

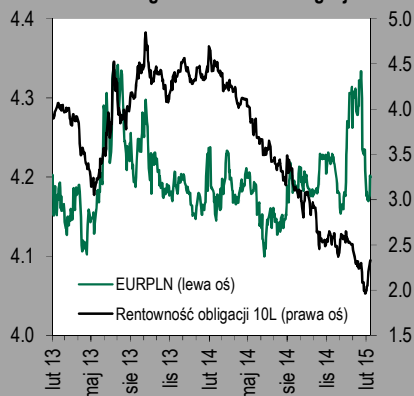
# MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

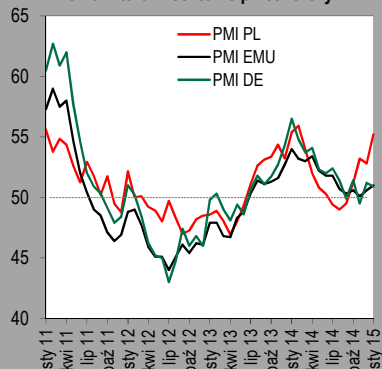
Luty 2015

## Więcej luzu

Kurs złotego i rentowność obligacji



Koniunktura w sektorze przetwórczym



### 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:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 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

■ **Banki centralne na całym świecie luzują politykę pieniężną:** od początku roku działania takie podjęło już co najmniej 17 z nich. Największe znaczenie miało działanie Europejskiego Banku Centralnego, który zdecydował się na rozszerzenie skali swojego programu luzowania ilościowego od marca i to mocniej niż oczekiwano. Inne banki poszły za tym przykładem, mając na celu głównie obniżanie wartości swoich walut. Wyjątkiem na tym tle był Szwajcarski Bank Narodowy, który porzucił politykę powstrzymywania kursu EURCHF przed spadkiem poniżej 1,20, co spowodowało skokowe umocnienie franka szwajcarskiego. Ta decyzja wyraźnie zwiększyła zmienność na rynkach finansowych i wzbudziła obawy o sytuację krajów o znacznej wartości kredytów denominowanych w CHF, w tym Polski. O ile w dyskusji publicznej wciąż pojawiają się różne pomysły jak ulżyć gospodarstwom domowym zadłużonym w szwajcarskiej walucie, to **naszym zdaniem wpływ makro aprecjacji franka szwajcarskiego na polskie gospodarstwa domowe nie będzie znaczący, a perspektywy konsumpcji prywatnej na 2015 r. pozostają optymistyczne.**

■ **Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych w lutym. Ale również jasno zasugerowała, że obniżka stóp procentowych zbliża się, oraz że łączna skala luzowania może być większa niż 25 pb.** Zmiana retoryki RPP, większa od oczekiwań skala luzowania ilościowego w strefie euro i ostatnia fala łagodzenia polityki w innych gospodarkach przekonały nas, że Rada może obniżyć stopy o 50 pb w tym roku. Cięcia w marcu uważamy za wysoce prawdopodobne. Pojedynczego ruchu o 50 pb nie można całkiem wykluczyć, chociaż dwa cięcia po 25 pb uważamy za bardziej prawdopodobne, chyba że niepewność odnośnie sytuacji w Grecji i na Ukrainie zniknie, a dane makroekonomiczne zaskoczą w dół.

■ To ostatnie nie jest jednak takie pewne. **W krajowej gospodarce widzimy wiele znaków świadczących o tym, że ma się ona lepiej niż oczekiwano.** PKB urósł o 3,3% w 2014 r. (prawdopodobnie był to jeden z najszybszych wzrostów w Europie), głównie dzięki dobremu wzrostowi konsumpcji prywatnej i boomowi inwestycyjnemu. Rynek pracy jest w świetnej formie. Wskaźniki nastrojów firm i konsumentów prą w górę. Agencja S&P podwyższyła perspektywę ratingu Polski do pozytywnej, podkreślając zdrowe fundamenty wzrostu PKB, podczas gdy PwC w swoim raporcie „World in 2050” stwierdził, że Polska będzie najszybciej rosnącą gospodarką w Unii Europejskiej w najbliższych dekadach. Spodziewamy się pewnego spowolnienia wzrostu PKB w Polsce na początku 2015 r., ale powinno ono być łagodne i krótkotrwałe. Ostatnie dane sugerują poprawę perspektyw wzrostu w strefie euro, między innymi dzięki niższym cenom ropy, słabszej wspólnej walucie oraz łagodzeniu ilościowemu.

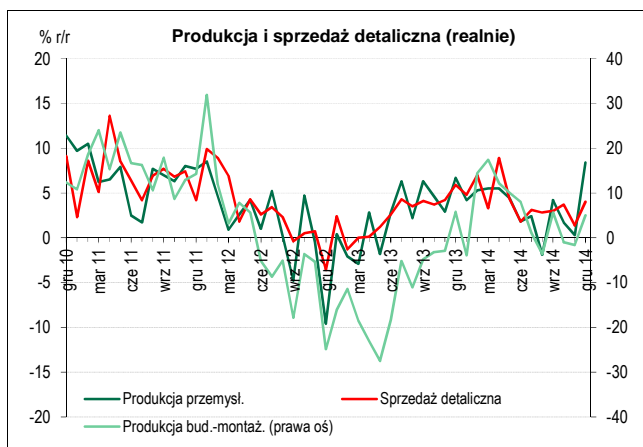
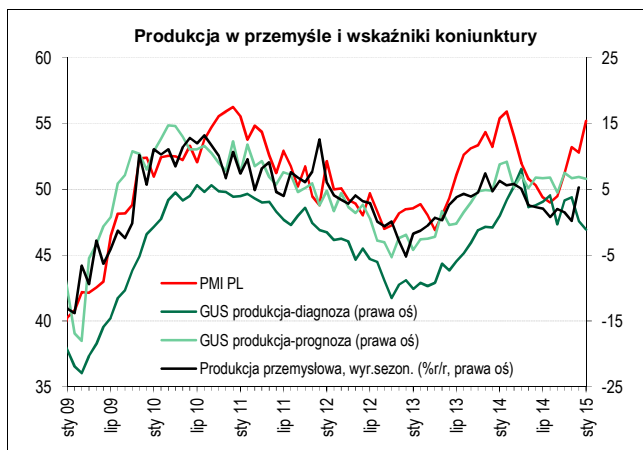
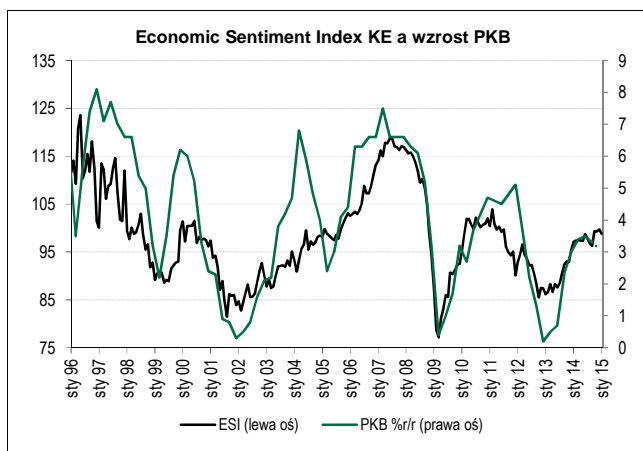
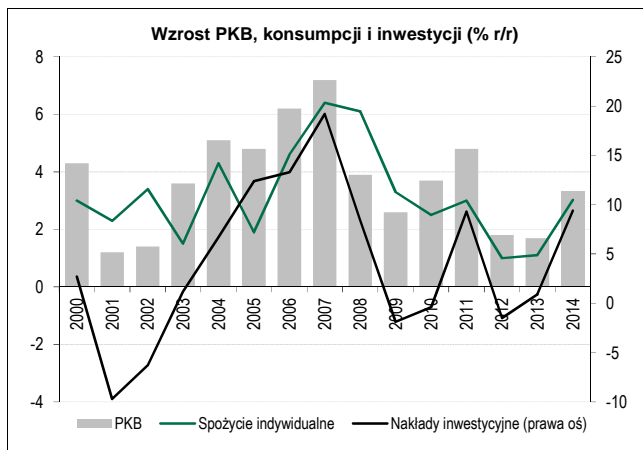
■ Ostatnie decyzje banków centralnych oraz napięcia geopolityczne spowodowały wzrost zmienności na rynkach finansowych. Złoty się osłabił, a rynek stopy procentowej doświadczył korekty po długotrwałej hossie. **Spodziewamy się stabilizacji na rynku walutowym i obligacji w krótkim okresie oraz odbicia w kolejnych miesiącach, kiedy globalna awersja do ryzyka obniży się.**

### Na rynku finansowym 11 lutego 2015 r.:

Stopa depozytowa NBP	1,00	WIBOR 3M	1,96	EURPLN	4,1999
Stopa referencyjna NBP	2,00	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	1,67	USDPLN	3,7094
Stopa lombardowa NBP	3,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	1,93	CHFPLN	4,0068

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 11.02.2015 r.

## Gospodarka Polski



Źródła: GUS, Markit, Komisja Europejska, BZ WBK

**Wzrost PKB spowolnił, ale wciąż jest blisko 3%**

- W 2014 r. PKB urosł o 3,3%. Silnikiem wzrostu był popyt krajowy, zwłaszcza konsumpcja prywatna (+ 3,0%) i inwestycje (+9,4%), przy ujemnym wkładzie eksportu netto, który spadł poniżej zera po raz pierwszy od 2010 r., głównie ze względu na szybszy wzrost importu.

- Nasz szacunek dla danych za IV kw. sugeruje, że pod koniec roku polska gospodarka nieco spowolniła, do 3,1% r/r z 3,3% r/r w III kw. Konsumpcja prywatna prawdopodobnie rosła nieco wolniej, 3,0% r/r w porównaniu do 3,2% r/r w III kw., podobnie jak inwestycje, które spowolniły do 8,8% r/r z 9,9% r/r, podczas gdy wkład eksportu netto był podobny co w III kw. (ok. -1,5pp). Dokładne dane za IV kw. 2014 zostaną opublikowane pod koniec lutego.

