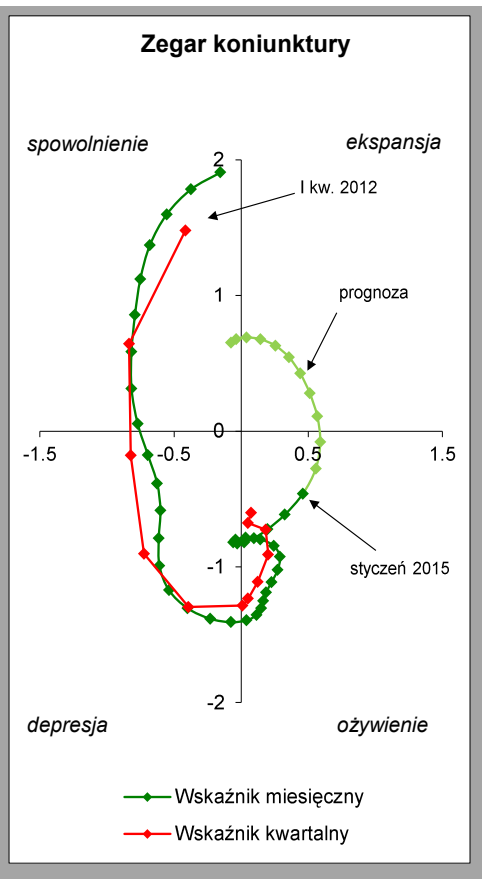


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Marzec 2015

Rynki i gospodarka w punkcie zwrotnym



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: skar.b.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

■ Wydaje nam się, że znaleźliśmy się właśnie w bardzo interesującym momencie i marzec może być nie tylko miesiącem wiosennego przesilenia, ale też ważnym punktem zwrotnym dla gospodarki i rynków finansowych.

■ **Oczekiwania dotyczące perspektyw wzrostu gospodarczego w Europie zaczęły się poprawiać i wkrótce możemy być świadkami fali rewizji w górę prognoz wzrostu PKB dla strefy euro i Polski.** EBC właśnie podniósł dość wyraźnie prognozy PKB dla strefy euro. Dla naszych prognoz ekonomicznych również widzimy rosnące ryzyko w górę, a dane z polskiej gospodarki wskazują naszym zdaniem, że od II kwartału tempo wzrostu gospodarczego powinno ponownie przyspieszać, wspierane mocnym popytem krajowym i poprawą otoczenia zewnętrznego.

■ **Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o 50pb i tym ruchem zakończyła cykl łagodzenia polityki monetarnej, ze stopą referencyjną na poziomie 1,5%.** Decyzja była zaskoczeniem dla większości obserwatorów (powszechnie oczekiwano stopniowych obniżek w krokach po 25pb), ale nie można naszym zdaniem powiedzieć, że nie była uzasadniona. Sądzymy, że stopy procentowe w Polsce pozostaną bez zmian przynajmniej przez rok i dopiero w drugiej połowie 2016 r. czekają nas pierwsze podwyżki stóp. Deflacja najprawdopodobniej sięgnęła dna w lutym (spadając do -1,5% r/r wg naszej prognozy) i w kolejnych kwartałach powinna stopniowo odbijać w górę. Osiągnięcie celu inflacyjnego na poziomie 2,5% nadal wydaje się dość odległą perspektywą, ale naszym zdaniem nastąpi szybciej niż wynika z ostatniej projekcji NBP (zakładającej, że nie stanie się to przed końcem 2017 r.).

■ **Deklaracja RPP nt. końca cyklu obniżek stóp miała pozytywny wpływ na złotego, który umocnił się do 4,11 za euro, najmocniejszego poziomu od czerwca 2014.** Wydaje się, że trend boczny kursu EURPLN obserwowany od sierpnia ub.r. zakończył się i złoty będzie dalej zyskiwał w kolejnych miesiącach, po tym jak zniknął jeden z czynników niepewności (ryzyko dalszych obniżek stóp). Dodatkowym wsparciem dla polskiej waluty może być program skupu aktywów przez EBC, który właśnie się rozpoczął. Oczekujemy większego napływu kapitału portfelowego na polski rynek aktywów, co może umocnić złotego. Jednym z czynników zachęcających kapitał zagraniczny do napływu może być ostatnie osłabienie krajowych obligacji, w reakcji na zakończenie cyklu obniżek przez RPP i mocne dane z amerykańskiego rynku pracy, które może być postrzegane jako dobra okazja do kupna. Nasze prognozy wskazują, że dane ekonomiczne publikowane w najbliższym czasie powinny wskazywać na solidną aktywność gospodarczą, dodatkowo wspierając złotego, ale ograniczając jednocześnie pole do umocnienia obligacji.

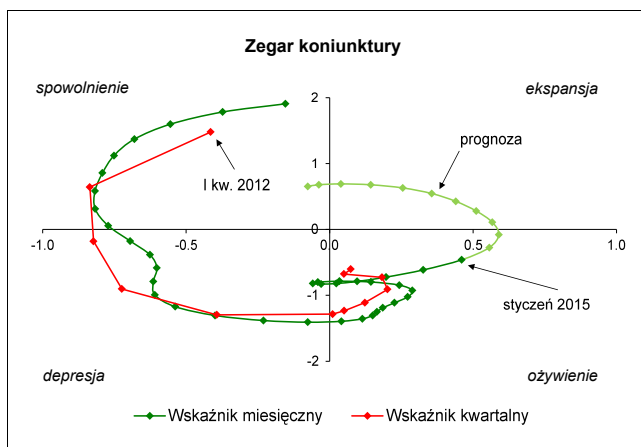
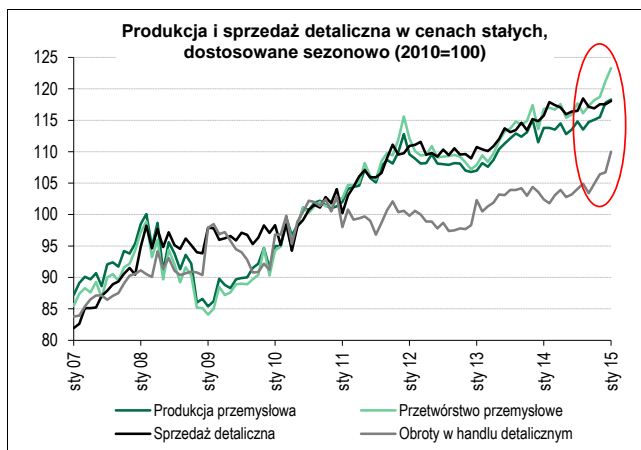
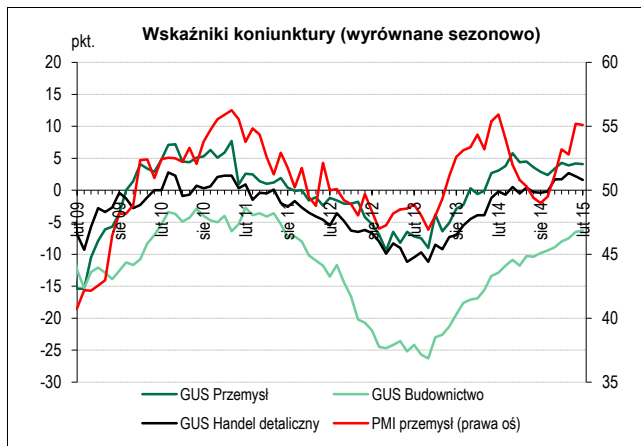
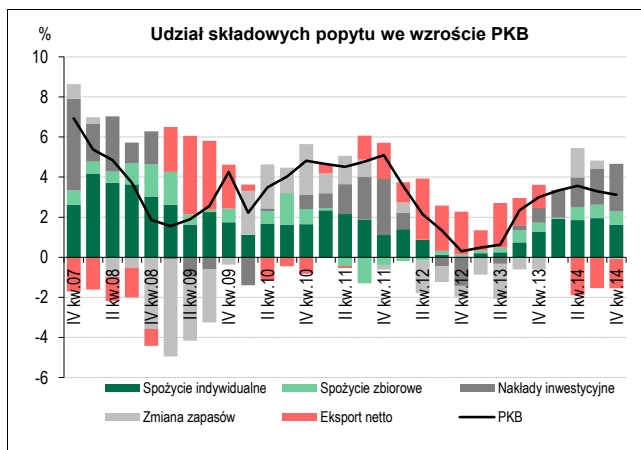
■ **Kolejną kluczową kwestią z punktu widzenia rynków jest perspektywa polityki pieniężnej w USA.** Rynek oczekuje, że Fed może już w marcu usunąć z oficjalnego komunikatu sformułowanie o tym, że jest „cierpliwy”, co byłoby jasną zapowiedzią, że podwyżka stóp się przybliży. Jeśli tak się stanie, może się wzmocnić negatywna presja na obligacje na rynkach światowych. Niemniej, naszym zdaniem wcale nie musi to być czynnik znacząco osłabiający złotego, ponieważ bardziej jastrzębie stanowisko Fed będzie jednocześnie sygnałem rosnącej wiary w pozytywne perspektywy dla gospodarki amerykańskiej i światowej, co może sprzyjać apetytowi na ryzyko.

Na rynku finansowym 11 marca 2015 r.:

Stopa depozytowa NBP	0,50	WIBOR 3M	1,65	EURPLN	4,1435
Stopa referencyjna NBP	1,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	1,65	USDPLN	3,9091
Stopa lombardowa NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	2,09	CHFPLN	3,8888

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 11.03.2015 r.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, Eurostat, Markit, BZ WBK

Wzrost PKB lepszy od oczekiwań na koniec 2014

Wzrost PKB w IV kw. 2014 zaskoczył w górę, pokazując lekką rewizję do 3,1% r/r wobec wstępnego odczytu 3,0% r/r. Wzrost wyrównany sezonowo wyniósł 0,7% kw/kw (wobec wstępnego 0,6%). Polska gospodarka zanotowała lekkie spowolnienie na koniec roku, ale wygląda na to, że fundamenty pozostają zdrowe.

