

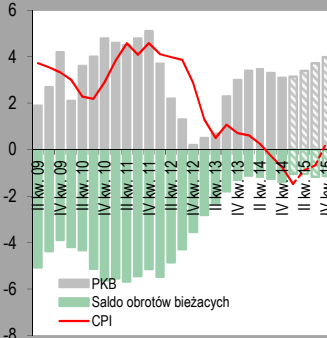
MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

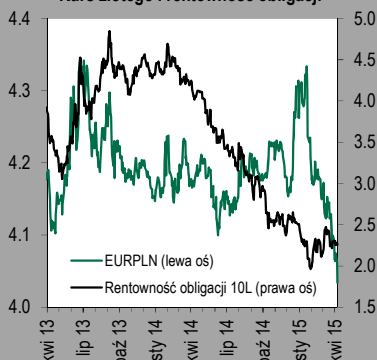
Kwiecień 2015

Gospodarka z napędem 4x4

Wskaźniki aktywności gospodarczej (% r/r)



Kurs złotego i rentowność obligacji



W tym miesiącu:

Gospodarka Polski	2
Pod lupą: rynek mieszkaniowy	4
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

■ W zeszłym miesiącu napisaliśmy, że marzec może być punktem zwrotnym dla oczekiwań dotyczących sytuacji gospodarczej w Polsce, jak i czynników wpływających na rynki finansowe. Sugerowaliśmy, że przed nami seria rewizji w górę prognoz PKB i ciąg dalszy pozytywnego nastawienia do krajowej waluty. Podczas gdy skala aprecjacji złotego przekroczyła nasze oczekiwania (kurs osiągnął poziom 4,0 do euro), zdecydowaliśmy się na podniesienie naszych prognoz PKB na kolejne kwartały (w tym do 4% r/r w IV kw.)

■ Obecnie oczekujemy wzrostu PKB średnio o 3,6% w 2015 r. (wobec poprzedniej prognozy 3,2%). Wygląda na to, że pracują już cztery silniki wzrostu – konsumpcja, inwestycje prywatne, inwestycje publiczne oraz eksport. Rynek pracy jest w rozkwicie, a liczba pracujących (wg BAEL) jest najwyższa w historii (ponad 16 mln) i nadal rośnie w tempie ponad 2% r/r, spójnym z ok. 10% wzrostem nakładów inwestycyjnych. Dodatkowo, inwestycje publiczne również zapewne pokażą przyspieszenie w trakcie roku (z lekkim spowolnieniem dopiero w 2016). Jednocześnie, eksport radzi sobie nadal dobrze i wygląda na to, że spowolnienie z drugiej połowy 2014 r. – wywołane przez szoki zewnętrzne – było stosunkowo niewielkie i krótkotrwałe.

■ Ostatnie tygodnie pokazały dość wyraźnie, że polski rynek stopy procentowej jest obecnie skorelowany bardziej z oczekiwaniami dotyczącymi polityki pieniężnej w USA niż z polskimi danymi czy trwającym skupem obligacji przez EBC. Nie wykluczamy, że dalsze luzowanie polityki pieniężnej w strefie euro wywoła w końcu większy napływ kapitału na polski rynek długu, ale przestrzeń do spadku rentowności nie wydaje nam się szczególnie duża z powodu kilku czynników: (1) poprawiających się perspektyw gospodarczych (w Polsce i za granicą), (2) oczekiwanego odbicia inflacji, (3) czynników ryzyka natury geopolitycznej (Rosja, Grecja) i (4) zbliżającej się podwyżki stóp Fed (prawdopodobnie we wrześniu). Te czynniki mogą pchnąć polskie IRS i rentowności obligacji w górę w średnim terminie.