**Sygnaly nadchodzącego ożywienia?**

- Oczekujemy, że polska gospodarka może dalej hamować w I kw. 2015 r., ale będzie to tylko nieznaczne i krótkotrwałe spowolnienie, gdyż optymizm konsumentów i przedsiębiorców poprawia się. Ponadto, sytuacja rynku pracy jest dobra, a realne dochody do dyspozycji rosną w solidnym tempie, co będzie stanowiło wsparcie dla konsumpcji prywatnej (szczegóły na następnej stronie). Tymczasem, wskaźniki koniunktury pokazują, że aktywność polskich firm poprawia się, pomimo wymagającego otoczenia zewnętrznego.

- Indeks PMI dla Polski przekroczył w styczniu oczekiwania i to już czwarty raz w ciągu ostatnich pięciu miesięcy. Indeks osiągnął 55,2 pkt (wobec 52,8 pkt w grudniu), co jest najlepszym wynikiem od lutego 2014. Za tak solidnym odbiciem stały wszystkie główne składowe - rosnące zamówienia (w szczególności krajowe, w nieco mniejszym stopniu zagraniczne) skłaniały firmy do zwiększania produkcji i w rezultacie również do zwiększania zatrudnienia. O rosnącej presji popytowej na polskich przedsiębiorców dobrze świadczy również odbicie subindeksu zaległości produkcyjnych - w styczniu osiągnął on najwyższy poziom od czterech lat. Mimo rosnącego popytu, ceny towarów gotowych zanotowały 26. z rzędu miesiąc spadku z powodu m.in. konkurencji rynkowej.

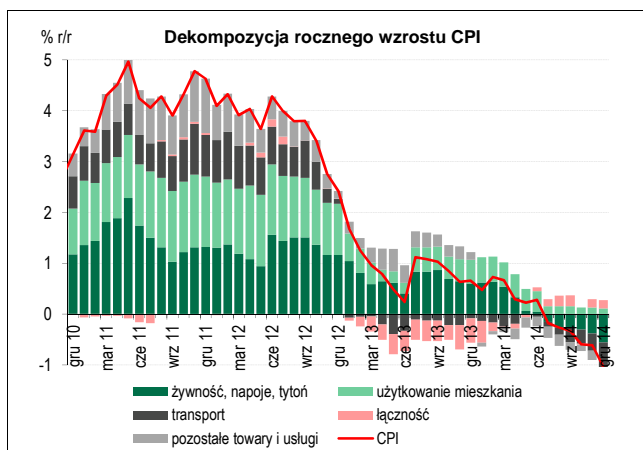
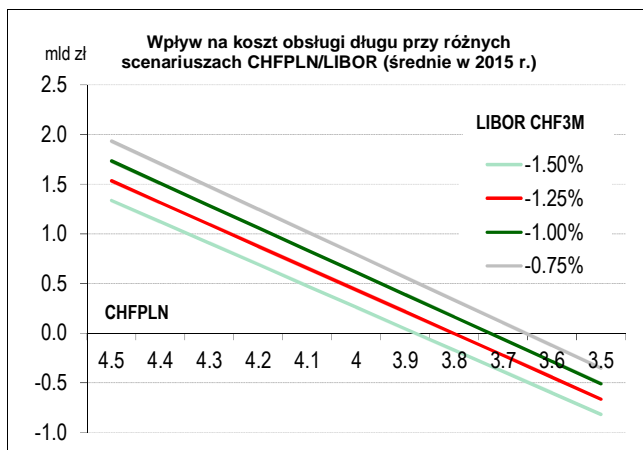
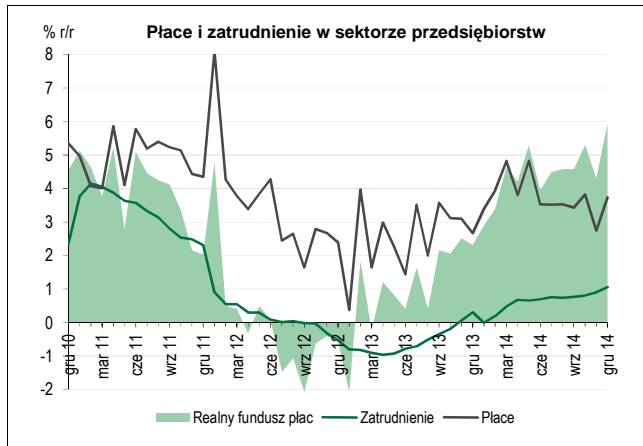
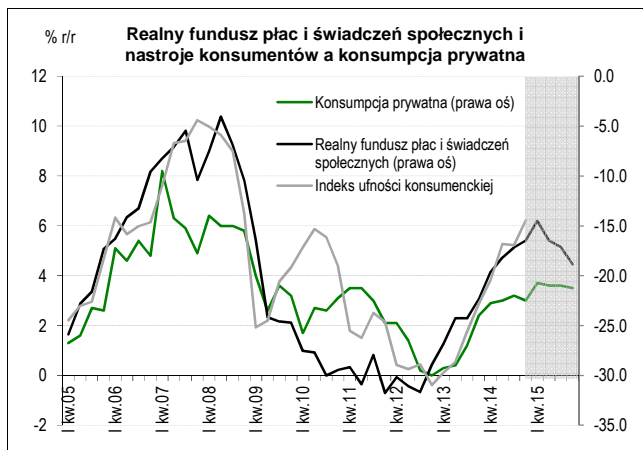
- O ile należy być ostrożnym w formułowaniu zdecydowanych sądów na podstawie indeksu PMI, gdyż w ostatnich dwóch latach nie był on najlepszą wskazówką nt zmian produkcji przemysłowej (wykres obok), to jednak większość indeksów koniunktury sugeruje, że perspektywy polskiej gospodarki są pozytywne. Wskaźnik koniunktury GUS potwierdził poprawę sytuacji w przemyśle, budownictwie i pokazał dobry nastrój w handlu detalicznym. Wskaźnik koniunktury gospodarczej Komisji Europejskiej (ESI) obniżył się nieco w styczniu z najwyższego poziomu od 3,5 roku, zanotowanego w grudniu, ale pozostał spójny ze wzrostem PKB powyżej 3%.

- W strefie euro perspektywy gospodarcze ulegają poprawie, wspierane przez niskie ceny ropy, słabsze euro i luzowanie ilościowe Europejskiego Banku Centralnego. Powinno to być pozytywne dla krajowego eksportu. Pewne sygnały poprawy popytu zagranicznego były już widoczne w ostatnich miesiącach. Przypominamy, że pisaliśmy już o tym, że polski eksport do niektórych państw Unii Europejskiej zaczął przyspieszać od października. Uważamy, że te trendy będą kontynuowane.

**... Styczniowa produkcja i sprzedaż mogą zaskoczyć w górę**

- Dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w grudniu były lepsze od oczekiwań i wydaje się, że także odczyty w styczniu mogą zaskoczyć. Sugestią na ten temat były ostatnie informacje z rynku motoryzacyjnego. Liczba rejestracji samochodów wzrosła nieco w styczniu, zarówno w ujęciu m/m jak i r/r, co jest zaskakujące biorąc pod uwagę wzorzec sezonowy (styczeń jest zwykle słabszy od grudnia) oraz fakt, że zeszłoroczna sprzedaż była zawyżona pod wpływem wygasających ulg na samochody z krótką. Produkcja samochodów również była zaskakująco dobra w styczniu, co jest dobrym znakiem dla produkcji przemysłowej na początku roku (produkcja samochodów stanowi 10% produkcji przemysłowej ogółem).

## Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, Reuters, BZ WBK

## Perspektywy dla konsumpcji wciąż są dobre...

▪ Perspektywy konsumpcji prywatnej na 2015 są wciąż dobre, dzięki korzystnej sytuacji rynku pracy, spadającym cenom i niższemu stopom procentowym. Dlatego spodziewamy się, że konsumpcja zostanie silnie wsparta wzrostem PKB i będzie stabilizowała wzrost na poziomie 3%.

## ... gdyż sytuacja rynku pracy jest korzystna...

▪ Grudniowe dane z krajowego rynku pracy okazały się wyraźnie lepsze od oczekiwań. Wzrost zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw przyspieszył do 1,1% r/r z 0,9% r/r w listopadzie, a wzrost płac wzrósł do 3,7% r/r z 2,7% r/r w listopadzie.

▪ W ujęciu m/m zatrudnienie w sektorze firm spadło o 1,7 tys. osób, co jest najlepszym wynikiem grudniowym od końca 2007 r. Z kolei odbicie wzrostu płac w grudniu wyraźnie pokazuje, że listopadowe spowolnienie było jedynie jednorazowym efektem wywołanym przesunięciem wypłat w sektorze górniczym. Spodziewamy się zatem utrzymania dynamiki wynagrodzeń na poziomie 3-4% r/r w kolejnych miesiącach. W całym IV kw. 2014 płace urosły o 3,4% r/r, w porównaniu ze wzrostem o 3,5% r/r w III kw.

▪ Realny wzrost funduszu płac w sektorze firm w grudniu wyniósł aż 5,9% r/r, co jest najlepszym odczytem od końca 2008 r. i wyróżnia się na tle wyników z wcześniejszych miesięcy roku, które i tak wszakże były dobre (średnio 4,3% w styczniu-listopadzie).

## ... gospodarstwa domowe zapłacą mniejsze odsetki...

▪ Decyzja Szwajcarskiego Banku Narodowego (SNB) o rezygnacji z obrony kursu EURCHF na poziomie 1,20 spowodowała dużo obaw o wpływ aprecjacji franka szwajcarskiego na te gospodarstwa domowe, które mają kredyty w tej walucie. Według naszych szacunków, efekt netto dla polskich gospodarstw domowych powinien być względnie mały, gdyż niższe stawki LIBOR zrekomensują część aprecjacji franka. Szacujemy, że spadek stóp procentowych o 110pb neutralizuje ruch kursu o 10%. Od decyzji SNB stopy LIBOR CHF 3M spadły o ok. 75 punktów bazowych, a CHFPLN wzrósł o 11,5%. Nawet w scenariuszu, gdy średni CHFPLN w 2015 r. wynosi 4,50 a LIBOR CHF 3M osiąga -0,75%, roczny koszt obsługi długów we frankach szwajcarskich wzrośnie o ok. 2 mld zł. W naszym scenariuszu bazowym (CHFPLN w przedziale 3,90-4,00, LIBOR blisko -1%), roczne płatności z tytułu rat w CHF wzrosną o ok. 500 mln zł.