W IV kw. popyt krajowy wzrósł o 4,6% r/r, konsumpcja prywatna o 3,1% a inwestycje o 9,0%. Największy wkład we wzrost inwestycji wniosły maszyny i wyposażenie, przy malejącym udziale budowli.

Eksport netto miał ujemny wkład we wzrost PKB, odejmując od niego 1,5 pp, ale warto odnotować, że realny wzrost eksportu przyspieszył w IV kw. do 6,9% r/r z 3,8% w III kw. Wzrost importu przyspieszył nawet bardziej, do 10,7% r/r (najszybciej od I kw. 2011).

Coraz więcej dowodów na wzrost aktywności

Wydaje nam się, że jesteśmy w momencie zmiany fazy cyklu koniunktury: widać coraz więcej znaków, że aktywność ekonomiczna odbija na początku 2015 r. po spowolnieniu w drugiej połowie 2014 r.

Po pierwsze, większość wskaźników wyprzedzających i badań koniunktury pokazuje, że nastroje przedsiębiorców pozostają optymistyczne, a aktywność w większości branż rośnie na początku roku. Indeks PMI dla przemysłu obniżył się w lutym minimalnie po mocnym podskoku do 55,2 pkt. w styczniu, przy czym wszystkie główne komponenty są w fazie ekspansji. Wskaźnik nastrojów ekonomicznych Komisji Europejskiej wzrósł w lutym, kształtując się na poziomie spójnym z wzrostem PKB powyżej 3%. Wskaźnik koniunktury GUS dla przemysłu ustabilizował się, wskaźnik dla budownictwa wzrósł a dla handlu detalicznego lekko się obniżył, ale wszystkie trzy były blisko czteroletnich maksimum.

Roczne dynamiki produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej w styczniu nie wyglądały imponująco, częściowo wynikało to jednak z efektów bazy i dni roboczych. Jednak indeksy produkcji i sprzedaży wyrównane sezonowo nie tylko dalej wspinały się w styczniu, ale też sygnalizowały przyspieszenie (zwłaszcza produkcja w przetwórstwie i obroty w handlu detalicznym, tj. miara Eurostatu uwzględniająca sprzedaż w małych sklepach, ale bez sprzedaży samochodów).

Dane o handlu zagranicznym potwierdzają stopniowe odbicie tempa wzrostu eksportu do największych gospodarek strefy euro. Lepsze dane z Unii Europejskiej sugerują kontynuację tych trendów.

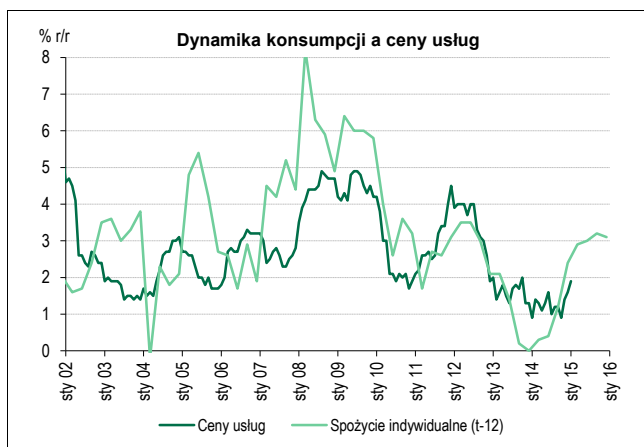
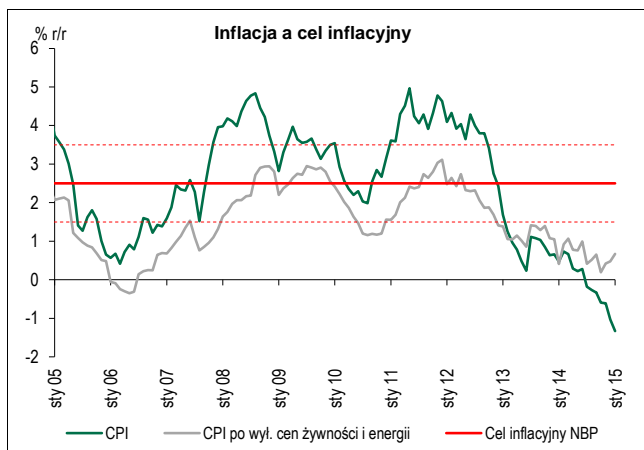
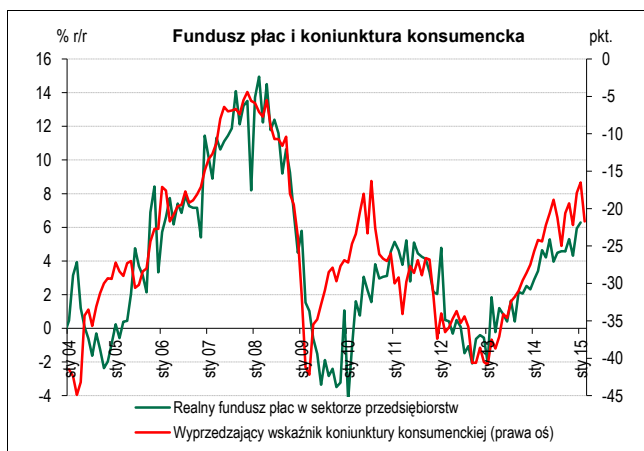
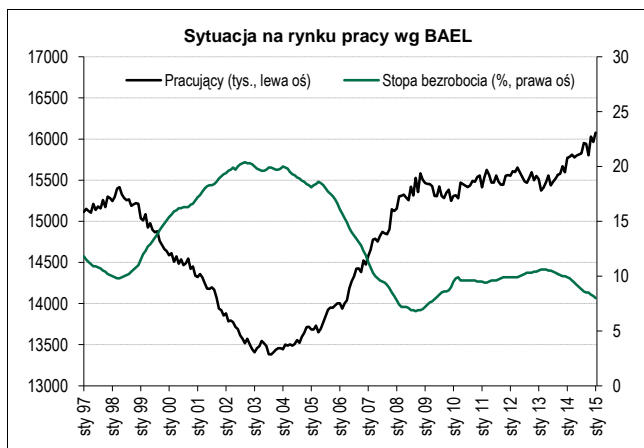
Zegar koniunktury potwierdza ożywienie

Uaktualniliśmy i reestymowaliśmy nasz zegar koniunktury – instrument, który pozwala na łatwą graficzną prezentację fazy cyklu, w której obecnie znajduje się gospodarka. Wskaźnik kwartalny obliczyliśmy na podstawie wygładzonego i pozbawionego trendu PKB, a wskaźnik miesięczny na podstawie zestawu zmiennych makroekonomicznych zważonych w taki sposób, by ściśle odzwierciedlały wskaźnik kwartalny.

Nasz zegar pokazuje, że po krótkim i słabym ożywieniu gospodarka wpadła w stagnację w połowie 2014 r. Jednakże, ostatnie miesiące znowu pokazują poprawę sytuacji gospodarczej. Prognozy na najbliższe miesiące sugerują, że niedługo gospodarka może wejść w fazę ekspansji.

Uważamy, że tempo wzrostu PKB może jeszcze spowolnić w I kw. 2015, przynajmniej w ujęciu rok do roku, w znacznej mierze ze względu na efekt wysokiej bazy w inwestycjach (co z kolei wynika głównie z efektu tymczasowej ulgi podatkowej na zakup samochodów „z kratką”, gdyż zima była wyjątkowo łagodna zarówno w tym jak i zeszłym roku). Spodziewamy się wzrostu PKB poniżej 3% r/r w I kw. Jednak kolejne kwartały powinny przynieść ponowne ożywienie wzrostu. Konsumpcja prywatna pozostanie mocna dzięki dalszej poprawie sytuacji na rynku pracy (szczegóły na następnej stronie), niższym kosztom utrzymania i stopom procentowym. Firmy powinny korzystać z silniejszego ożywienia w strefie euro, niższych kosztów energii i kredytu.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, Eurostat, BZ WBK

Rynek pracy wspiera nastroje konsumentów

▪ O ile wzrost gospodarczy spowolnił nieznacznie, to trendy na rynku pracy pozostają bardzo pozytywne. Dane z Badania Aktywności Ekonomicznej Ludności (BAEL) pokazują, że sezonowo dostosowana stopa bezrobocia spadła w styczniu do 8,0%, najniższego poziomu od maja 2009 r. W ciągu 12 miesięcy spadek wyniósł prawie 2 punkty procentowe, a stopa bezrobocia zbliża się coraz bardziej do najniższego poziomu w historii (6,8% z września 2008 r.).

▪ Według naszych szacunków opartych o dane BAEL, łączna liczba pracujących przekroczyła już 16 milionów i osiągnęła najwyższy poziom w historii po transformacji gospodarczej, rosnąc w ostatnich miesiącach o ok. 2% r/r. Analiza danych historycznych pokazuje mocną dodatnią korelację między liczbą pracujących wg BAEL a wzrostem inwestycji. Jeżeli zatem inwestycje będą dalej rosły w solidnym tempie w nadchodzących kwartałach, zgodnie z naszym scenariuszem bazowym, to solidny wzrost liczby nowych miejsc pracy powinien być kontynuowany, wspierając dalszy spadek stopy bezrobocia.