■ W naszej ocenie, złoty powinien pozostać mocny, w czym pomoże coraz lepsza sytuacja gospodarcza, potencjalny pozytywny wpływ programu QE EBC i deklaracja polskiej RPP o zakończeniu cyklu obniżek stóp procentowych. Sądzymy, że złoty będzie silny, ale trwalszego spadku EURPLN poniżej poziomu 4,0 spodziewamy się dopiero pod koniec roku (co nie wyklucza przejściowych spadków w najbliższym czasie). Obecnie, potencjał do dalszej aprecjacji waluty może być ograniczany przez nadal nierozwiązaną kwestię pomocy dla Grecji, obawy o nasilenie się konfliktu między Rosją a Ukrainą oraz niepewność odnośnie terminu pierwszej podwyżki stóp w USA.

■ Ogólnie, uważamy, że polska gospodarka powinna dość pewnie poruszać się naprzód w tym trudnym i niepewnym globalnym terenie. Głównym czynnikiem ryzyka w tym cyklu jest prawdopodobnie nadmierna aprecjacja złotego, której jednak naszym zdaniem nadal nie doświadczyliśmy. Jeśli jednak EURPLN spadłby dość wyraźnie poniżej 4,0 już w najbliższym czasie i na dłużej, wtedy utrzymanie wzrostu PKB na poziomie 4% byłoby sporym wyzwaniem.

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

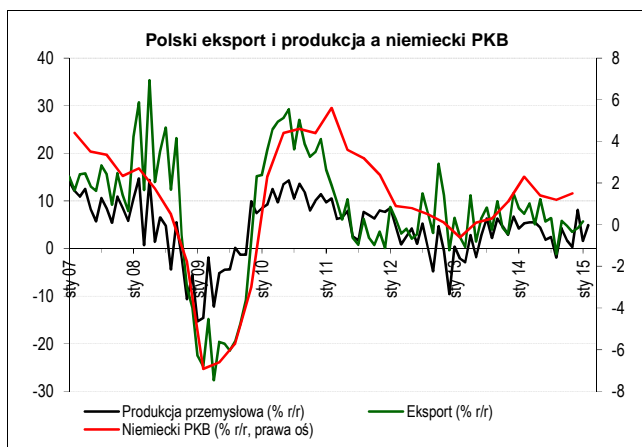
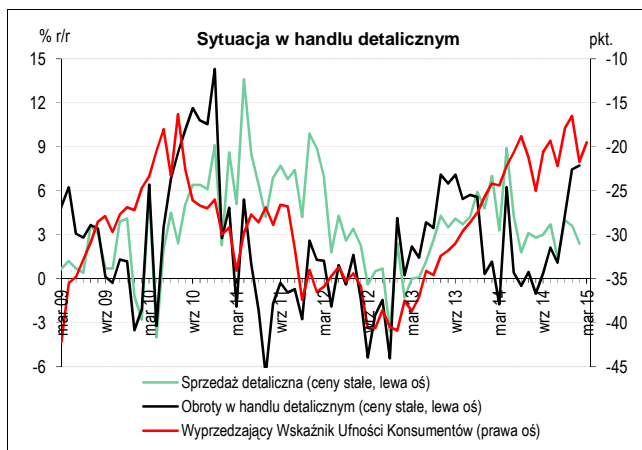
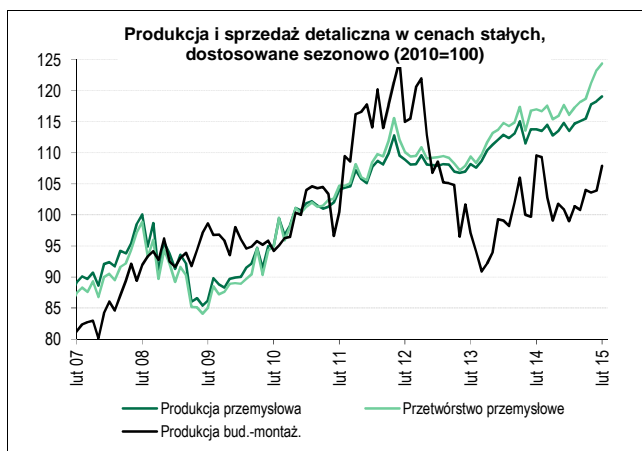
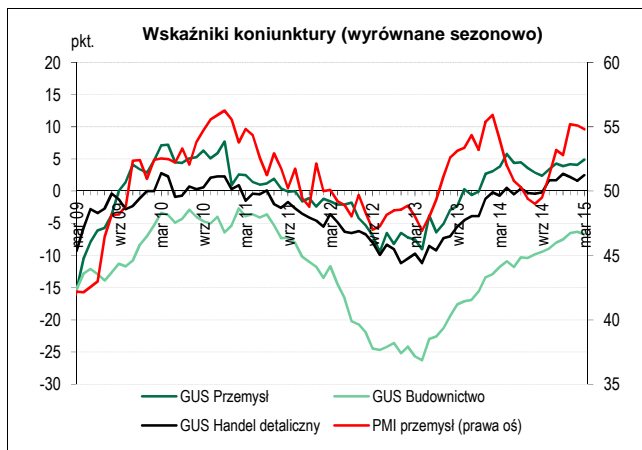
al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40
 email: ekonomia@bzwbk.pl Strona www: skarab.bzwbk.pl
 Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88
 Piotr Bielski 22 534 18 87
 Agnieszka Decewicz 22 534 18 86
 Marcin Luziński 22 534 18 85
 Marcin Sulewski 22 534 18 84