▪ Gospodarstwa domowe zyskają znacznie więcej na spadku kosztów obsługi długów w złotych. Nawet jeśli RPP nie zdecyduje się już na obniżkę stóp w tym roku, to płatności z tytułu odsetek będą o 3,5 mld zł niższe niż w 2014 r. Natomiast jeśli Rada obetnie stopy jeszcze o 50 pb w marcu-kwietniu, to konsumenci zaoszczędzą ok. 5,5 mld zł z tytułu niższych kosztów obsługi kredytów denominowanych w PLN.

▪ Ogólnie, szacujemy, że zmiany w kosztach obsługi kredytów będą korzystne dla perspektyw konsumpcji, gdyż zostawią w kieszeni konsumentów ok. 5 mld zł w skali roku, co stanowi ok. 0,5% rocznej konsumpcji. Nawet w ekstremalnym scenariuszu mocnej deprecjacji złotego i zawieszenia obniżek przez RPP, efekt netto będzie pozytywny (ok. 1,5 mld zł).

## ... a ceny konsumpcyjne spadają

▪ Inflacja CPI obniżyła się w grudniu 2014 r. do -1,0% r/r, głównie ze względu na silne obniżki cen paliwa (spadek o 4,8% m/m). Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła w grudniu 0,5% r/r.

▪ W styczniu średnie ceny paliw na stacjach benzynowych w Polsce spadły o kolejne 7% m/m, a w lutym mogą się obniżyć o dalsze 4% m/m, nawet pomimo faktu, że spadkowy trend cen ropy na świecie uległ odwróceniu. Spodziewamy się, że deflacja CPI może pogłębić się w I kw. 2015 nawet poniżej -1,5% r/r a wzrost wskaźnika CPI pozostanie ujemny nawet do III lub IV kw. 2015.

## Pod lupą: polityka pieniężna

### Najważniejsze fragmenty komunikatu RPP w lutym

W ostatnim miesiącu ponownie obniżyły się ceny ropy naftowej. Równocześnie nastąpił spadek cen niektórych innych surowców. Wraz z umiarkowanym tempem wzrostu gospodarczego na świecie powodowało to obniżenie inflacji w wielu krajach. W najbliższym otoczeniu Polski – w tym strefie euro i większości krajów Europy Środkowo-Wschodniej – roczna dynamika cen spadła poniżej zera. W krajach będących importarami surowców netto spadek cen surowców może wspierać wzrost gospodarczy.

Główne banki centralne nadal utrzymują stopy procentowe na historycznie niskim poziomie. Jednocześnie Europejski Bank Centralny istotnie zwiększył skalę programu skupu aktywów, rozszerzając jego zakres o obligacje skarbowe. Z kolei Narodowy Bank Szwajcarii (SNB) nieoczekiwanie upłynął kurs franka wobec euro, co przyczyniło się do jego silnej aprecjacji wobec innych walut, w tym złotego. SNB obniżył także stopy procentowe.

Wzrost akcji kredytowej, zarówno dla gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw pozostaje stabilny. Silne umocnienie franka szwajcarskiego zwiększyło zarazem poziom zadłużenia gospodarstw domowych posiadających zobowiązania w tej walucie, co może prowadzić do ograniczenia ich konsumpcji.

Dane z rynku pracy wskazują na dalszy spadek bezrobocia (po wyeliminowaniu wahań sezonowych) wynikający w dużym stopniu ze wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw. Presja płacowa w sektorze przedsiębiorstw pozostaje jednak ograniczona, na co wskazuje utrzymywanie się umiarkowanej dynamiki wynagrodzeń.

Biorąc pod uwagę zwiększoną zmienność na rynkach finansowych w ostatnim okresie Rada postanowiła pozostawić stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. Rada nie wyklucza jednak dostosowania polityki pieniężnej w najbliższym okresie, jeśli wydłuży się oczekiwany okres deflacji i tym samym wzrośnie ryzyko pozostania inflacji poniżej celu w średnim okresie. Pełniejsza ocena perspektyw powrotu inflacji do celu będzie możliwa, po zapoznaniu się z napływającymi informacjami, w tym marcową projekcją NBP.

### RPP sugeruje obniżkę w marcu

W lutym Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian i decyzja nie była zaskoczeniem. Ostatnie dane z polskiej gospodarki były całkiem niezłe (m.in. solidny wzrost produkcji przemysłowej w grudniu, ożywienie na rynku pracy, mocny wzrost stycznowego PMI), więc ci z członków RPP, którzy czekali na przekonujące sygnały spowolnienia wzrostu gospodarczego nie dostali nowych silnych argumentów. Dodatkowo, zamieszanie na rynkach finansowych po decyzji SNB i niepewność związana z sytuacją w Grecji i na Ukrainie również nie sprzyjały decyzji o obniżce w lutym – prezes NBP wyraźnie sugerował już po poprzednim posiedzeniu, że okresy znacznych wahań kursowych nie są najlepszym momentem na dostosowanie poziomu stóp. W lutym komunikacie ten argument pojawił się zresztą ponownie – RPP napisała, że utrzymała stopy bez zmian „biorąc pod uwagę zwiększoną zmienność na rynkach finansowych w ostatnim okresie”.

Zarówno komunikat RPP jak i wydzwięk konferencji prasowej bardzo jasno zasugerowały, że prawdopodobieństwo obniżki stóp w marcu jest bardzo wysokie. W końcowym akapicie komunikatu zmieniono kluczowe zdanie. Obecnie RPP nie wyklucza dostosowania polityki pieniężnej, „jeśli wydłuży się oczekiwany okres deflacji i tym samym wzrośnie ryzyko pozostania inflacji poniżej celu w średnim okresie”. Zrezygnowano więc z drugiego warunku koniecznego do obniżek – napływających danych potwierdzających spowolnienie aktywności gospodarczej. To również w naszej ocenie wyraźny sygnał tego, że moment dostosowania polityki pieniężnej się przybliżył. Prezes Belka powiedział dość otwarcie na konferencji prasowej, że szanse na obniżkę stóp w marcu wzrosły i nie wykluczył, że skala dostosowania w polityce pieniężnej może przekroczyć 25 pb.

Zmiana retoryki RPP, większa od oczekiwań skala programu skupu aktywów w strefie euro i poluzowanie polityki pieniężnej przez wiele światowych banków centralnych przekonały nas, że stopy NBP mogą zostać w tym roku obniżone o 50 pb. Naszym zdaniem, cięcie w marcu jest bardzo prawdopodobne. Chociaż nie można zupełnie wykluczyć jednorazowego ruchu o 50 pb, to naszym zdaniem bardziej możliwe są dwa cięcia po 25 pb, chyba że niepewność związana z sytuacją w Grecji i na Ukrainie zmniejszy się istotnie, a dane makro zaskoczą w dół.

### Banki łagodzą politykę kredytową

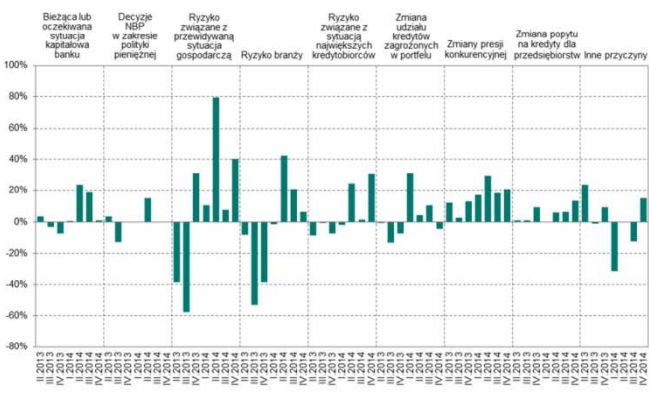
Zgodnie z ankietą przeprowadzoną przez NBP wśród starszych oficerów kredytowych, banki złagodziły politykę kredytową dla firm i gospodarstw domowych na początku roku. Było to wynikiem głównie poprawy oczekiwań banków odnośnie przyszłej sytuacji gospodarczej i presji konkurencji w sektorze bankowym.

Banki nie odnotowały znacznych zmian na popyt na kredyt ze strony firm i na kredyty hipoteczne, ale zanotowały wyższy popyt na kredyty konsumpcyjne ze strony gospodarstw domowych. Te ostatnie wynikały głównie z większych potrzeb finansowania zakupu dóbr trwałego użytku.

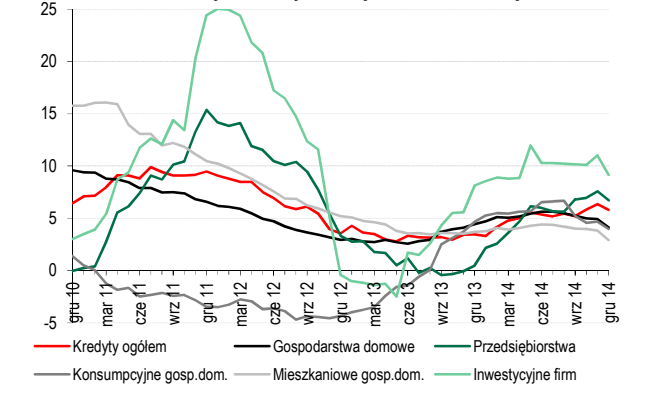
Dane NBP o podaży pieniądza za grudzień pokazały przyspieszenie tempa wzrostu kredytów ogółem do 6,9% r/r, (wzrost najwyższy od czerwca 2012). Odbicie to było jednak głównie efektem nagłej deprecjacji złotego na koniec roku – CHFPLN wzrósł o 2% m/m i 5% r/r, a EURPLN o 2% m/m i 3% r/r, co zwiększyło wartość kredytów w walucie obcej.

Po wyłączeniu efektu kursowego, tempo wzrostu kredytów ogółem lekko spowolniło. Wg naszych szacunków, wzrost kredytów konsumpcyjnych spowolnił do 4% r/r, a hipotecznych do 2,9% r/r (najstabilniej odkąd dostępne są porównywalne dane, tj. od 1997 r.). Wzrost kredytów dla firm nieco osłabł, ale i tak pozostał solidny – kredyty inwestycyjne wzrosły o ponad 9% r/r, a bieżące o 5% r/r.