▪ Wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw pozostaje umiarkowany w ujęciu nominalnym (3,6% r/r w styczniu), ale – biorąc pod uwagę pogłębienie deflacji – realny wzrost płac jest już całkiem solidny (5% r/r, najszybciej od połowy 2008 r.). Dodatkowo, jeśli bezrobocie dalej będzie spadać, to presja na wzrost realnych płac może stopniowo rosnąć. Jak sugerowaliśmy w rocznym [MAKROskopie z prognozami na 2015 r.](#), spodziewamy się stopniowego wzrostu jednostkowych kosztów pracy w tym roku, acz z bardzo niskiego poziomu.

▪ Zarówno rosnące zatrudnienie, jak i realne dochody gospodarstw domowych mają pozytywny wpływ na nastroje społeczne. Według ostatniego badania CBOS, po raz pierwszy w historii po 1989 r. odsetek Polaków zadowolonych z warunków życia przekroczył 50%. GUSowskie wskaźniki ufności konsumenckiej uległy znaczącej poprawie w ostatnich kwartałach a spadek w lutym był naszym zdaniem powiązany z mocną deprecjacją złotego wobec franka szwajcarskiego w styczniu, efekt ten może być zatem tymczasowy.

▪ Uważamy, że powyższe czynniki wesprą mocny wzrost konsumpcji w nadchodzących kwartałach.

Deflacja bliska dna?

▪ Inflacja spadła do -1,3% r/r w styczniu i – według naszych prognoz – może obniżyć się do rekordowo niskiego poziomu -1,5% r/r w lutym. Wydaje nam się, że to będzie najgłębszy poziom deflacji w tym roku, gdyż spodziewamy się stopniowego odbicia CPI w nadchodzących miesiącach. Od połowy lutego ceny paliw na stacjach benzynowych rosną w związku z droższą ropą naftową i dolarem i wydaje nam się, że mogą utrzymać się na ścieżce wzrostowej do końca roku. Spadek cen żywności w ujęciu r/r również naszym zdaniem nie ulegnie już znaczącemu pogłębieniu.

▪ Czynniki podażowe już zapewne nie będą obniżały CPI, ale presja ze strony czynników popytowych wciąż jest stosunkowo słaba. Świadczy o tym m.in. fakt, że deflator sprzedaży detalicznej obniżył się w styczniu do rekordowo niskiego poziomu -3,1% r/r. Z drugiej strony, mocny popyt konsumpcyjny powinien z czasem zacząć przekładać się na stopniowy wzrost cen. Widzimy już pewne odbicie w tempie wzrostu cen w niektórych kategoriach CPI (restauracje, edukacja, komunikacja, zdrowie, inne towary i usługi), a dane Eurostatu nt. inflacji HICP pokazują, że ceny usług rosną już w tempie ok. 2% r/r.

▪ Jak co roku, GUS zrewiduje wagi w koszyku CPI (zostaną one opublikowane razem z danymi o inflacji za luty), w oparciu o strukturę wydatków gospodarstw domowych w zeszłym roku. Wpływ tych zmian jest trudny do oszacowania, ale naszym zdaniem tylko nieznacznie zwiększy on tegoroczną inflację (< 0,01 pp).

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragmenty komunikatu RPP w marcu

Od ostatniego posiedzenia Rady wzrosły nieco ceny ropy naftowej, jednak ich poziom jest nadal istotnie niższy niż w poprzednich latach. Równocześnie wciąż obniżały się ceny innych surowców, w tym surowców rolnych. Spadek cen surowców w warunkach umiarkowanego tempa wzrostu gospodarczego na świecie przyczynia się do obniżenia dynamiki cen w wielu krajach, w tym pogłębienia deflacji w większości krajów europejskich. Spadek cen surowców oddziałuje jednocześnie w kierunku wyższego wzrostu gospodarczego w krajach będących importerami surowców netto.

W Polsce wzrost gospodarczy w IV kw. 2014 r. spowolnił nieznacznie, pozostając w pobliżu 3%. W kierunku utrzymania stabilnego wzrostu oddziałuje dalszy wzrost popytu konsumpcyjnego oraz wciąż wysoka – pomimo pewnego obniżenia – dynamika inwestycji. Towarzyszy temu stabilny wzrost akcji kredytowej i dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy. Stopa bezrobocia (po wyeliminowaniu wahań sezonowych) wciąż się obniża, co wynika w dużym stopniu ze wzrostu zatrudnienia. Jednocześnie utrzymuje się niepewność co do perspektyw popytu, co oddziałuje ograniczająco na aktywność gospodarczą w Polsce.

Pomimo poprawy na rynku pracy presja płacowa pozostaje ograniczona, na co wskazuje utrzymywanie się umiarkowanej dynamiki wynagrodzeń w gospodarce. Umiarkowana dynamika płac wraz ze spadkiem cen surowców na świecie oraz brakiem presji popytowej przyczynia się do pogłębienia deflacji, widocznej zarówno w dynamice cen konsumpcyjnych, jak i cen produkcji sprzedanej. Jednocześnie oczekiwania inflacyjne przedsiębiorstw i gospodarstw domowych pozostają bardzo niskie.

Biorąc pod uwagę wydłużenie się okresu deflacji i wyraźny wzrost ryzyka pozostania inflacji poniżej celu w średnim okresie – na co wskazuje marcowa projekcja – Rada postanowiła obniżyć stopy procentowe NBP. **Decyzja o obniżeniu stóp procentowych na obecnym posiedzeniu oznacza zamknięcie cyklu łagodzenia polityki pieniężnej.**

Bohaterowie ostatniej akcji

▪ RPP sprawiła kolejną niespodziankę i zdecydowała się obniżyć stopy procentowe o 50 pb, główną do 1,50%, lombardową do 2,5%, a depozytową do 0,5%. Stopa lombardowa jest bardzo ważna dla sektora bankowego, bowiem jej czterokrotność wyznacza maksymalne oprocentowanie kredytów dla gospodarstw domowych. W rezultacie, maksymalne oprocentowanie kredytów dla konsumentów wynosi teraz 10%.

▪ Wygląda na to, że RPP wolała skondensować cykl obniżek i w jednym ruchu dostosować stopy do nowego środowiska (głębsza deflacja), nowych prognoz (projekcja NBP pokazuje wzrost CPI na poziomie 1% w 2016-2017, szczegóły poniżej) i biorąc pod uwagę działania innych banków centralnych. Komunikat RPP wyraźnie stwierdził, że cykl łagodzenia polityki pieniężnej został zamknięty i była to zapewne ostatnia zmiana stóp procentowych dokonana przez RPP obecnej kadencji (która wygasa z końcem roku).

▪ Największym zagrożeniem dla deklaracji o zakończeniu cyklu jest prawdopodobnie ryzyko nagłej aprecjacji złotego. 9 marca EBC rozpoczął zakrojony na szeroką skalę program aktywów i jeśli wywoła on znaczny spadek EURPLN, wtedy mogłoby to skomplikować zadanie banku centralnemu. Nie jest to jednak nasz bazowy scenariusz i spodziewamy się jedynie stopniowej aprecjacji krajowej waluty.

Bardzo niska ścieżka inflacji w nowej projekcji NBP

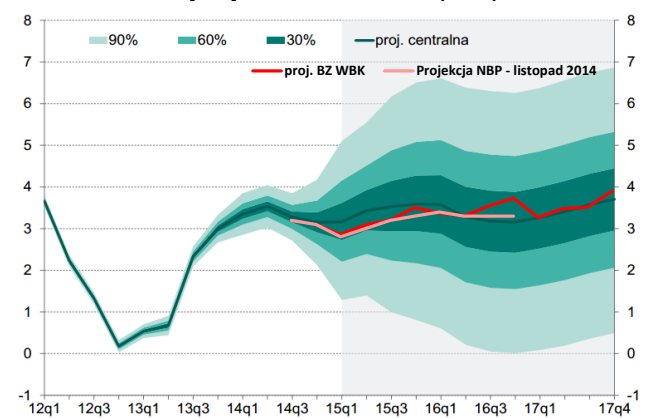
▪ Nowe prognozy NBP dotyczące wzrostu PKB są mniej więcej zgodne ze scenariuszem zaprezentowanym w listopadzie i naszymi prognozami. Bank centralny oczekuje, że dynamika PKB będzie mniej więcej stabilna i wyniesie 3,4% w 2015, 3,3% w 2016 i 3,5% w 2017. Niewielkie spowolnienie w przyszłym roku ma wynikać z mniejszej puli wykorzystanych funduszy UE. Ogólnie, wzrost będzie napędzany konsumpcją prywatną i inwestycjami, a wkład eksportu netto w całym horyzoncie prognozy będzie ujemny. Wg NBP, ryzyka dla wzrostu są zbilansowane.

▪ Prognozy zakładają wzrost tempa potencjalnego wzrostu PKB w wyniku wyższej wydajności czynników produkcji i korzystnej sytuacji na rynku pracy, ale i tak ma ono pozostać poniżej oczekiwanego tempa wzrostu do 2017. Oznacza to, że luka między rzeczywistym a potencjalnym tempem wzrostu pozostanie ujemna w horyzoncie prognozy.