Na rynku finansowym 8 kwietnia 2015 r.:

Stopa depozytowa NBP	0,50	WIBOR 3M	1,65	EURPLN	4,0340
Stopa referencyjna NBP	1,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	1,56	USDPLN	3,7135
Stopa lombardowa NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	1,86	CHFPLN	3,8592

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 08.04.2015 r.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, Eurostat, Markit, BZ WBK

Ożywienie w drodze

W ubiegłym miesiącu pisaliśmy o rosnącym przekonaniu, że trend w gospodarce się odwraca i aktywność ekonomiczna niebawem zacznie rosnąć szybciej. Po kolejnej rundzie publikacji danych miesięcznych widzimy jeszcze więcej argumentów wspierających tę tezę, a pozytywne informacje napływają nie tylko z kraju, ale również z innych gospodarek europejskich. W związku z tym zdecydowaliśmy się na rewizję naszych prognoz, podwyższając przewidywane tempo wzrostu PKB w tym roku z 3,2% do 3,6%.

Większość badań koniunktury potwierdza, że sytuacja gospodarcza w marcu była całkiem niezła. Wprowadzie wskaźnik nastrojów ekonomicznych ESI Komisji Europejskiej oraz PMI dla przemysłu zanotowały lekkie spadki, ale oba indeksy są nadal na relatywnie wysokich poziomach, spójnych z solidnym wzrostem aktywności ekonomicznej. Co ciekawe, badanie PMI wskazało na szybszy wzrost zamówień eksportowych dzięki osłabieniu złotego wobec dolara amerykańskiego, a także rekordowo szybki wzrost liczby miejsc pracy. Badanie koniunktury prowadzone przez GUS wskazało na poprawę nastrojów w większości sektorów gospodarki, z wyjątkiem budownictwa, gdzie zanotowano lekką korektę w marcu.

Solidna produkcja w przemyśle i budownictwie

Produkcja przemysłowa wzrosła w lutym o 4,9% r/r, a produkcja budowlano-montażowa zmniejszyła się o 0,3% r/r. Negatywny wpływ na wynik przemysłu miał spadek produkcji w górnictwie (-11,3% r/r). Tymczasem, w przetwórstwie przemysłowym nastąpił wzrost produkcji o 6,6% r/r. Sezonowo wyrównany indeks poziomu produkcji wskazuje na wyraźne ożywienie w dwóch ostatnich miesiącach, którego źródłem prawdopodobnie jest m.in. ożywienie popytu z Europy Zachodniej. Spadek produkcji w budownictwie wynikał w dużym stopniu z efektu bardzo wysokiej bazy. Wyrównany sezonowo indeks poziomu produkcji zanotował jednak wyraźne odbicie w górę po dwóch miesiącach stagnacji. W sumie, dane o produkcji wyglądają całkiem niezłe, wskazując, że ożywienie jest w drodze.