### Przyczyny zmian polityki kredytowej

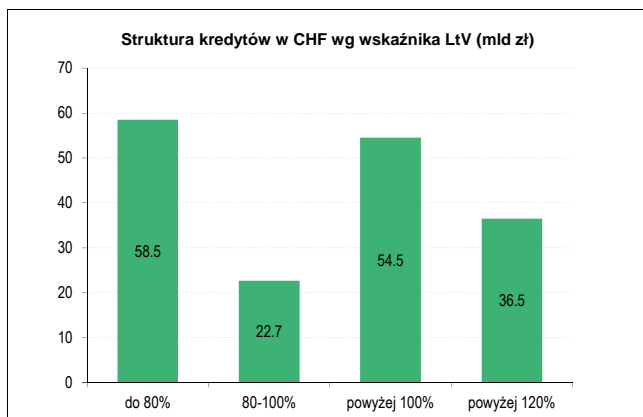


### Wzrost kredytów, oczyszczony z wahań kursowych



Źródła: NBP, Reuters, BZ WBK

## Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



### Wzrost kursu CHFPLN może wpłynąć na rynek mieszkaniowy

- Oczekujemy małego wpływu kursu CHF na finanse gospodarstw domowych, gdyż deprecjacja złotego zostanie częściowo zneutralizowana przez niższe stopy procentowe i spready walutowe. Już w obecnych warunkach rynkowych niektórzy kredytobiorcy powinni płacić niższe raty niż wcześniej (zwłaszcza przy kredytach o dłuższych zapadalnościach). Dlatego nie przewidujemy istotnego wzrostu wskaźnika NPL w systemie bankowym.
- Z drugiej strony, poziom kursu ma wpływ na wartość kredytów, zatem ostatnie wydarzenie zwiększą liczbę kredytów w CHF o wskaźniku LtV powyżej 100%. Spodziewamy się, że ich udział może wzrosnąć z ok. 40% do ok. 50%, co ujemnie wpłynie na płynność rynku mieszkaniowego, zwłaszcza w dużych miastach (sprzedaż nieruchomości przy LtV powyżej 100% może być problematyczna).



Rzońca (1,16)

Winięcki (1,15)

Kaźmierczak (1,14)

Głapiński (1,12)

Hausner (1,09)

Chojna-Duch (0,78)

Belka (0,77)

Zielińska-Głębocka (0,70)

Osiatyński (0,55)

Bratkowski (0,34)



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.

Źródła: NBP, KNF, Reuters, BZ WBK

### RPP ma na oku sytuację rynkową

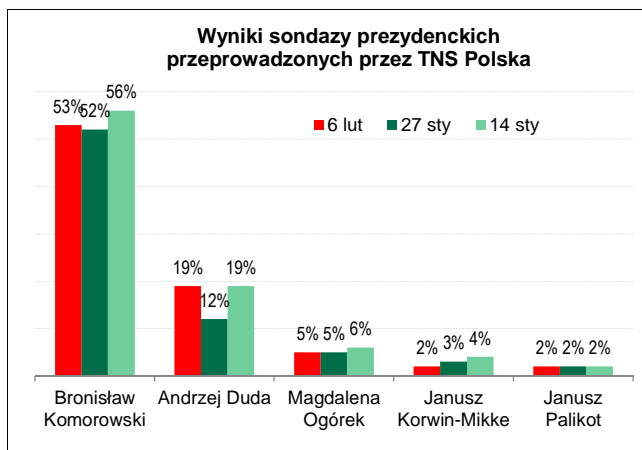
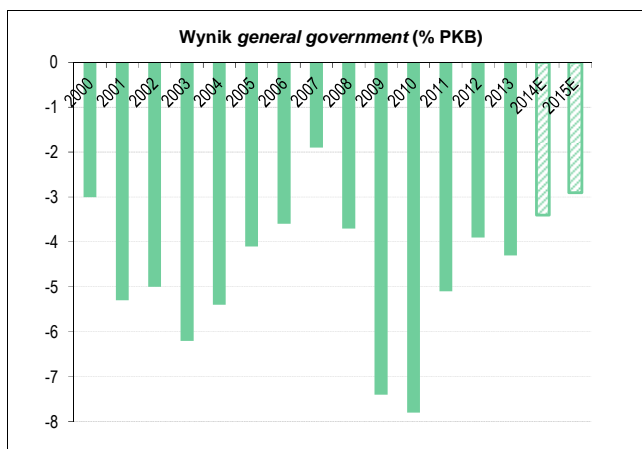
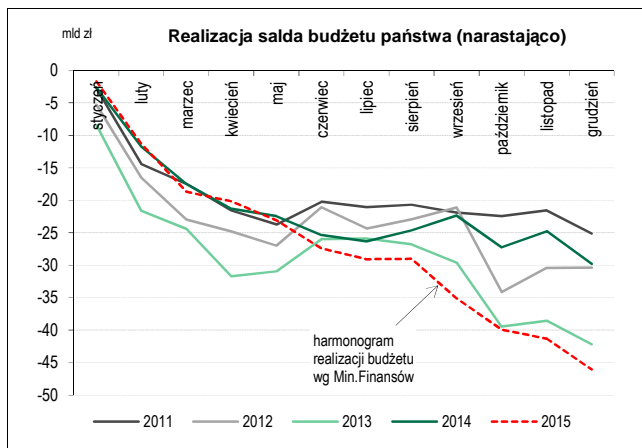
Ostatnia konferencja prasowa RPP w lutym wyraźnie pokazała, że obniżka stóp w marcu jest bardzo prawdopodobna. Jednocześnie, ostatnie tygodnie pokazały, że RPP bardzo dokładnie śledzi sytuację na globalnym rynku. Ostatnie zamieszanie na rynku walutowym wywołane decyzją banku centralnego Szwajcarii o zaprzestaniu obrony poziomu 1,20 dla EURCHF zniechęciło Andrzeja Bratkowskiego do głębokich cięć stóp i obecnie jest on raczej za luzowaniem polityki pieniężnej w mniejszych krokach, po 25 pb. Przypomnijmy, że był on jedynym członkiem Rady, który głosował za cięciem o 100 pb w grudniu. W trakcie ostatniej konferencji prasowej RPP, kolejny jej gołębi członek, Jerzy Osiatyński podkreślił, że obawia się wpływu sytuacji w Grecji na rynki. Wynika z tego, że nagły wzrost zmienności na rynku mógłby prawdopodobnie oddalić obniżki w czasie albo nawet powstrzymać RPP przed dalszym luzowaniem.

### NBP sceptyczny wobec przewalutowania kredytów CHF na złote

Andrzej Jakubiak, szef Komisji Nadzoru Finansowego, zaprezentował swoją propozycję przewalutowania kredytów w CHF na złote. Wstępny pomysł zakłada dobrowolne przewalutowanie kredytu po aktualnym kursie CHFPLN i podział wynikającej z tego straty walutowej kredytobiorcy na dwie równe części, z których jedna obciąża kredytodawcę, a druga bank. Warunkiem przewalutowania byłoby pokrycie przez kredytobiorcę różnicy w odsetkach między kredytem w CHF a hipotetycznym kredytem w PLN, należnych od momentu uruchomienia kredytu.

W naszej ocenie, przeprowadzenie takiej operacji przez banki komercyjne bez ścisłej współpracy ze strony banku centralnego mogłoby skutkować poważnymi napięciami na rynku, bowiem banki byłyby zmuszone do kupna dużej ilości franków szwajcarskich w celu zamknięcia swoich pozycji. Na takie ryzyko zwrócił też uwagę wiceprezes NBP Andrzej Raczko, który ostrzegł przed możliwym osłabieniem złotego i wycofaniem się inwestorów z polskich aktywów. Sądzymy, że masowe przewalutowanie kredytów jest niemożliwe bez udziału NBP, który mógłby udostępnić bankom franki w operacjach pozarynkowych i pomóc im zamknąć pozycje finansujące kredyty w CHF. Prezes Marek Belka powiedział, że dyskusja o przewalutowaniu kredytów w CHF jest czynnikiem destabilizującym, który utrudnia prowadzenie polityki pieniężnej. Przedstawiciele rządu również zdają się być nieco zdystansowani wobec propozycji KNF. Minister finansów Mateusz Szczurek powiedział, że propozycja KNF musi zostać dopracowana zanim będzie mogła być wprowadzona na szeroką skalę. Tymczasem premier Ewa Kopacz powiedziała, że nie popiera rozwiązań w stylu węgierskim, to jest odgórnej konwersji kredytów w CHF na złote. Jednak, według premier Kopacz, dyskusja na temat możliwych rozwiązań powinna być kontynuowana. Wydaje nam się, że te komentarze świadczą o tym, że propozycje KNF nie mają dużych szans na wejście w życie w obecnym kształcie. To zagadnienie będzie jednak jeszcze analizowane.

## Pod lupą: polityka fiskalna



	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	11.02	zmiana od 12.01.15	zmiana od 31.12.14	11.02	zmiana od 12.01.15	zmiana od 31.12.14
Polska	198	20	1	65.7	-3	-5
Czechy	21	11	0	49.3	-4	-5
Węgry	296	-16	-19	139.6	-40	-38
Grecja	1052	146	146	197	17	18
Hiszpania	126	10	19	92.6	5	6
Irlandia	89	0	18	46.5	0	-5
Portugalia	222	9	7	169.5	-14	-31
Włochy	132	132	-2	109.9	-16	-29
Francja	0.27	0	0	41.8	-1.5	-4
Niemcy	-	-	-	16.1	0	-2

Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, TNS Polska, BZ WBK

### Budżet na ścieżce konsolidacji fiskalnej

Ministerstwo Finansów szacuje, że deficyt budżetowy na koniec 2014 r. wyniósł nieco poniżej 30 mld zł, tj. był o 18 mld zł niższy niż planowano. Dochody budżetowe były wyższe o więcej niż 5 mld zł, a wydatki niższe o ponad 12 mld zł.

Plan realizacji budżetu SP na 2015 r. zakłada znaczący przyrost deficytu w I kw. (do ponad 40% planu), a następnie stopniowe pogłębianie deficytu w kierunku planu na poziomie 46,08 mld zł.

Uważamy, że w 2015 r. będzie bardzo trudno zrealizować deficyt budżetowy tak mocno poniżej planu jak w 2014 r. Wzrost PKB i jego struktura (z całkiem dobrym wzrostem konsumpcji prywatnej) powinny wspierać dochody budżetowe, ale jednocześnie ten efekt może być neutralizowany przez utrzymującą się deflację. Co więcej, w roku wyborczym trudno oczekiwać, że rząd będzie mocno dążył do ograniczenia wydatków poniżej planu.