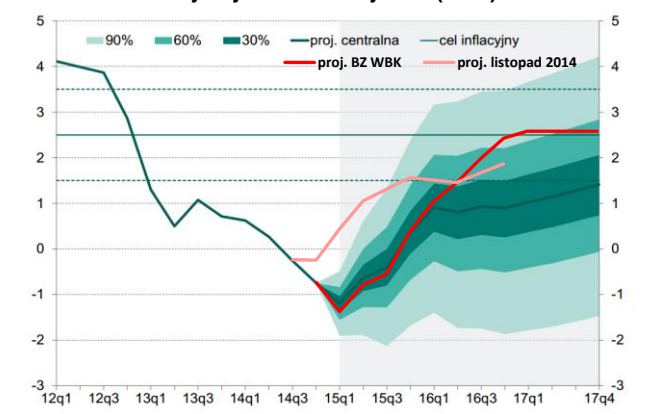
▪ Nowa projekcja inflacji została bardzo istotnie zrewidowana w dół, do średnio -0,5% w 2015, 0,9% w 2016 i 1,2% w 2017. Oznacza to, że CPI nie osiągnie celu (2,5%) w horyzoncie prognozy. Obniżenie ścieżki inflacji wynikało głównie z niższych cen energii wskutek spadku cen ropy. Inflacja bazowa ma pozostać stabilna w przedziale 0-1% z powodu negatywnej luki PKB. Nasze prognozy inflacji zakładają, że jej wzrost będzie szybszy (co widać na wykresie) i sądzimy, że CPI osiągnie oficjalny cel na przełomie 2016 i 2017 r. Będzie to wg nas skutkiem silniejszego oddziaływania popytu konsumpcyjnego na ceny niż to zakładają eksperci NBP. Co więcej, spodziewamy się szybszego wzrostu zatrudnienia, a w związku z tym również silniejszej presji płacowej. Bank centralny uważa, że jest ryzyko w dół dla jego prognoz z powodu możliwego wydłużenia deflacji w strefie euro.

▪ Prezes Belka powiedział w trakcie konferencji prasowej RPP, że Rada zwróciła się z prośbą do NBP o oszacowanie wpływu obniżki stóp o 50 pb na ścieżkę inflacji i okazało się, że nie zmienia to istotnie sytuacji. W trakcie prezentacji *Raportu o inflacji*, wiceszef Instytutu Ekonomicznego NBP, Jacek Kotłowski, powiedział, że jeśli przyjąć założenie o stopach na poziomie wycenianym przez rynek (tj. obniżka o co najmniej 50 pb), prognozowana przez bank centralny ścieżka CPI byłaby wyższa o 0,3 pkt. proc. a PKB o 0,4 pkt. proc. niż w scenariuszu bazowym.

Projekcja NBP: wzrost PKB (% r/r)



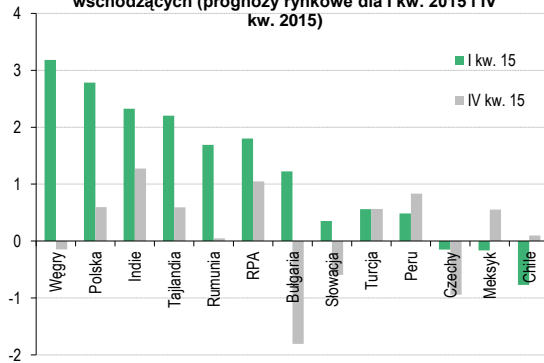
Projekcja NBP: inflacja CPI (% r/r)



Źródła: NBP, Reuters, BZ WBK

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej

Realne stopy procentowe w wybranych gospodarkach wschodzących (prognozy rynkowe dla I kw. 2015 i IV kw. 2015)



Realne stopy procentowe nadal wysokie

- Realna stopa procentowa w Polsce (zdefiniowana jako stopa oficjalna zdeflowana bieżącą inflacją) była wysoka w porównaniu z innymi rynkami rozwijającymi się przed marcową obniżką o 50pb, a po tej obniżce... nadal należy do najwyższych.
- Oczekujemy, że inflacja od marca zacznie stopniowo odbijać w górę, w efekcie czego realna stopa procentowa w Polsce będzie powoli rosła, do ok. 1% na koniec br. z niemal 3% obecnie. Ale nadal będzie to jedna z wyższych realnych stóp procentowych na rynkach rozwijających się.
- Chociaż popyt krajowy nie wymaga dodatkowej stymulacji ze strony polityki pieniężnej, wysoki poziom realnej stopy może przyciągać napływ kapitału portfelowego, zwiększając ryzyko nadmiernej aprecjacji waluty, szczególnie w warunkach QE z EBC.



Rzońca (1,12)

Winięcki (1,11)

Każmierczak (1,10)

Głapiński (1,09)

Hausner (1,06)

Chojna-Duch (0,83)

Belka (0,86)

Zielińska-Głębocka (0,82)

Osiatyński (0,50)

Bratkowski (0,26)



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

Koniec obniżek, chociaż inflacja jeszcze dłużej poniżej celu

RPP zdecydowała się zakończyć cykl obniżek stóp pomimo tego, że projekcja NBP sugeruje, że inflacja nie wróci do celu w ciągu najbliższych trzech lat. Prezes NBP przyznał, że Rada zwróciła się do NBP o prognozę wpływu obniżki o 50 pb na inflację i okazało się, że nie zmienia to znacząco projekcji. A zatem, albo RPP nie uwierzyła do końca w wyniki projekcji (co już zdarzało się w przeszłości) albo po prostu wciągnęła białą flagę i postanowiła pozostawić zadanie sprowadzenia inflacji do celu kolejnej Radzie. Niewykluczone, że obie z tych interpretacji są po części prawdziwe – z jednej strony część członków RPP zapewne nie jest do końca przekonana, że inflacja będzie aż tak niska, jak przewiduje NBP, a z drugiej strony ich zapał do działania obniża zbliżający się koniec kadencji. Marek Belka przyznał, że „Rada ma świadomość, że to ostatni rok jej funkcjonowania”. Jednocześnie, prezes NBP stwierdził, że RPP zamierza „oczyścić przedpole” dla nowej Rady i głębiej przeanalizować sposoby komunikacji z rynkiem, tak aby wnioski z tych analiz pozostawić swoim następcom.

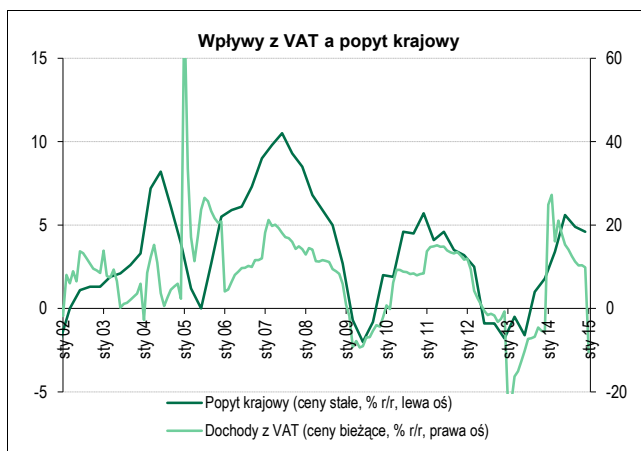
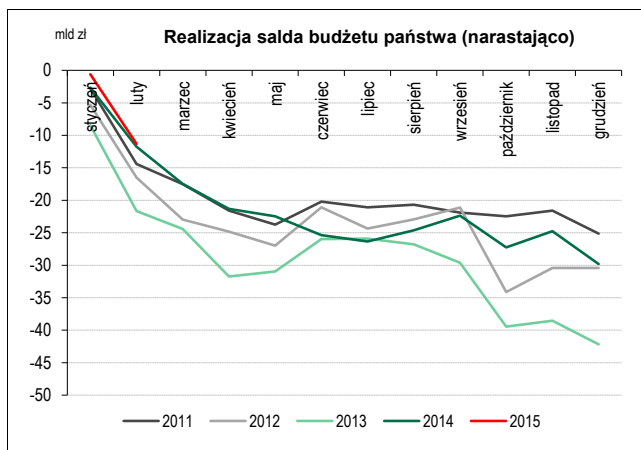
Co z interwencjami walutowymi?

Marek Belka podkreślił podczas konferencji, że Rada nie celuje w żaden konkretny poziom kursu walutowego i że w zasadzie nie pamięta już, co to są interwencje walutowe. Nie było to naszym zdaniem najszcześniejsze stwierdzenie, gdyż to właśnie mocna aprecjacja złotego może najbardziej skomplikować prowadzenie polityki pieniężnej w najbliższych miesiącach. Tak naprawdę już same te słowa prezesa NBP wywołały pewne umocnienie złotego. Pomimo tej wypowiedzi sądzimy, że interwencje walutowe pozostają dostępnym narzędziem w arsenale banku centralnego. Przypomnijmy, że przedstawiciele NBP do tej pory powtarzali, że chociaż bank centralny nie celuje w żaden konkretny poziom kursu, to jest zdania, że nadmierne wahania kursu są szkodliwe i w takich warunkach może ingerować w notowania rynkowe. W związku z tym uważamy, że NBP może (i wręcz powinien) próbować powstrzymać, czy wyhamować aprecjację złotego jeśli uzna, że przybiera ona nadmierne tempo.

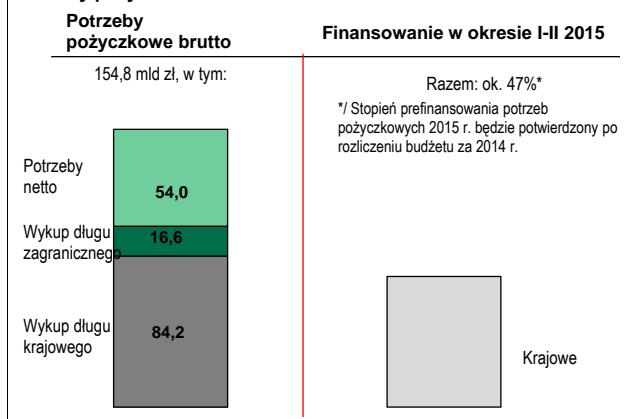
To już jest koniec?