Sprzedaż detaliczna nie oddaje siły popytu konsumpcyjnego

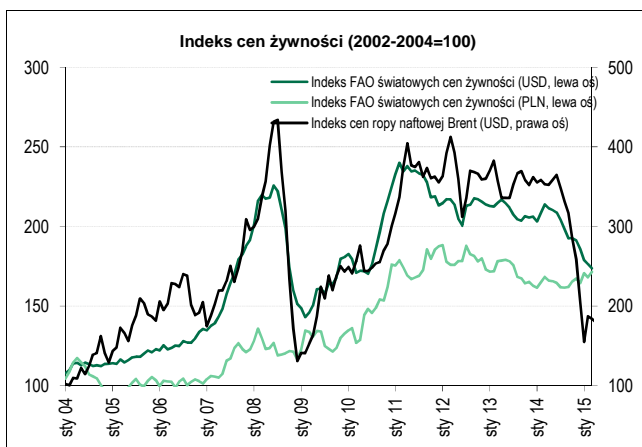
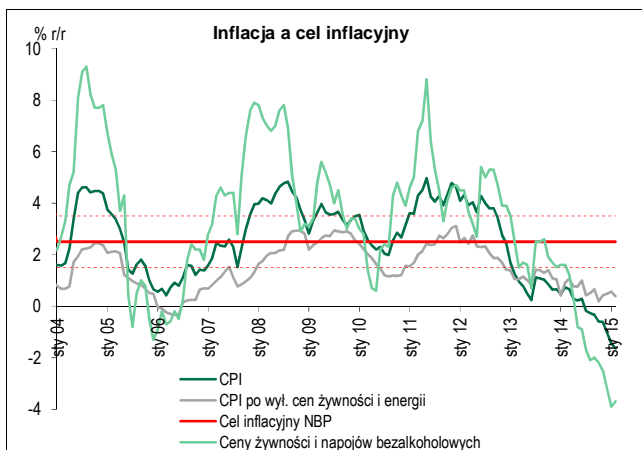
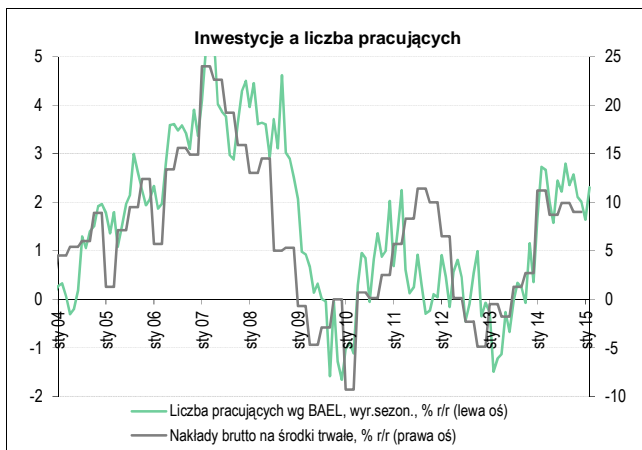
Sprzedaż detaliczna w cenach stałych wzrosła w marcu o 2,4% r/r, lekko rozczarowując. Słabszy wzrost zanotowano w większości działów, a największe spowolnienie nastąpiło w sprzedaży odzieży i obuwnia oraz pozostałej sprzedaży w sklepach niewyspecjalizowanych. Nominalna wartość sprzedaży spadła o 1,3% r/r za sprawą pogłębienia spadku cen (-3,6% r/r). Na pierwszy rzut oka dane o sprzedaży z pewnością nie zachwycają, ale mamy wątpliwości, czy dobrze oddają to, co faktycznie dzieje się z popytem konsumentów.

