PL: Produkcja przemysłowa (VI) PL: PPI (VI) EZ: HICP (VI) US: Rozpoczęte budowy domów (VI) US: Pozwolenia na budowę (VI) US: Indeks Philly Fed (VII)	18 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	-	-	-	-	-	-	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	20	18	18	16	19	17	16	19	16	16	19	16
Handel zagraniczny	Około 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

		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	cze 14
PMI	pkt.	48,0	49,3	51,1	52,6	53,1	53,4	54,4	53,2	55,4	55,9	54,0	52,0	50,8	51,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	-1,8	2,8	6,3	2,2	6,3	4,6	2,9	6,7	4,2	5,3	5,4	5,4	5,1	2,9
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-27,5	-18,3	-5,2	-11,1	-4,8	-3,2	-2,9	5,8	-3,9	14,4	17,4	12,2	12,1	9,2
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	0,5	1,8	4,3	3,4	3,9	3,2	3,8	5,8	4,8	7,0	3,1	8,4	5,4	4,4
Stopa bezrobocia	%	13,5	13,2	13,1	13,0	13,0	13,0	13,2	13,4	14,0	13,9	13,5	13,0	12,5	12,1
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	2,3	1,4	3,5	2,0	3,6	3,1	3,1	2,7	3,4	4,0	4,8	3,8	4,7	5,3
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-0,9	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7
Eksport (w euro)	% r/r	0,3	5,4	7,4	2,8	9,0	3,8	2,3	10,1	10,7	5,7	10,9	6,7	10,5	14,4
Import (w euro)	% r/r	-6,1	-1,9	3,1	-0,3	4,2	4,6	0,6	0,0	6,6	6,9	3,1	7,3	10,5	13,8
Bilans handlowy	mIn EUR	1	570	137	299	660	259	-25	-85	426	303	475	600	1	728
Rachunek bieżący	mIn EUR	-176	100	-566	-618	-907	162	-803	-430	-825	-463	517	537	-236	206
Rachunek bieżący	% PKB	-2,8	-2,3	-1,9	-1,9	-1,9	-1,7	-1,6	-1,3	-1,1	-1,1	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-30,9	-26,0	-25,9	-26,8	-29,6	-39,5	-38,5	-42,2	-2,6	-11,7	-17,5	-21,3	-22,5	-33,7
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	60,0	50,4	50,3	51,9	57,4	76,5	74,7	81,8	5,6	24,7	36,8	44,8	47,4	71,0
Inflacja (CPI)	% r/r	0,5	0,2	1,1	1,1	1,0	0,8	0,6	0,7	0,5	0,7	0,7	0,3	0,4	0,5
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	1,0	0,9	1,4	1,4	1,3	1,4	1,1	1,0	0,4	0,9	1,1	0,8	0,9	1,1
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-2,5	-1,3	-0,8	-1,1	-1,4	-1,4	-1,5	-1,0	-1,0	-1,4	-1,3	-0,7	-0,6	-1,9
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	6,5	7,0	6,6	6,1	6,1	5,9	5,7	6,2	5,4	5,2	5,2	5,4	5,5	5,0
Zobowiązania	% r/r	6,0	6,5	5,6	5,8	6,0	5,9	5,2	6,0	4,9	4,7	4,7	5,4	5,7	5,3
Należności	% r/r	1,4	3,5	3,7	3,3	3,7	2,9	3,8	4,0	4,2	4,7	5,3	6,1	5,5	4,3
EUR/PLN	PLN	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	4,12
USD/PLN	PLN	3,22	3,25	3,27	3,18	3,17	3,07	3,10	3,05	3,07	3,06	3,04	3,03	3,04	3,03
CHF/PLN	PLN	3,36	3,47	3,46	3,43	3,43	3,40	3,40	3,41	3,39	3,42	3,45	3,43	3,42	3,38
Stopa referencyjna ^b	%	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	2,50
WIBOR 3M	%	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	2,69
Rentowność obligacji 2L	%	2,55	2,86	2,87	2,98	3,07	2,90	2,80	2,94	2,99	3,06	2,99	2,94	2,79	2,50
Rentowność obligacji 5L	%	2,80	3,43	3,36	3,67	3,86	3,62	3,64	3,65	3,67	3,79	3,68	3,60	3,36	3,05
Rentowność obligacji 10L	%	3,28	3,95	3,97	4,31	4,50	4,28	4,38	4,41	4,42	4,47	4,26	4,10	3,80	3,50