Wniosek po ostatnim posiedzeniu RPP jest taki, że Rada chciała jednym ruchem dostosować stopy procentowe do aktualnej i przewidywanej sytuacji ekonomicznej. W związku z tym do dalszego złagodzenia parametrów polityki pieniężnej konieczne jest dalsze istotne pogorszenie sytuacji ekonomicznej. Nie sądzimy, aby był to prawdopodobny scenariusz. Naszym zdaniem dynamika CPI jest już blisko dna (prawdopodobnie lutowy odczyt, który przewidujemy na poziomie -1,5% r/r, czyli poniżej konsensusu, będzie najniższym w cyklu), a w średnim horyzoncie spodziewamy się, że inflacja będzie rosła szybciej niż zakłada projekcja NBP, przy utrzymującym się solidnym wzroście PKB. Oczywiście biorąc pod uwagę takie przewidywania można zadać pytanie, czy marcową decyzją nie była ruchem procyklicznym. Naszym zdaniem tak jednak nie było. Bardzo niski punkt startowy inflacji (4 punkty proc. poniżej oficjalnego celu) oraz ujemna luka popytowa uzasadniały naszym zdaniem dostosowanie polityki pieniężnej. W szczególności, jeśli weźmiemy pod uwagę działania innych banków centralnych od początku roku. Naszym zdaniem głównym czynnikiem determinującym przyszłe działania RPP może być kurs walutowy (niepewny efekt łagodzenia ilościowego w Europie) niezależnie od tego, że prezes NBP zaprzeczył, że NBP celuje w określony poziom kursu. Nasz bazowy scenariusz zakłada stabilne stopy procentowe przynajmniej do połowy 2016 r., w związku z czym zmieniamy kierunek strzałki na naszej osi restrykcyjności RPP na neutralny.

Pod lupą: polityka fiskalna



Potrzeby pożyczkowe brutto i ich finansowanie w 2015 r.



	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	11.03	zmiana od 11.02.15	zmiana od 31.12.14	11.03	zmiana od 11.02.15	zmiana od 31.12.14
Polska	223	25	27	60	-6	-11
Czechy	32	11	11	48	-1	-6
Węgry	338	42	23	132	-7	-46
Grecja	1055	2	149	208	12	29
Hiszpania	98	-29	-10	73	-20	-14
Irlandia	52	-37	-19	44	-2	-7
Portugalia	144	-78	-71	106	-63	-94
Włochy	95	-37	-39	89	-20	-49
Francja	22	-5	-7	35	-7	-11
Niemcy				15	-1	-3

Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, GUS, BZ WBK

Realizacja deficytu budżetowego po lutym zgodnie z planem

Deficyt budżetowy na koniec stycznia wyniósł ok. 0,6 mld zł i stanowił 1,3% rocznego planu. Był to wynik znacząco lepszy niż założony w harmonogramie realizacji deficytu budżetowego na 2015 r. (1,7 mld zł). Lepsza realizacja wynikała z niższych wydatków, w szczególności na obsługę długu krajowego i dotacje dla Funduszu Ubezpieczeń Społecznych. W obu przypadkach oszczędności wynikają z wprowadzonych na początku ubiegłego roku zmian w systemie emerytalnym. Na koniec stycznia wydatki wyniosły 28,7 mld zł (8,4% rocznego planu) i były o prawie 2 mld zł niższe niż założone w harmonogramie. Po stronie dochodowej, realizacja po pierwszym miesiącu była mniej więcej zgodna z planem. Jednak warto zauważyć, że dochody z podatków pośrednich były niższe o ok. 10% r/r, w tym przychody z VAT spadły o 10,5% r/r.

Ministerstwo Finansów szacuje, że po lutym deficyt budżetowy wyniósł 11,3 mld zł, tj. 24,5% rocznego planu. Realizacja na tym poziomie jest zgodna z założeniami przyjętymi w harmonogramie na ten rok. Naszym zdaniem wzrost deficytu jest zjawiskiem typowym na początku roku.

Minister finansów Mateusz Szczurek powiedział, że finalne dane o deficycie finansów publicznych za 2014 r. mogą być wyższe od wcześniejszych prognoz, nawet znacząco przewyższając 3,3% PKB. Szczurek powiedział również, że po wyjściu z procedury nadmiernego deficytu, które powinno nastąpić w połowie 2016, Polska może wrócić do niższych stawek VAT. Sądymy, że w tym roku deficyt sektora finansów publicznych osiągnie ok. 3% PKB.

Potrzeby pożyczkowe na 2015 r. dobrze zabezpieczone

Na koniec lutego potrzeby pożyczkowe brutto były sfinansowane w 47% rocznego planu. W porównaniu z ubiegłym rokiem, wartość sprzedaży była jednak niższa, a w efekcie poziom finansowania był niższy o 13 pp w porównaniu z analogicznym okresem 2014.

W marcu ministerstwo finansów zaplanowało jedną aukcję regularną, oferując obligacje z długiego końca krzywej (o zmiennym kuponie WZ0124 oraz o stałym oprocentowaniu DS0725 i WS0428) o wartości 3-4 mld zł. W tym miesiącu planowana jest również aukcja zamiany, na której ministerstwo planuje odkupić papiery zapadające w kwietniu, lipcu i październiku 2015. Co więcej, w marcu resort finansów odkupił obligacje denominowane w USA (zapadające w lipcu i październiku) o łącznej wartości 400,6 mln \$.

Marcowa oferta SPW jest dość ograniczona i powinna spotkać się z dużym zainteresowaniem inwestorów. W naszej ocenie na koniec I kw. 2015 finansowanie potrzeb pożyczkowych może przekroczyć 50% planu na ten rok.

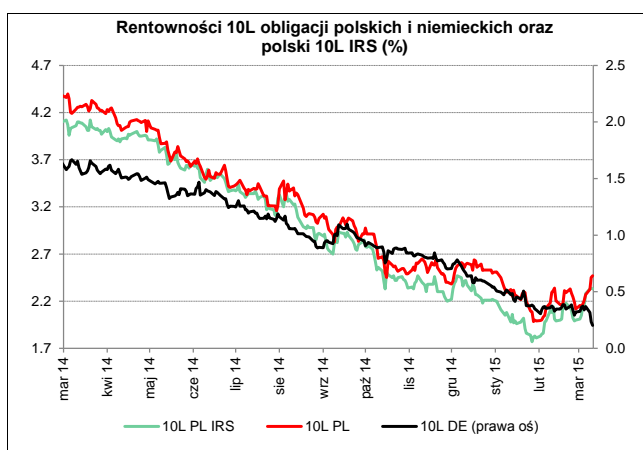
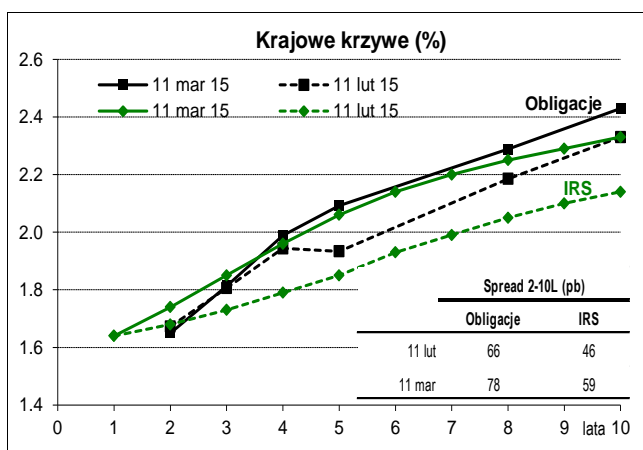
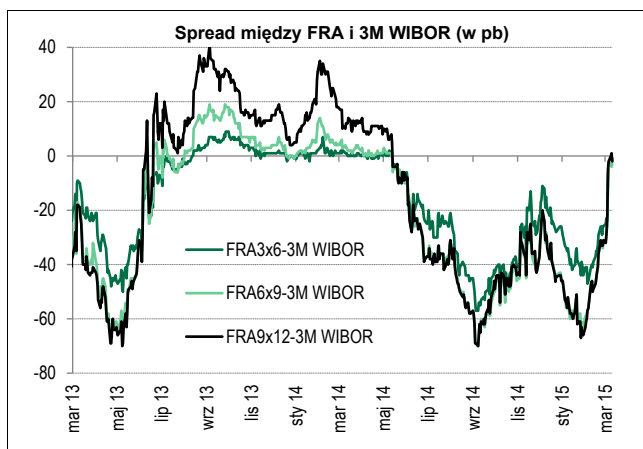
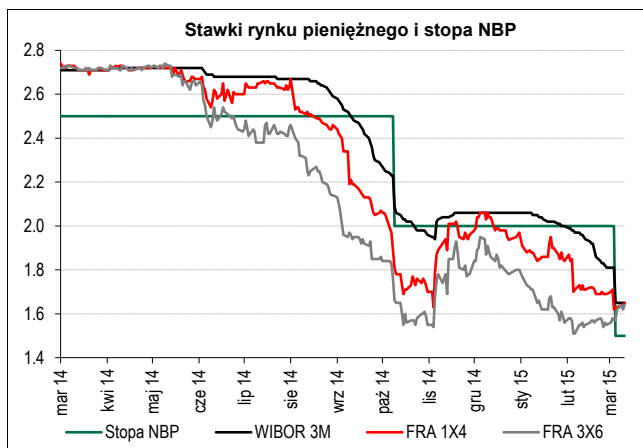
Niższe rentowności w wyniku skupu aktywów przez EBC

W lutym rynki bazowe i peryferyjne zyskały na wartości w wyniku oczekiwań na uruchomienie przez EBC programu skupu aktywów. Te drugie zyskały nawet bardziej, co spowodowało dość znaczący spadek spreadów wobec Bundów w sektorze 10L. W tym samym czasie amerykańskie papiery radziły sobie gorzej niż europejskie w wyniku wzrostu ryzyka wcześniejszych podwyżek stóp przez Fed.