Dane o sprzedaży detalicznej obejmują tylko sklepy zatrudniające ponad 9 osób, co eliminuje z badania znaczną część małego biznesu. Tymczasem, dane o obrotach w handlu detalicznym (uwzględniające również małe sklepy ale pomijające sprzedaż aut) pokazały wzrost w lutym o 7,7% r/r (najwyżej od grudnia 2010) po wzroście o 7,5% w styczniu. Wydaje się, że za wyjaśnienie znacznej części rozbieżności pomiędzy tymi wskaźnikami odpowiada sprzedaż żywności w małych sklepach. Dodatkowym źródłem różnic może być sprzedaż online (rosnąca niemal 50% r/r), ponieważ wiele sklepów internetowych to zapewne zbyt małe podmioty, aby obejmowały je dane nt. sprzedaży detalicznej. Warto zwrócić uwagę, że od początku 2014 r. dynamika sprzedaży detalicznej nie jest dobrym prognostykiem wzrostu konsumpcji prywatnej. W sytuacji, gdy spada bezrobocie, rosną dochody gospodarstw domowych, poprawiają się nastroje społeczne, maleją stopy procentowe i ceny energii, osłabienie popytu konsumpcyjnego byłoby bardzo dziwne.

Popyt zewnątrz również się poprawia

Eksport zaskoczył w styczniu, rosnąc o 5,7% r/r. Dobry wynik to zapewne efekt ożywienia w strefie euro. Szczegółowe dane o handlu zagranicznym wskazują, że w ostatnich miesiącach polski eksport do głównych odbiorców z UE przyspiesza. Poprawa prognoz dla strefy euro pozwala nam oczekiwać dalszego przyspieszenia eksportu.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, FAO, Eurostat, Markit, BZ WBK

Bezrobocie zbliża się do rekordowo niskiego poziomu

▪ Wszystko wskazuje na to, że pozytywne trendy na krajowym rynku pracy obserwowane w ostatnich miesiącach nie straciły na sile, a wręcz przeciwnie – wzmocniły się. O ile przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w lutym „tylko” o 1,2% r/r (tyle co w styczniu i nieznacznie poniżej oczekiwań), dane BAEL wskazują, że liczba pracujących rośnie ponad 2% r/r. Jest to spójne z dynamiką inwestycji bliską 10% r/r. Co więcej, większość wskaźników koniunktury wskazuje, że przedsiębiorcy są wciąż optymistyczni co do perspektyw zatrudnienia. Raport PMI pokazał, że tempo tworzenia nowych miejsc pracy w marcu przyspieszyło czwarty miesiąc z rzędu, wyrównując rekord ze stycznia 2014 r.

▪ W konsekwencji wyrównane sezonowo bezrobocie spada dość szybko. Stopa bezrobocia wg BAEL obniżyła się w lutym do 7,8%, najniżej od kwietnia 2009 r. Wg naszych prognoz, jeśli tempo kreacji miejsc pracy utrzyma się na obecnym poziomie w nadchodzących kwartałach (co wydaje się prawdopodobne, zakładając silny popyt inwestycyjny), stopa bezrobocia wg BAEL powinna spaść o kolejny punkt procentowy do końca tego roku, do najniższego poziomu w historii, tj. 6,8%.

▪ Silny wzrost zatrudnienia i bezrobocie zmierzające w kierunku historycznego minimum powinny przyczynić się do przyspieszenia wzrostu płac. W lutym, przeciętne wynagrodzenie w sektorze przedsiębiorstw spowolniło do 3,2% r/r, głównie w wyniku niższych premii w górnictwie (w związku z trudną sytuacją finansową niektóre spółki zdecydowały, że płatność 14 pensji nastąpi w dwóch ratach, z czego druga będzie płacona we wrześniu). Wzrost płac w pozostałych sektorach utrzymał się na solidnym poziomie, głównie w usługach (handel i naprawa pojazdów samochodowych: 5,4% r/r, pozostałe: 6,8% r/r). Te tendencje będą miały pozytywny wpływ na popyt konsumentów i na wzrost gospodarczy w tym roku.