Deficyt sektora finansów publicznych (wg ESA2010) wyniósł 30,9 mld zł, tj. 2,5% PKB po trzech kwartałach 2014 r. Pomimo bardzo dobrego wyniku po trzech kwartałach oczekujemy, że czwarty kwartał przyniósł dość znaczące pogłębienie deficytu, m.in. w wyniku znacznego wzrostu wydatków socjalnych i na inwestycje oraz spowolnienia dochodów podatkowych. Wg ministra finansów w całym 2014 r. deficyt sektora finansów publicznych mógł ukształtować się powyżej 3,3% PKB.

Agencja ratingowa Standard&Poor's podwyższyła perspektywę ratingu Polski do pozytywnej, ze stabilnej, utrzymując rating na niezmiennym poziomie. W tym samym czasie agencja Fitch pozostawiła rating Polski na A- ze stabilną perspektywą. S&P podkreśliła w komentarzu, że perspektywy wzrostu PKB będą przekładały się na wyższe dochody, a tym samym wzrost wiarygodności kredytowej w perspektywie przedstawionych prognoz. Co więcej, agencja nie wykluczyła podwyższenia ratingu, jeśli efektywność polskich instytucji i rządu nadal będzie się poprawiać lub poprawa miar długu zagranicznego nastąpi szybciej niż obecnie agencja przewiduje. Uważamy, że decyzja o podwyższeniu ratingu jest możliwa, kiedy deficyt finansów publicznych spadnie poniżej 3% PKB i Polska wyjdzie z procedury nadmiernego deficytu.

### Prezydent Bronisław Komorowski na czele sondaży

W dniu 10 maja odbędą się w Polsce wybory prezydenckie. Obecnie start w wyborach zadeklarowało 12 osób, jednak nie zaczęła się jeszcze formalna rejestracja kandydatów.

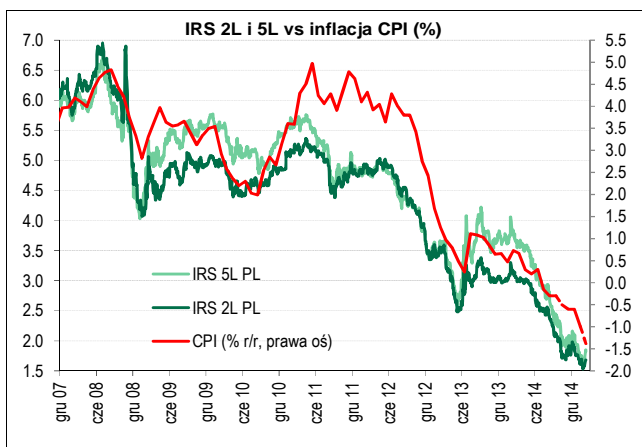
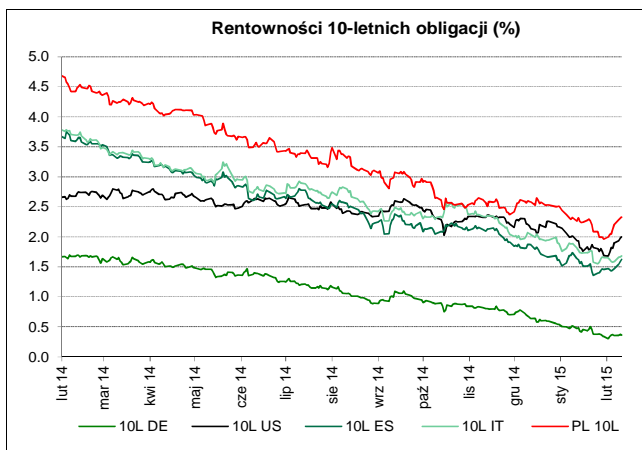
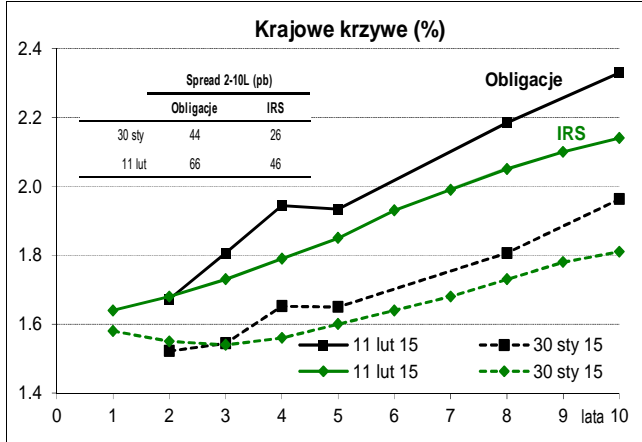
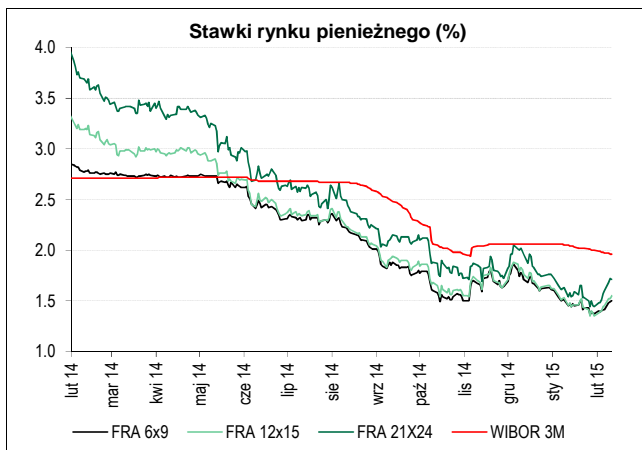
Bronisław Komorowski jest zdecydowanym faworytem, prowadząc w sondażach przedwyborczych. Najnowszy sondaż TNS Polska pokazuje, że gdyby wybory odbyły się w lutym obecnego prezydenta poparłoby 53% głosujących. Na drugim miejscu znalazł się Andrzej Duda (PiS) z 19% poparciem, a na trzecim Magdalena Ogórek (SLD) z 5% poparciem.

### Rynki bazowe będą korzystać na QE w średnim terminie

W styczniu bazowe i peryferyjne rynki długu umocniły się w wyniku decyzji EBC, który znacząco rozszerzył program QE, deflacji w strefie euro i dalszego spadku cen paliw. Rentowności europejskich obligacji osiągnęły nowe historyczne minima, podczas gdy spadek rentowności amerykańskiego długu był nieznaczny. Wyniki wyborów parlamentarnych w Grecji przyczyniły się do ponownego wzrostu rentowności długu peryferii na koniec stycznia. Kolejną falę wyprzedzały obserwowaliśmy w pierwszym tygodniu lutego po publikacji znacząco lepszych danych z rynku pracy w USA, które odnowiły oczekiwania na wcześniejsze podwyżki stop przez Fed.

Uważamy, że program QE będzie kluczowy dla zachowania rynków w strefie euro ze względu na fakt znacznego obniżenia emisji netto długu. W związku z tym sądzimy, że rynki bazowe pozostaną silne, tym bardziej, że niepewność związana z Grecją powinna wspierać spadek rentowności niemieckich obligacji. W średnim terminie również dług peryferii powinien zyskiwać na wartości.

## Rynek stopy procentowej



Źródła: Reuters, Bloomberg, MF, BZ WBK

**WIBORY wskazują na umocnienie oczekiwań redukcji stóp**

▪ Styczeń przyniósł dalszy spadek stawek rynku pieniężnego. Podczas gdy spadek stawek WIBOR był umiarkowany (o 6-7 pb w skali miesiąca), stawki FRA obniżyły się dość znacząco (o 24-32 pb), wspierane umocnieniem na rynku IRS. Pomimo braku obniżki stóp w lutym, stawki WIBOR obniżyły się o kolejne 1-4 pb w ciągu pierwszych 10 dni lutego, podczas gdy FRA na długie terminy (zaczynając od 6 miesięcy) były o 12-28 pb wyższe w porównaniu z końcem stycznia. Wzrost FRA wynikał głównie z wyższych IRS.

▪ Obecnie, rynek wycenia już tylko obniżkę stóp NBP o 50 pb (o 25 pb w ciągu miesiąca i kolejne 25 pb w ciągu najbliższych trzech miesięcy), a nie prawie 75 pb jak jeszcze pod koniec stycznia. Wycena ta jest zbliżona z obecną naszą prognozą.

▪ Obniżyliśmy ścieżkę WIBOR oczekując, że RPP obniży stopy łącznie o 50 pb w najbliższych miesiącach. Bardziej znaczącego spadku WIBOR spodziewamy się dopiero w momencie redukcji stóp. Szacujemy, że WIBOR 3M obniży się do 1,60% (średnio) w czerwcu.

**Korekta po silnym umocnieniu w styczniu**

▪ Krajowy rynek stopy procentowej umocnił się wyraźnie w styczniu. Decyzja EBC o znaczącym zwiększeniu skali zakupu aktywów miała pozytywne przełożenie na wycenę krajowych krzywych obligacji i IRS, zachęcając inwestorów do kumulowania aktywów niż do realizacji zysków. Rentowności obligacji i stawki IRS spadły znacząco (w ślad za rynkami bazowymi i peryferyjnymi strefy euro), osiągając nowe historyczne minima. Rentowność 10-letniego benchmarku spadła tymczasowo poniżej 2%, tj. poniżej stopy referencyjnej NBP.

▪ W pierwszym tygodniu lutego umocnienie obligacji i IRS wyhamowało. To wynikało przede wszystkim z nieznacznych wzrostów rentowności na rynkach bazowych. Co więcej, decyzja RPP utrzymująca stopy procentowe bez zmian dała impuls do realizacji zysków, gdyż dla niektórych inwestorów była ona rozczarowująca. Dodatkowym czynnikiem, który wpłynął na wzrost rentowności były wyniki aukcji obligacji (więcej poniżej). Powyższe czynniki w połączeniu z lepszym odczytem danych z rynku pracy w USA oraz powrotem ryzyka wyjścia Grecji ze strefy euro spowodowały tymczasowy wzrost rentowności 10-latkę nieco powyżej 2,30%, najwyżej od połowy stycznia.