Zgodnie z planem w marcu EBC rozpoczął program QE. Rentowności obligacji krajów strefy euro spadły dość znacząco, w tym rentowność niemieckiej 10-latki osiągnęła nowe historyczne minimum na 0,23%. Pomimo to odnotowano rozszerzenie spreadów wobec Bundów na początku marca.

Spodziewamy się dalszego stopniowego spadku rentowności na rynkach bazowych i peryferyjnych. Rozbieżność w polityce monetarnej EBC i Fed będzie powodowała, że niemieckie papiery będą zyskiwały bardziej niż amerykańskie. W średnim i długim terminie spodziewamy się wzrostów rentowności w wyniku poprawy sytuacji gospodarczej na świecie i wzrostu inflacji. O ile rentowność 2-latki niemieckiej pozostanie ujemna do końca roku, to rentowność 10-latki może wzrosnąć powyżej 0,5% na koniec roku.

Rynek stopy procentowej



Źródła: Reuters, Bloomberg, MF, BZ WBK

Znaczący spadek WIBOR po obniżce stóp o 50 pb w marcu

W lutym stawki WIBOR znacząco spadły w oczekiwaniu na marcową obniżkę stóp NBP. W skali miesiąca WIBORY obniżyły się o 12-18 pb i był to największy miesięczny spadek od września 2014. W tym samym czasie rynek FRA podążał w przeciwnym kierunku - stawki wzrosły o 1-27 pb (począwszy od stawki FRA3x6).

Obniżka stóp przez RPP o 50 pb w jednym ruchu miała istotny wpływ na stawki WIBOR – krzywa obniżyła się o 11-22 pb, najmocniej na krótkim końcu, a najslabiej na długim. Nastąpił tym samym powrót krzywej do normalnego kształtu w sektorze 1-12 miesięcy, tj. ponownie stawka 1M jest najniższą (1,64%), a 12M najwyższą (1,68%). Z drugiej strony marcowa decyzja RPP nie miała wpływu na stawki FRA, które wyceniały obniżkę stóp o 50 pb. Co więcej, po raz pierwszy od czerwca 2014 r. rynek FRA widzi pewne szanse na podwyżki stóp – FRA18x21 i 21x24 są powyżej bieżącego poziomu 3-miesięcznego WIBOR-u.

Uwzględniając marcową deklarację RPP o zakończeniu cyklu redukcji stóp spodziewamy się, że stawki WIBOR pozostaną blisko bieżących poziomów w najbliższych miesiącach i mogą zacząć stopniowo rosnąć w 2016 r., wraz ze wzrostem oczekiwań na podwyżki stóp. Stawki FRA będą bardziej zmienne – dalszy wzrost IRS powinien skutkować wzrostem FRA na dłuższe terminy.

Krzywe obligacji i IRS bardziej strome

W lutym obligacje i stawki IRS znalazły się pod presją w wyniku wzrostu awersji do ryzyka i niepewności odnośnie Grecji, Ukrainy oraz terminu pierwszej podwyżki stóp przez Fed. Jednak silne oczekiwania na obniżkę stóp w marcu, zaakceptowanie przez Eurogrupę programu pomocowego dla Grecji i gołębia retoryka Fed (opis dyskusji FOMC, wystąpienie szefowej Fed) pomogły rynkowi odrobić większość wcześniejszych strat.

Krzywe IRS i obligacji wystromiły się dość wyraźnie w pierwszym tygodniu marca po decyzji RPP – krótki koniec krzywych wzrósł mniej (średnio o ok. 10 pb) niż środek i długi koniec krzywych (o ok. 25-30 pb). Obok decyzji RPP, krajowy rynek długu był pod presją osłabiającego się Bunda i mocnych danych z rynku pracy USA. W konsekwencji rentowność 10-latkki wzrosła do 2,50%, najwyższego poziomu od końca grudnia 2014.

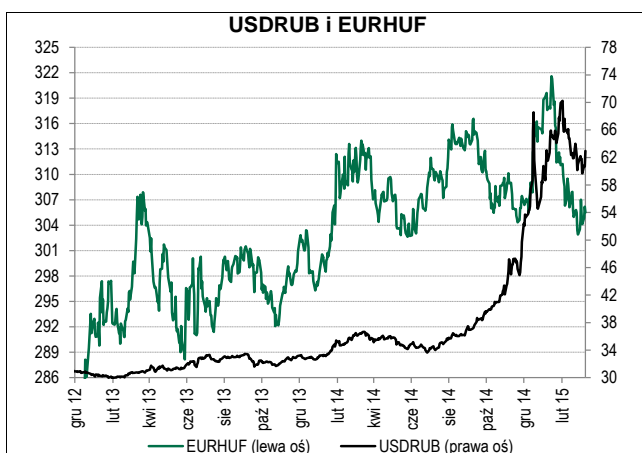
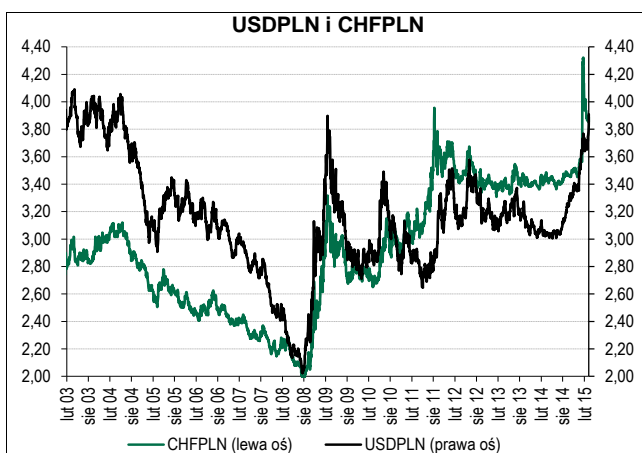
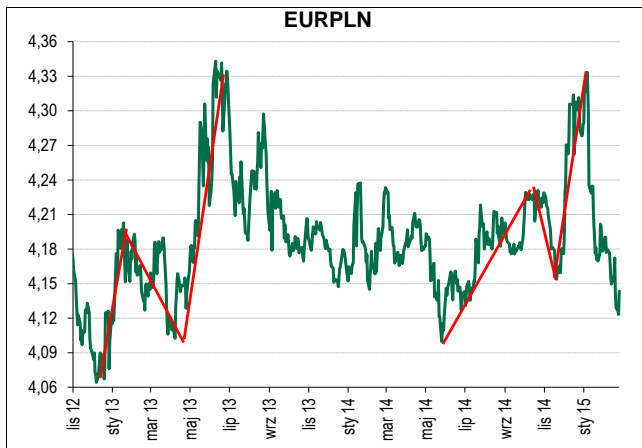
Czy skup aktywów przez EBC umocni krajowy dług?

W momencie, kiedy RPP zadeklarowała koniec cyklu obniżek stóp, krajowe czynniki nie będą miały już tak silnego wpływu na notowania obligacji/IRS. Dlatego też reakcja rynku na dane inflacyjne nie będzie tak znacząca jak do tej pory mimo iż nasza prognoza wskaźnika CPI za luty jest poniżej konsensusu. Spodziewamy się dobrych danych z krajowej gospodarki, co może ciężać wycenę krajowych krzywych, głównie na długim końcu.

Czynniki globalne będą miały decydujące znaczenie dla krajowego rynku długu. Jednak inwestorzy będą pod wpływem dwóch przeciwstawnych sił. Ożywienie gospodarcze w strefie euro i oczekiwania na wcześniejsze podwyżki stóp przez Fed mogą powodować wzrost rentowności/stawek IRS i to powinno sprzyjać stromieniu krzywych. W naszej ocenie pierwsza podwyżka stóp może zostać przesunięta na wrzesień. Niemniej, jeśli Fed zdecyduje się na usunięcie słowa „cierpliwie” z marcowego komunikatu, to może negatywnie przełożyć się na wycenę krajowych aktywów.

W kierunku niższych rentowności powinien działać program skupu aktywów przez EBC, który rozpoczął się na początku marca. Początek QE nie przełożył się na umocnienie krajowego długu (rentowności/stawki IRS były względnie stabilne). Sądzymy, że napływ środków na polski rynek w związku z poluzowaniem polityki monetarnej w strefie euro powinien przynajmniej ograniczać trend wzrostowy rentowności/stawek w krótkim terminie. Uważamy, że jest jeszcze miejsce na spadek rentowności/stawek IRS poniżej bieżących poziomów, jednak bilans czynników ryzyka zmienia się w kierunku mniej sprzyjającym dla długu. W związku z tym podwyższyliśmy prognozy rentowności/stawek IRS do końca roku.

Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

EURPLN najniżej od czerwca 2014...

EURPLN kontynuował w lutym impuls spadkowy zainicjowany w styczniu po decyzji EBC o rozszerzeniu programu skupu aktywów. Na początku marca trend przyspieszył po decyzji RPP. Większa od oczekiwań obniżka stóp osłabiła krajową walutę, ale deprecjacja była tylko chwilowa, bowiem rynek większą wagą przyłożył do mocnej deklaracji o końcu cyklu obniżek. Złotego wsparły także słowa szefa NBP, że „można się spodziewać presji aprecjacyjnej” na złotego m.in. w wyniku działań EBC oraz że bank centralny zapomniał już, co to są interwencje walutowe (sugerując, że NBP nie będzie reagował na ewentualne umocnienie złotego). W rezultacie, EURPLN przebił wsparcie na 4,14 i osiągnął 4,11, najniższy poziom od czerwca 2014.