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	1 705,3	378,4	396,3	405,6	455,5	397,4	413,5	420,4	473,9
PKB	% r/r	4,5	2,0	1,6	3,5	0,4	0,8	2,0	2,7	3,4	3,5	3,6	3,6
Popyt krajowy	% r/r	3,6	-0,1	0,0	3,7	-1,0	-1,6	0,6	1,8	3,0	4,2	3,5	3,9
Spożycie indywidualne	% r/r	2,6	1,3	0,8	2,8	0,0	0,1	1,0	2,1	2,6	2,8	3,0	3,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	8,5	-1,6	-0,2	6,6	-2,4	-3,3	0,5	2,0	10,7	4,0	6,0	7,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	7,7	1,0	2,3	4,8	-2,0	1,2	5,0	4,5	4,8	4,4	4,4	5,5
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	12,3	-1,0	-10,3	7,6	-15,6	-22,9	-7,0	0,0	9,8	11,0	7,4	4,6
Sprzedż detaliczna ^a	% r/r	11,2	6,0	2,6	6,3	0,9	0,8	4,0	4,5	5,1	6,2	6,1	7,6
Stopa bezrobocia ^b	%	12,5	13,4	13,4	12,2	14,3	13,2	13,0	13,4	13,5	12,1	11,8	12,2
Place brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	5,2	3,7	3,4	4,5	2,6	3,3	4,0	3,6	4,2	4,6	4,5	4,7
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,6	0,0	-0,8	0,4	-0,7	-1,1	-1,2	-0,1	0,0	0,4	0,5	0,5
Eksport (w euro)	% r/r	12,1	5,9	5,0	10,9	3,2	5,5	6,5	5,0	9,1	10,5	11,8	12,0
Import (w euro)	% r/r	12,2	2,3	0,0	10,0	-2,0	-2,2	2,4	1,8	5,5	10,5	11,2	12,5
Bilans handlowy	mIn EUR	-10 059	-5 175	2 309	3 956	-139	1 203	1 094	151	1 204	1 329	1 455	-33
Rachunek bieżący	mIn EUR	-18 519	-14 191	-4 984	-3 396	-2 313	486	-2 086	-1 071	-771	261	-1 705	-1 182
Rachunek bieżący	% PKB	-5,0	-3,7	-1,3	-0,8	-3,1	-2,3	-1,9	-1,3	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-5,1	-3,9	-4,3	5,7	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	4,3	3,7	0,9	0,5	1,3	0,5	1,1	0,7	0,6	0,4	0,2	0,7
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	4,6	2,4	0,7	0,8	1,0	0,2	1,0	0,7	0,7	0,5	0,3	0,8
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	2,4	2,2	1,2	0,8	1,2	1,0	1,4	1,2	0,8	0,9	0,7	1,0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	7,6	3,4	-1,3	-1,3	-0,7	-2,0	-1,1	-1,3	-1,2	-1,1	-1,9	-1,2
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	12,5	4,5	6,2	7,3	6,6	7,0	6,1	6,2	5,2	5,0	6,6	7,3
Zobowiązania ^b	% r/r	11,7	20,6	9,8	9,1	6,6	6,5	6,0	6,0	4,7	5,3	6,5	7,0
Należności ^b	% r/r	14,4	36,6	8,7	8,8	3,5	3,5	3,7	4,0	5,3	4,3	4,4	5,5
EUR/PLN	PLN	4,12	4,19	4,20	4,11	4,16	4,20	4,25	4,19	4,19	4,16	4,09	4,01
USD/PLN	PLN	2,96	3,26	3,16	2,99	3,15	3,22	3,21	3,08	3,06	3,03	2,99	2,88
CHF/PLN	PLN	3,34	3,47	3,41	3,34	3,38	3,41	3,44	3,40	3,42	3,41	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	2,71	3,77	2,96	2,70	2,66	2,71	2,71	2,69	2,72
Rentowność obligacji 2L	%	4,81	4,30	2,98	2,73	3,29	2,77	2,98	2,88	3,01	2,74	2,51	2,65
Rentowność obligacji 5L	%	5,44	4,53	3,46	3,35	3,49	3,09	3,63	3,64	3,71	3,34	3,06	3,28
Rentowność obligacji 10L	%	5,98	5,02	4,04	3,89	3,95	3,58	4,26	4,36	4,38	3,80	3,57	3,82

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 11.06.2014 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