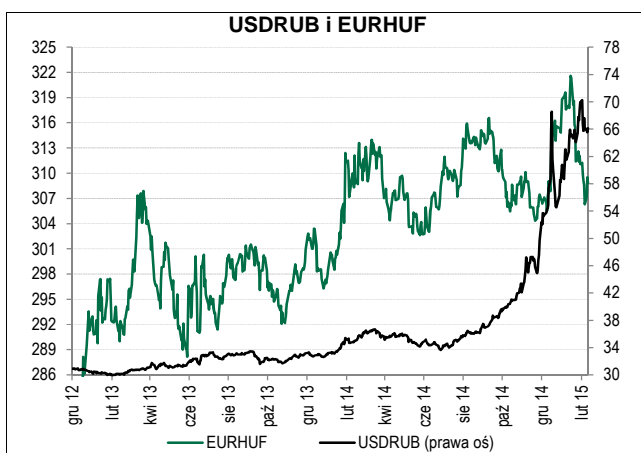
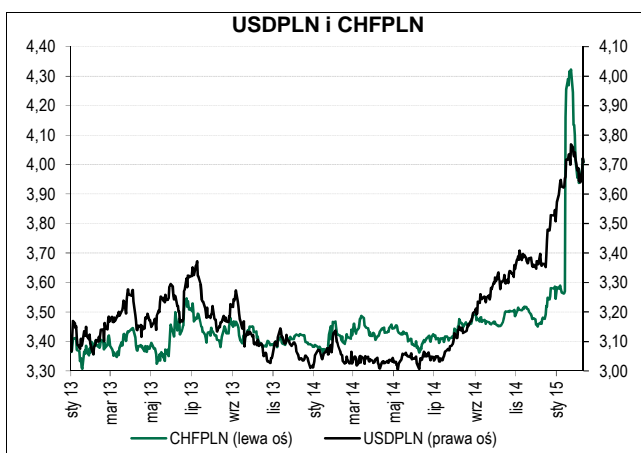
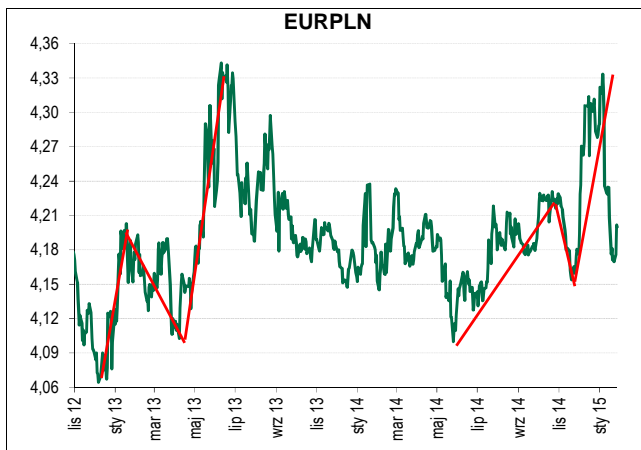
▪ Ministerstwo finansów z sukcesem plasuje emisję SPW na rynku pierwotnym. W styczniu wartość sprzedaży obligacji wyniosła 11,2 mld zł, co stanowiło ok. 40% maksymalnej wartości oferty na I kw. 2015 (30 mld zł). Na pierwszej aukcji w lutym resort sprzedał więcej niż pierwotnie planował, tj. ok. 5,9 mld zł wobec oferty 3-5 mld zł. Szacujemy, że po pierwszej lutowej aukcji tegoroczne potrzeby pożyczkowe są już sfinansowane w ok. 44%.

**Dalsze umocnienie możliwe**

▪ Bieżąca sytuacja na krajowym rynku stopy procentowej wyraźnie wskazuje, że w momentach wzrostu awersji do ryzyka polskie aktywa traktowane są jako aktywa krajów rozwijających się. Co więcej, pozytywna korelacja pomiędzy rentownością 10-latkę a jej niemieckim odpowiednikiem straciła na sile, dlatego też krajowy dług nie korzysta z odciążenia na rynkach bazowych.

▪ Uważamy, że obserwowane obecnie stromienie krzywych jest sytuacją przejściową. Sądzymy, że spadek obaw o sytuację w Grecji i ustabilizowanie nastrojów na rynkach globalnych będą sprzyjały ponownemu spłaszczeniu krzywych w oczekiwaniu na napływ środków z EBC. Publikowane w tym miesiącu dane makro (głównie niski CPI) powinny wspierać oczekiwania na redukcję stóp w najbliższym czasie. W efekcie spodziewamy się, że środek i długi koniec będą zachowywały się lepiej niż krótki koniec krzywych.

## Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

## EURPLN spadł...

W styczniu napisaliśmy, że gwałtowna deprecjacja złotego z końca grudnia była przesadzona, bowiem płynność rynku na koniec roku była bardzo niska. Tak jak się spodziewaliśmy, w kolejnych tygodniach EURPLN zachowywał się podobnie jak w pierwszej połowie 2013 i złoty odrobił straty poniesione do euro pod koniec 2014. Trend spadkowy obfitował jednak w dość wyraźne wahania – najpierw pod wpływem decyzji banku centralnego Szwajcarii o zaprzestaniu obrony 1,20, a tydzień później wskutek dużo większego od oczekiwań zwiększenia programu skupu aktywów przez EBC. Jednocześnie, USDPLN utrzymał się w trendzie wzrostowym, bowiem EURUSD kontynuował spadki. USDPLN osiągnął prawie 3,80, najwyższy poziom od czerwca 2009.

## ... i teraz może się ustabilizować

Sądzymy, że EURPLN pozostanie w pobliżu 4,20 w kolejnych tygodniach z powodu niekorzystnych czynników zewnętrznych i wewnętrznych. Retoryka RPP po styczniowym posiedzeniu była bardzo gołębia i wydaje się, że należy oczekiwać obniżek stóp w najbliższych miesiącach (my zakładamy dwie po 25 pb w marcu i kwietniu). Obniżenie głównej stopy NBP do 1,50% może zmniejszyć pozytywny wpływ poluzowania polityki pieniężnej przez EBC. Dalsze obniżki stóp przez RPP mogą sprawić, że złoty stanie się mniej atrakcyjny, co sprawi, że EURPLN będzie spadał wolniej.

Kolejny czynnik, który może zwrócić uwagę inwestorów, to kwestia potencjalnego przewalutowania kredytów w CHF na złote, zaproponowanego ostatnio przez szefa KNF. Punktem zapalnym jest to czy NBP zapewni dostęp do franków szwajcarskich bankom komercyjnym, które będą musiały zakupić tę walutę w celu zamknięcia swoich pozycji walutowych (jeśli Polacy zdecydują się przewalutować swoje kredyty) czy też banki będą musiały kupić je same na rynku. Druga opcja mogłaby potencjalnie mieć znaczny negatywny wpływ na złotego. Uważamy, że przyjęcie drugiego wariantu nie jest zbyt prawdopodobne i dlatego ryzyko dla krajowej waluty wynikające z procesu przewalutowania wydaje się na razie niewielkie.

Jeśli chodzi o czynniki zewnętrzne, sytuacja w Grecji i na Ukrainie to naszym zdaniem główne kwestie, które mogą osłabić złotego. Inwestorzy obawiają się czy Grecja porozumie się ze swoimi pożyczkodawcami i jaki będzie wpływ tej sytuacji na strefę euro. Jednocześnie, walki na Ukrainie trwają i UE uzgodniła nowe sankcje, które mogą zostać nałożone na Rosję.

Oczekujemy, że EURPLN pozostanie blisko 4,20 w lutym i marcu i wznowi trend spadkowy w II kw. Kiedy sygnały ożywienia gospodarczego będą bardziej oczywiste, a EBC będzie dalej prowadził bardzo luźną politykę pieniężną, która będzie wspierała ryzykowne aktywa, w tym złotego.