Krajowa waluta zyskała również nieco do franka dzięki lekkiemu ruchowi w górę kursu EURCHF – CHFPLN spadł do 3,85 z 4,0. Jednocześnie, USDPLN kontynuował wzrosty w wyniku dalszego spadku EURUSD i przebił szczyt z 2009 osiągnięty w wyniku kryzysu finansowego w USA (na ok. 3,915) i osiągnął prawie 3,93.

Jeszcze przed marcową obniżką stóp rynek wycenił, że łączna skala luzowania polityki pieniężnej przekroczyć może nawet nieco 50 pb. Reakcja rynku na decyzję RPP wskazuje, że ogłoszenie końca cyklu obniżek było najważniejszą konkluzją z ostatniego posiedzenia. Do tej pory oczekiwaliśmy, że nawet do kwietnia EURPLN będzie się poruszał w trendzie bocznym m.in. z powodu perspektyw cięć stóp w Polsce. **Teraz, kiedy oczekiwania na dalsze luzowanie polityki pieniężnej zniknęły, dostosowaliśmy nasze prognozy średniego EURPLN – do 4,11 z 4,15 w kwietniu i do 4,08 z 4,14 w czerwcu.**

Czynnik, który był negatywny dla złotego, stracił na znaczeniu, a w kolejnych tygodniach może się nasilić wpływ czynnika, który może korzystnie działać na krajową walutę. Ruszył już bowiem program skupu aktywów przez EBC i oczekuje się, że część dodatkowej płynności dostarczonej przez bank centralny na europejski rynek trafi również na polski rynek. Pierwszy miesiąc programu QE może być wskazówką odnośnie efektów, jakich można się po nim spodziewać w przyszłości. Sądzymy, że złoty może zyskać dzięki napływowi dodatkowej płynności na europejski rynek, ale skala tych korzyści jest niepewna. Jednym z czynników, który mógłby zachęcić kapitał zagraniczny jest ostatnie osłabienie polskich obligacji, które może zostać wykorzystane jako dobra okazja do kupna. Nasze prognozy danych o aktywności gospodarczej publikowanych w tym miesiącu są dość pozytywne, co też powinno działać w kierunku mocniejszego złotego.

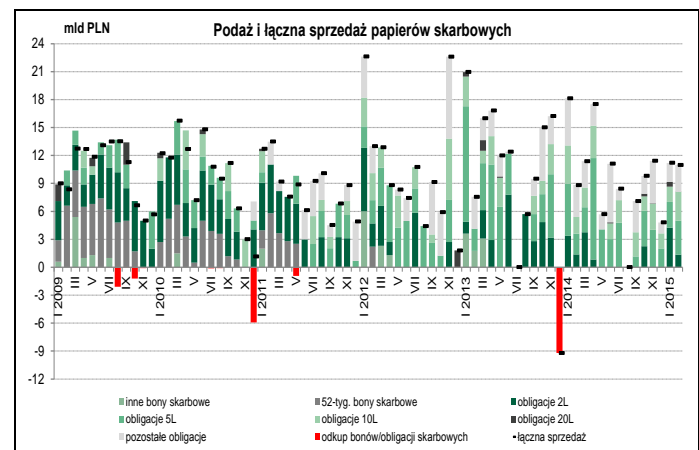
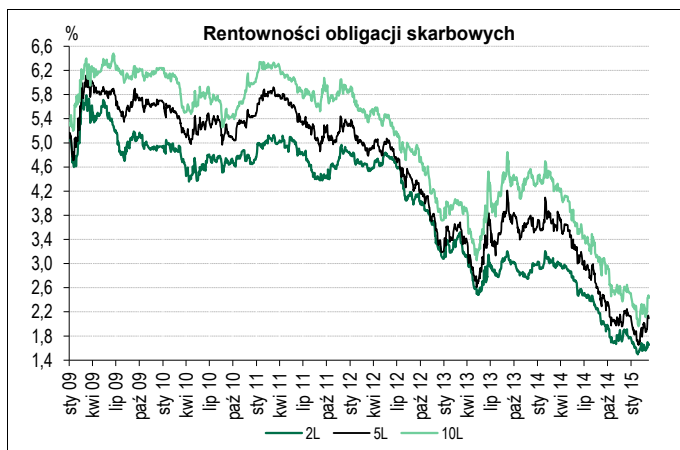
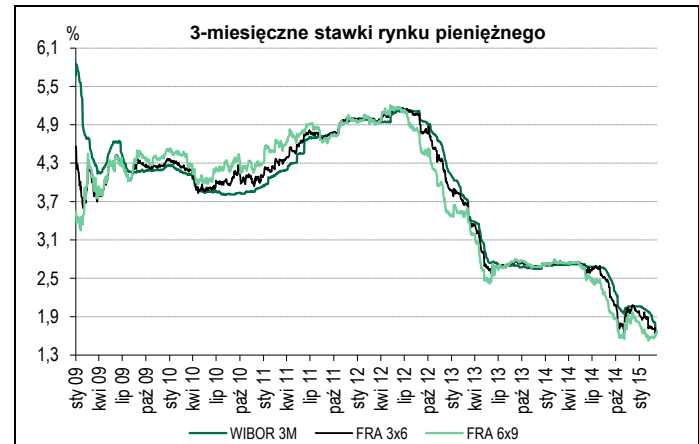
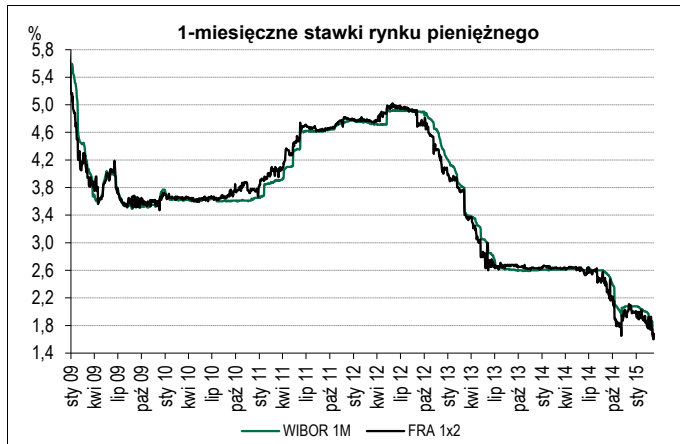
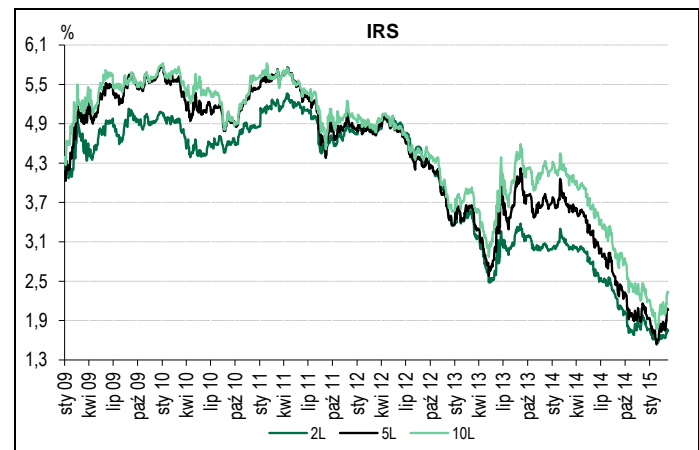
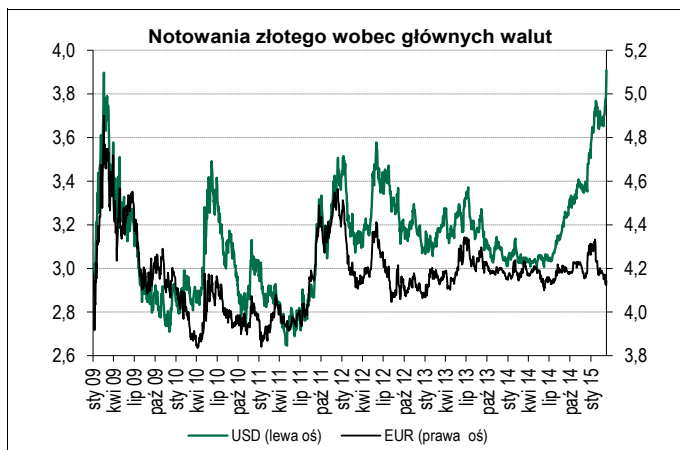
Pozostałe czynniki ryzyka – sytuacja na Ukrainie i negocjacje dotyczące warunków udzielenia pomocy Grecji – pozostają aktualne i mogą wywołać gwałtowną realizację zysków na polskim rynku walutowym, jeśli nagle zyskałyby istotnie na znaczeniu.

... a EURUSD od stycznia 2003

Po ośmiu kolejnych miesiącach spadków, EURUSD spadł również na początku marca i osiągnął najniższy poziom od stycznia 2003 (1,05). Dolar umacniał się pod wpływem wyraźnej rozbieżności w nastawieniu w polityce pieniężnej w strefie euro i USA. Poza tym, dodatkową presję na wspólną walutę wywierała perspektywa rozpoczęcia QE już w ten poniedziałek oraz mocne dane z rynku pracy USA.

Do tej pory, trend spadkowy EURUSD był napędzany głównie przez oczekiwania na poluzowanie polityki pieniężnej przez EBC. Odreagowanie euro po ogłoszeniu QE przez EBC w styczniu było tylko chwilowe i EURUSD powrócił do trendu spadkowego. Teraz, bank centralny w końcu rozpoczął skup obligacji w skali wyraźnie większej, niż miesięczna podaż netto. Wpływ QE mógł już w dużej części zostać wyceniony i kolejne tygodnie pokażą czy rynek oprze się faktycznemu napływowi środków połączonemu z negatywną stopą depozytową.

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
Marzec '14	6.03	OK0716/WZ0119	2500-5500	6573,0					20.03	PS0414/OK0714	PS0718/DS1023
kwiecien	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**	400 mln \$	354,4 mln \$	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				
Marzec	5.03	USD20150716/ USD20151019**	500 mln \$	400,6 mln \$	12.03	OK0717/PS0420	3000-4000		26.03	PS0415/OK0715/DS1015	W zależności od warunków rynkowych

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja odkupu

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

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

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 ^a	13 ^b	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	18	18	20	20	18	17	19	17	19	19	17
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; ^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty. Źródła: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		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	mar 15
PMI	pkt.	55,9	54,0	52,0	50,8	50,3	49,4	49,0	49,5	51,2	53,2	52,8	55,2	55,1	55,2
Produkcja przemysłowa	% r/r	5,3	5,5	5,5	4,4	1,8	2,4	-1,9	4,2	1,7	0,3	8,1	1,7	5,6	10,0
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	14,4	17,4	12,2	10,0	8,0	1,1	-3,6	5,6	-1,0	-1,6	5,0	1,3	-0,1	4,6
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	7,0	3,1	8,4	3,8	1,2	2,1	1,7	1,6	2,3	-0,2	1,8	0,1	1,0	0,6
Stopa bezrobocia	%	13,9	13,5	13,0	12,5	12,0	11,8	11,7	11,5	11,3	11,4	11,5	12,0	12,0	11,7
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	4,0	4,8	3,8	4,8	3,5	3,5	3,5	3,4	3,8	2,7	3,7	3,6	3,1	3,4
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	0,9	1,1	1,2	1,3	1,3
Eksport (w euro)	% r/r	7,3	9,5	5,1	10,4	5,7	6,7	-0,9	6,1	4,1	3,1	6,6	-1,1	1,7	8,1
Import (w euro)	% r/r	6,9	4,1	8,9	11,8	7,5	7,2	0,1	6,1	4,7	3,9	10,7	0,2	-0,5	13,5
Bilans handlowy	mIn EUR	-79	132	39	-160	86	-167	-102	648	-8	103	-633	-59	194	-587
Rachunek bieżący	mIn EUR	-651	345	269	-161	-927	-811	-987	18	-470	143	-1 005	-1 194	-352	-409
Rachunek bieżący	% PKB	-1,2	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4	-1,3	-1,4	-1,2	-1,3	-1,3	-1,2	-1,4
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-11,7	-17,5	-21,3	-22,5	-25,4	-26,4	-24,6	-22,4	-27,2	-24,8	-29,8	-0,6	-11,3	-18,7
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	24,7	36,8	44,8	47,3	53,4	55,5	51,9	47,1	57,4	52,1	62,7	1,3	24,5	40,6
Inflacja (CPI)	% r/r	0,7	0,7	0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-1,0	-1,3	-1,5	-1,3
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	0,9	1,1	0,8	0,8	1,0	0,4	0,5	0,7	0,2	0,4	0,5	0,7	0,5	0,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,4	-1,3	-0,7	-1,0	-1,8	-2,0	-1,5	-1,6	-1,3	-1,6	-2,7	-2,9	-2,7	-2,8
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	5,2	5,2	5,4	5,2	5,2	6,0	7,4	7,9	7,7	8,4	8,2	8,5	8,8	8,4
Zobowiązania	% r/r	4,7	4,7	5,4	5,5	5,5	6,7	7,8	7,5	7,8	8,5	8,1	8,1	8,4	8,0
Należności	% r/r	4,7	5,3	6,1	5,4	4,9	5,4	6,3	6,2	7,2	7,4	7,3	7,9	7,9	7,7
EUR/PLN	PLN	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	4,13
USD/PLN	PLN	3,06	3,04	3,03	3,04	3,04	3,06	3,15	3,25	3,32	3,38	3,42	3,68	3,68	3,85
CHF/PLN	PLN	3,42	3,45	3,43	3,42	3,39	3,41	3,46	3,47	3,48	3,50	3,50	3,96	3,93	3,88
Stopa referencyjna ^b	%	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	1,50
WIBOR 3M	%	2,71	2,71	2,72	2,72	2,69	2,68	2,65	2,45	2,07	2,03	2,06	2,03	1,92	1,67
Rentowność obligacji 2L	%	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	1,65
Rentowność obligacji 5L	%	3,79	3,68	3,60	3,36	3,10	2,89	2,73	2,40	2,12	2,04	2,16	1,82	1,88	1,96
Rentowność obligacji 10L	%	4,47	4,26	4,10	3,80	3,54	3,34	3,23	2,98	2,63	2,54	2,55	2,21	2,20	2,30

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK;

^a nominalnie; ^b 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	1 724,7	1 781,7	403,1	418,4	426,8	476,4	412,1	431,6	440,3	497,8
PKB	% r/r	1,8	1,7	3,3	3,2	3,4	3,5	3,3	3,1	2,9	3,1	3,2	3,5
Popyt krajowy	% r/r	-0,4	0,2	4,7	4,6	3,4	5,6	4,9	4,6	4,4	4,7	4,4	4,8
Spożycie indywidualne	% r/r	1,0	1,1	3,0	3,6	2,9	3,0	3,2	3,1	3,5	3,6	3,6	3,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-1,5	0,9	9,5	8,4	11,2	8,7	9,9	9,0	9,0	9,0	8,0	8,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,0	2,3	3,4	6,7	4,9	3,7	1,8	2,8	5,9	6,9	7,3	6,8
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-1,0	-10,3	4,3	5,7	9,8	9,9	1,1	1,0	2,2	6,2	6,8	6,1
Sprzedż detaliczna ^a	% r/r	6,0	2,6	3,1	3,4	5,1	4,6	1,9	1,4	0,6	1,5	4,4	6,7
Stopa bezrobocia ^b	%	13,4	13,4	11,5	10,9	13,5	12,0	11,5	11,5	11,7	10,4	10,3	10,9
Płace brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	3,7	3,4	3,6	3,9	4,2	3,5	3,5	3,1	3,5	3,5	4,1	4,1
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,0	-1,1	0,1	0,8	-0,3	0,1	0,3	0,5	0,7	0,7	0,6	0,6
Eksport (w euro)	% r/r	6,5	5,7	5,9	5,8	8,4	7,0	4,1	4,5	3,0	4,8	6,8	8,5
Import (w euro)	% r/r	2,2	0,2	6,4	7,4	5,6	9,4	4,6	6,2	4,6	6,5	8,5	10,0
Bilans handlowy	mIn EUR	-7 146	635	-33	-2 611	159	-35	381	-538	-452	-703	-257	-1 199
Rachunek bieżący	mIn EUR	-13 697	-5 245	-5 320	-7 784	-1 403	-808	-1 777	-1 332	-1 955	-1 285	-2 792	-1 751
Rachunek bieżący	% PKB	-3,5	-1,3	-1,3	-1,8	-1,1	-1,2	-1,3	-1,3	-1,4	-1,5	-1,7	-1,8
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-3,9	-4,3	-3,4	-2,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	3,7	0,9	0,0	-0,6	0,6	0,3	-0,3	-0,7	-1,4	-0,8	-0,6	0,3
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	2,4	0,7	-1,0	0,8	0,7	0,3	-0,3	-1,0	-1,3	-0,7	-0,4	0,8
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	2,2	1,2	0,6	0,8	0,8	0,8	0,5	0,4	0,5	0,6	0,8	1,2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,4	-1,3	-1,5	-2,1	-1,2	-1,2	-1,7	-1,9	-2,8	-2,4	-2,3	-1,0
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	4,5	6,2	8,2	6,0	5,2	5,2	7,9	8,2	7,6	7,1	6,5	6,0
Zobowiązania ^b	% r/r	4,7	6,0	8,1	6,2	4,7	5,5	7,5	8,1	7,6	7,1	6,7	6,2
Należności ^b	% r/r	1,2	3,6	6,9	6,2	5,3	4,9	6,2	7,3	7,0	6,7	6,5	6,2
EUR/PLN	PLN	4,19	4,20	4,18	4,09	4,19	4,17	4,18	4,21	4,20	4,10	4,06	4,02
USD/PLN	PLN	3,26	3,16	3,15	3,61	3,06	3,04	3,15	3,37	3,74	3,74	3,55	3,43
CHF/PLN	PLN	3,47	3,41	3,45	3,81	3,42	3,42	3,45	3,50	3,92	3,84	3,79	3,70
Stopa referencyjna ^b	%	4,25	2,50	2,00	1,50	2,50	2,50	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 3M	%	4,91	3,02	2,52	1,71	2,71	2,71	2,59	2,06	1,87	1,66	1,65	1,65
Rentowność obligacji 2L	%	4,30	2,98	2,46	1,64	3,01	2,76	2,26	1,80	1,62	1,63	1,63	1,70
Rentowność obligacji 5L	%	4,53	3,46	2,96	2,05	3,71	3,35	2,67	2,11	1,89	2,03	2,08	2,23
Rentowność obligacji 10L	%	5,02	4,04	3,49	2,31	4,38	3,82	3,18	2,58	2,24	2,19	2,33	2,50

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 11.03.2015 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

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

Email: ekonomia@bzwbk.pl 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

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 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, www.bzwbk.pl