## EBC i Grecja osłabiają euro

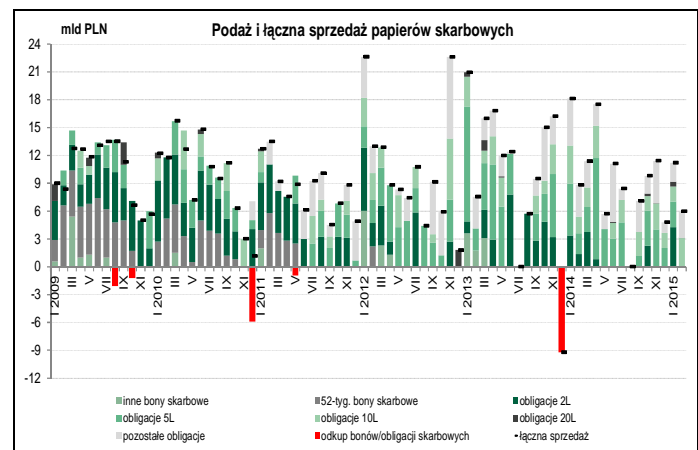
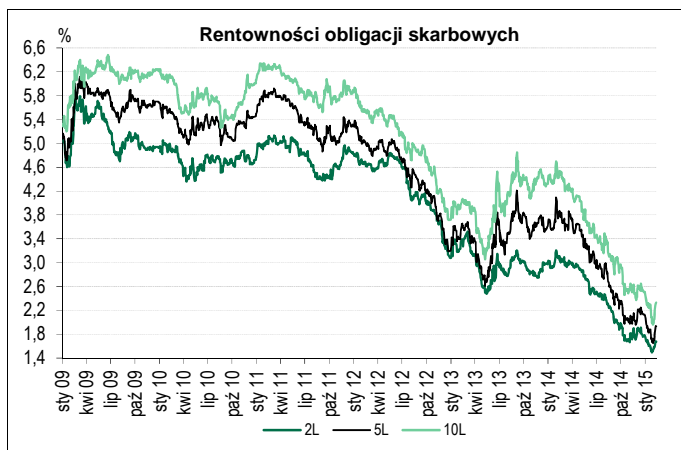
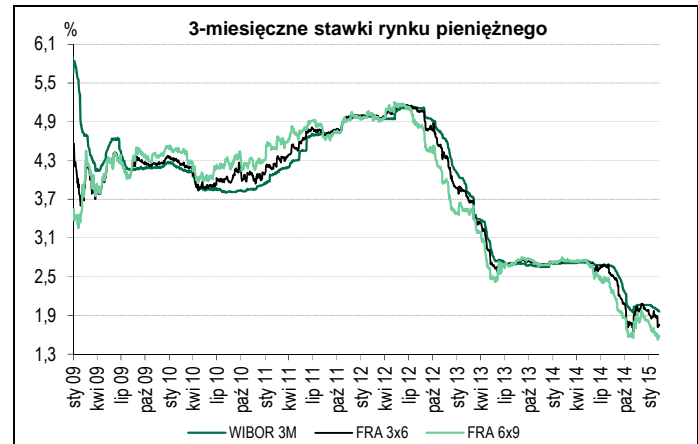
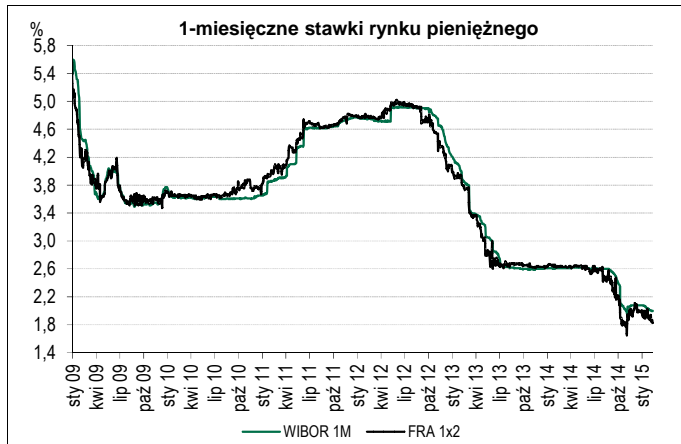
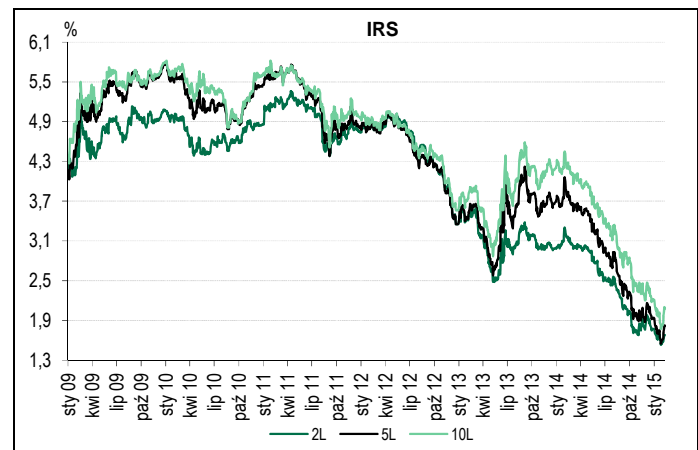
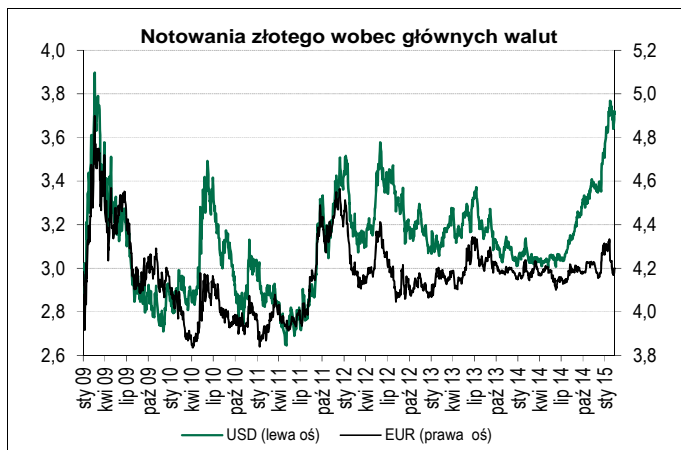
Pod koniec stycznia EURUSD osiągnął ok. 1,11, najniższy poziom od września 2003 w reakcji na decyzję EBC. Dodatkowo wspólnej walucie ciążyło napięcie związane z Grecją.

Postanowiliśmy ponownie obniżyć nasze prognozy EURUSD. Oczekujemy teraz dołka na 1,12 w I kw., a na koniec roku kurs będzie wg nas blisko 1,18 (wobec 1,23 prognozowanych poprzednio).

Euro osłabiło się istotnie po decyzji EBC z 22 stycznia, ale sądzymy, że poluzowanie polityki pieniężnej w strefie euro zostało już w znacznym stopniu zdyskontowane przez rynek. Co więcej, mocny dolar nie jest w interesie USA, więc Fed może próbować ograniczyć oczekiwania rynku na podwyżki stóp i zmniejszyć potencjał do aprecjacji amerykańskiej waluty. Kwestia Grecji może jednak utrzymywać EURUSD na niskich poziomach w kolejnych tygodniach i jest to główny czynnik ryzyka dla wzrostów kursu w dalszej części roku.



## Monitor rynku



## Przetargi obligacji skarbowych w 2014/2015 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg				Przetarg zamiany		
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	Obligacje	sprzedaż
Luty '14	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-	11722,3			
Maj	8.05	PS0719/WZ0119	3000-5000	5694,2	22.05	IDS1024	1000-2000				
czerwiec	5.06	DS/WS/WZ	3000-5000	4989,7					18.06	OK0714/WZ0115	
Lipiec	3.07	DS0725/WS0428	1000-3000	2419,0	23.07	WZ0119/PS0719	2000-6000	5999,0			
sierpień											
wrzesień	4.09	DS0725/WS0124	2000-3000	3595,0	25.09	USD20150716**	do 400	354,4	18.09	WZ0115/PS0415	WZ0119/PS0719
październik	23.10	Do ustalenia	2000-6000	6062,1					2.10	WZ0115/PS0415	WZ0124/DS0725/WS0428
listopad	6.11	WZ/DS/WS	2000-4000	4495,7					20.11	WZ0115/PS0415/OK0715	WZ0119/PS0719
grudzień									18.12	WZ0115/PS0415/OK0715	PS0719/WZ0124/DS0725
Styczeń '15	15.01	WZ/DS/WS	3000-5000	4198,5	22.01	OK0717/PS0420	5000-9000	7005,2			
Luty	5.02	WZ/DS/WS	3000-5000	5980,0	12.02	OK0717/PS0420	3000-5000				

\* razem z przetargiem uzupełniającym, \*\* - aukcja odkupu

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>9 lutego</b> DE: Eksport (XII) CZ: CPI (I)	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>12</b> EZ: Produkcja przemysłowa (XII) US: Sprzedaż detaliczna (I)	<b>13</b> <i>PL: CPI (I)</i> <i>PL: Podaż pieniądza (I)</i> <i>PL: Bilans płatniczy (XII)</i> US: Wstępny Michigan (II)
<b>16</b>	<b>17</b> <i>PL: Płace i zatrudnienie (I)</i> DE: Indeks ZEW (II)	<b>18</b> <i>PL: Produkcja przemysłowa (I)</i> <i>PL: PPI (I)</i> US: Rozpoczęte budowy domów (I) US: Pozwolenia na budowę (I) US: Produkcja przemysłowa (I) US: Minutes FOMC	<b>19</b> <i>PL: Minutes RPP</i> US: Indeks Philly Fed (II)	<b>20</b> <i>PL: Sprzedaż detaliczna (I)</i> <i>PL: Stopa bezrobocia (I)</i> CN: Wstępny PMI – przemysł (II) DE: Wstępny PMI – przemysł (II) EZ: Wstępny PMI – przemysł (II)
<b>23</b> DE: Indeks Ifo (II) US: Sprzedaż domów (I)	<b>24</b> DE: PKB (IV kw.) EZ: HICP (I) HU: Decyzja banku centralnego US: Indeks nastrojów konsumentów (II)	<b>25</b> US: Sprzedaż nowych domów (I)	<b>26</b> US: CPI (I) US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (I)	<b>27</b> <i>PL: PKB (IV kw.)</i> <i>PL: Oczekiwania inflacyjne (II)</i> CZ: PKB (IV kw.) US: Drugi szacunek PKB (IV kw.) US: Niezakończona sprzedaż domów (I) US: Indeks Michigan (II)
<b>2 marca</b> <i>PL: PMI – przemysł (II)</i> CN: PMI – przemysł (II) DE: PMI – przemysł (II) EZ: PMI – przemysł (II) EZ: Wstępny HICP (II) US: ISM – przemysł (II) US: Dochody osobiste (I) US: Wydatki konsumentów (I)	<b>3</b>	<b>4</b> <i>PL: Decyzja RPP</i> DE: PMI – usługi (II) EZ: PMI – usługi (II) US: Raport ADP (II) US: ISM – usługi (II) US: Beżowa Księga Fed	<b>5</b> EZ: Decyzja EBC DE: Zamówienia przemysłowe (I) US: Zamówienia przemysłowe (I)	<b>6</b> DE: Produkcja przemysłowa (I) EZ: PKB (IV kw.) HU: PKB (IV kw.) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (II) US: Stopa bezrobocia (II)
<b>9</b> DE: Eksport (I) CZ: CPI (II)	<b>10</b> HU: CPI (II)	<b>11</b>	<b>12</b> EZ: Produkcja przemysłowa (I) US: Sprzedaż detaliczna (II)	<b>13</b> <i>PL: CPI (II)</i> <i>PL: Podaż pieniądza (II)</i> CZ: Produkcja przemysłowa (I) US: Wstępny Michigan (III)
<b>16</b> <i>PL: Bilans płatniczy (I)</i> <i>PL: Inflacja bazowa (I)</i> US: Produkcja przemysłowa (II)	<b>17</b> <i>PL: Płace i zatrudnienie (II)</i> DE: Indeks ZEW (III) EZ: HICP (II) US: Rozpoczęte budowy domów (II) US: Pozwolenia na budowę (II)	<b>18</b> <i>PL: Produkcja przemysłowa (II)</i> <i>PL: PPI (II)</i> US: Decyzja FOMC	<b>19</b> <i>PL: Minutes RPP</i> US: Indeks Philly Fed (III)	<b>20</b>

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

## Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2015 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie EBC	22	-	5	15	-	3	16	-	3	22	-	3
Posiedzenie RPP	13-14	3-4	3-4	14-15	5-6	2-3	7-8	-	1-2	5-6	3-4	1-2
Minutes RPP	22	19	19	23	21	18	-	20	17	22	19	17
Szybki szacunek PKB*		13			15			14			13	
PKB*	-	27	-	-	29	-	-	28	-	-	30	-
Inflacja CPI	15	13 <sup>a</sup>	13 <sup>b</sup>	15	14	15	15	13	15	15	13	15
Inflacja bazowa	16	-	16	16	15	16	16	14	16	16	16	16
Ceny producenta	21	18	18	20	20	18	17	19	17	19	19	17
Produkcja przemysłowa	21	18	18	20	20	18	17	19	17	19	19	17
Sprzedaż detaliczna	27	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	20	17	17	17	19	17	16	18	16	16	19	16
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*			31									
Bilans płatniczy	13	13	16	13	15							
Podaż pieniądza	14	13	13	14	14							

\*dane kwartalne; <sup>a</sup> dane wstępne za styczeń, <sup>b</sup> dane za styczeń i luty. Źródła: GUS, NBP

## Dane i prognozy ekonomiczne

## Wskaźniki miesięczne

		sty 14	lut 14	mar 14	kwi 14	maj 14	cze 14	lip 14	sie 14	wrz 14	paź 14	lis 14	gru 14	sty 15	lut 15
PMI	pkt.	55.4	55.9	54.0	52.0	50.8	50.3	49.4	49.0	49.5	51.2	53.2	52.8	55.2	54.5
Produkcja przemysłowa	% r/r	4,2	5,3	5,5	5,5	4,4	1,8	2,4	-1,9	4,2	1,7	0,3	8,4	-0,5	4,4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-3,9	14,4	17,4	12,2	10,0	8,0	1,1	-3,6	5,6	-1,0	-1,6	5,0	1,1	0,5
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	4,8	7,0	3,1	8,4	3,8	1,2	2,1	1,7	1,6	2,3	-0,2	1,8	1,3	1,9
Stopa bezrobocia	%	13,9	13,9	13,5	13,0	12,5	12,0	11,8	11,7	11,5	11,3	11,4	11,5	12,1	12,0
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw <sup>a</sup>	% r/r	3,4	4,0	4,8	3,8	4,8	3,5	3,5	3,5	3,4	3,8	2,7	3,7	3,3	3,2
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	0,0	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	0,9	1,1	1,4	1,3
Eksport (w euro)	% r/r	8,4	7,3	9,5	5,1	10,4	5,7	6,7	-0,9	6,1	4,1	2,3	11,7	1,4	3,2
Import (w euro)	% r/r	5,8	6,9	4,1	8,9	11,8	7,5	7,2	0,1	6,1	4,7	4,7	12,6	4,3	3,6
Bilans handlowy	mIn EUR	105	-79	132	39	-160	86	-167	-102	648	-8	-96	-261	-269	-134
Rachunek bieżący	mIn EUR	-1100	-651	345	269	-161	-927	-811	-987	18	-470	-268	-539	-1,322	-693
Rachunek bieżący	% PKB	-1,3	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4	-1,3	-1,4	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-2,6	-11,7	-17,5	-21,3	-22,5	-25,4	-26,4	-24,6	-22,4	-27,2	-24,8	-29,8	-1,7	-11,3
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	5,6	24,7	36,8	44,8	47,3	53,4	55,5	51,9	47,1	57,4	52,1	62,7	3,7	24,5
Inflacja (CPI)	% r/r	0,5	0,7	0,7	0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-1,0	-1,4	-1,6
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	0,4	0,9	1,1	0,8	0,8	1,0	0,4	0,5	0,7	0,2	0,4	0,5	0,6	0,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,0	-1,4	-1,3	-0,7	-1,0	-1,8	-2,0	-1,5	-1,6	-1,3	-1,6	-2,5	-3,4	-3,7
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	5,4	5,2	5,2	5,4	5,2	5,2	6,0	7,4	7,9	7,7	8,4	8,4	8,8	8,7
Zobowiązania	% r/r	4,9	4,7	4,7	5,4	5,5	5,5	6,7	7,8	7,5	7,8	8,5	8,1	8,5	8,3
Należności	% r/r	4,2	4,7	5,3	6,1	5,4	4,9	5,4	6,3	6,2	7,2	7,4	7,3	7,7	7,7
EUR/PLN	PLN	4,18	4,18	4,20	4,18	4,18	4,14	4,14	4,19	4,19	4,21	4,21	4,21	4,28	4,18
USD/PLN	PLN	3,07	3,06	3,04	3,03	3,04	3,04	3,06	3,15	3,25	3,32	3,38	3,42	3,68	3,70
CHF/PLN	PLN	3,39	3,42	3,45	3,43	3,42	3,39	3,41	3,46	3,47	3,48	3,50	3,50	3,96	3,99
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
WIBOR 3M	%	2,70	2,71	2,71	2,72	2,72	2,69	2,68	2,65	2,45	2,07	2,03	2,06	2,03	1,94
Rentowność obligacji 2L	%	2,99	3,06	2,99	2,94	2,79	2,54	2,45	2,30	2,02	1,77	1,78	1,84	1,60	1,60
Rentowność obligacji 5L	%	3,67	3,79	3,68	3,60	3,36	3,10	2,89	2,73	2,40	2,12	2,04	2,16	1,82	1,80
Rentowność obligacji 10L	%	4,42	4,47	4,26	4,10	3,80	3,54	3,34	3,23	2,98	2,63	2,54	2,55	2,21	2,18

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK; <sup>a</sup> nominalnie; <sup>b</sup> wartość na koniec okresu;

## Wskaźniki kwartalne i roczne

		2012	2013	2014	2015	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
PKB	mld PLN	1 615,9	1 662,1	1 725,4	1 779,2	403,1	418,4	426,8	477,1	412,4	430,6	439,3	496,9
PKB	% r/r	1,8	1,7	3,3	3,2	3,4	3,5	3,3	3,1	2,8	3,1	3,2	3,5
Popyt krajowy	% r/r	-0,4	0,2	4,6	4,6	3,4	5,6	4,9	4,6	4,5	4,7	4,4	4,8
Spożycie indywidualne	% r/r	1,0	1,1	3,0	3,6	2,9	3,0	3,2	3,0	3,7	3,6	3,6	3,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-1,5	0,9	9,4	8,4	11,2	8,7	9,9	8,8	9,0	9,0	8,0	8,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,0	2,3	3,4	5,4	4,9	3,7	1,8	3,1	4,3	5,6	6,0	5,4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-1,0	-10,3	4,3	6,3	9,8	9,9	1,1	1,0	2,6	6,9	7,4	6,7
Sprzedż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	6,0	2,6	3,1	4,3	5,1	4,6	1,9	1,4	1,6	2,4	5,4	7,6
Stopa bezrobocia <sup>b</sup>	%	13,4	13,4	11,5	10,9	13,5	12,0	11,5	11,5	11,7	10,4	10,3	10,9
Place brutto w gospodarce narodowej <sup>a</sup>	% r/r	3,7	3,4	3,6	4,0	4,2	3,5	3,5	3,1	3,5	3,6	4,2	4,6
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,0	-1,1	0,1	0,8	-0,3	0,1	0,3	0,5	0,8	0,8	0,7	0,6
Eksport (w euro)	% r/r	6,5	5,7	6,3	5,8	8,4	7,0	4,1	5,7	3,0	4,8	6,8	8,5
Import (w euro)	% r/r	2,2	0,2	6,6	7,4	5,6	9,4	4,6	7,0	4,6	6,5	8,5	10,0
Bilans handlowy	mIn EUR	-7 146	635	140	-2 428	159	-35	381	-365	-452	-703	-257	-1 016
Rachunek bieżący	mIn EUR	-13 697	-5 245	-5 265	-8 236	-1 403	-808	-1 777	-1 277	-2 380	-1 302	-2 810	-1 744
Rachunek bieżący	% PKB	-3,5	-1,3	-1,3	-1,9	-1,1	-1,2	-1,3	-1,3	-1,5	-1,6	-1,8	-1,9
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-3,9	-4,3	-3,4	-2,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	3,7	0,9	0,0	-0,7	0,6	0,3	-0,3	-0,7	-1,4	-0,9	-0,6	0,3
Inflacja (CPI) <sup>b</sup>	% r/r	2,4	0,7	-1,0	0,8	0,7	0,3	-0,3	-1,0	-1,4	-0,8	-0,4	0,8
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	2,2	1,2	0,6	0,7	0,8	0,8	0,5	0,4	0,5	0,6	0,7	1,2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,4	-1,3	-1,5	-2,6	-1,2	-1,2	-1,7	-1,8	-3,5	-2,9	-2,7	-1,4
Podaż pieniądza (M3) <sup>b</sup>	% r/r	4,5	6,2	8,2	5,8	5,2	5,2	7,9	8,4	7,8	7,1	6,5	5,8
Zobowiązania <sup>b</sup>	% r/r	4,7	6,0	8,1	6,0	4,7	5,5	7,5	8,1	7,6	7,1	6,5	6,0
Należności <sup>b</sup>	% r/r	1,2	3,6	6,9	6,4	5,3	4,9	6,2	7,3	7,1	6,9	6,6	6,4
EUR/PLN	PLN	4,19	4,20	4,18	4,13	4,19	4,17	4,18	4,21	4,21	4,15	4,11	4,06
USD/PLN	PLN	3,26	3,16	3,15	3,60	3,06	3,04	3,15	3,37	3,70	3,67	3,57	3,47
CHF/PLN	PLN	3,47	3,41	3,45	3,89	3,42	3,42	3,45	3,50	3,97	3,93	3,86	3,78
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	4,25	2,50	2,00	1,50	2,50	2,50	2,50	2,00	1,75	1,50	1,50	1,50
WIBOR 3M	%	4,91	3,02	2,52	1,69	2,71	2,71	2,59	2,06	1,92	1,61	1,60	1,63
Rentowność obligacji 2L	%	4,30	2,98	2,46	1,48	3,01	2,76	2,26	1,80	1,57	1,44	1,44	1,48
Rentowność obligacji 5L	%	4,53	3,46	2,96	1,66	3,71	3,35	2,67	2,11	1,75	1,53	1,58	1,78
Rentowność obligacji 10L	%	5,02	4,04	3,49	2,00	4,38	3,82	3,18	2,58	2,15	1,85	1,88	2,08

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK; <sup>a</sup> nominalnie; <sup>b</sup> wartość na koniec okresu;

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 11.02.2015 r. zostało przygotowane przez:

### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, fax 22 586 83 40

Email: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl) Serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.skarb.bzwbk.pl>

**Maciej Reluga – Główny Ekonomista**

tel. 22 5341888, Email: [maciej.reluga@bzwbk.pl](mailto: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

Al. Jana Pawła II 17  
00-854 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, Al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)