Inflacja sięgnęła dna

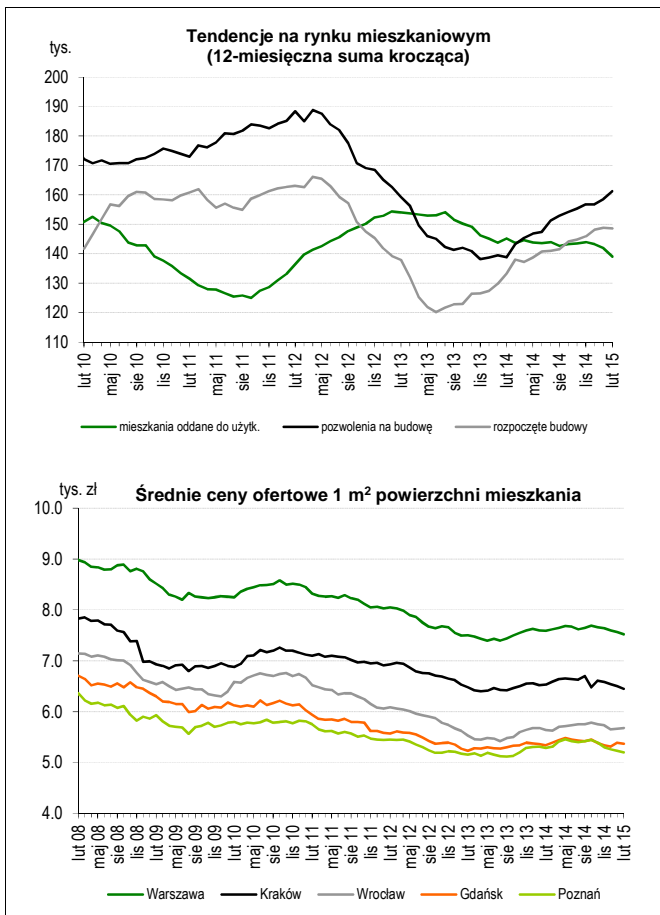
▪ Inflacja CPI obniżyła się w lutym do -1,6% r/r, ustanawiając najniższy poziom w historii po 1989 r., i – w naszej ocenie – dno deflacji. Najbliższe miesiące przyniosą najprawdopodobniej odwrócenie trendu m.in. ze względu na wyhamowanie spadku cen paliw (od dołka z początku lutego ceny paliw na stacjach benzynowych wzrosły wg naszych szacunków o ok. 9%), silny popyt krajowy, który wywiera presję na ceny usług, a także efekt bardzo niskiej bazy w cenach żywności, który powinien pchać w górę roczną dynamikę CPI.

▪ Sytuacja na rynku żywności jest interesująca – dolarowy indeks cen żywności publikowany przez Organizację Żywności ONZ (FAO) obniża się, a biorąc pod uwagę jego silną korelację z cenami ropy, wydaje się, że wciąż jest miejsce na jego dalszy spadek. Jednak indeks cen FAO po przeliczeniu na złote rośnie od ubiegłego lata w wyniku znacznego wzrostu kursu USD/PLN. Dlatego sądzimy, że trend spadkowy cen żywności w Polsce, obserwowany od kilku kwartałów, może wyhamować, a ceny żywności nie będą już ciągnęły stopy inflacji w dół.

▪ Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii obniżyła się w lutym do 0,4% r/r po wzroście do 0,6% r/r w styczniu. Sądzimy, że inflacja CPI i inflacja bazowa powinny stopniowo rosnąć w nadchodzących miesiącach. Spodziewamy się, że inflacja CPI pozostanie poniżej zera aż do IV kwartału br. i osiągnie poziom 0,7% r/r na koniec roku.

▪ GUS opublikował nową strukturę wag w koszyku CPI. Wzrósł udział wydatków na restauracje i hotele, odzież i obuwie oraz wyposażenie mieszkania. Spadł natomiast udział wydatków na użytkowanie mieszkania i nośniki energii, żywność oraz transport. Wpływ netto zmiany wag na oczekiwaną przez nas ścieżkę inflacji w br. jest jednak pomijalny.

Pod lupą: rynek mieszkaniowy



Ożywienie na rynku mieszkaniowym w dużych miastach

- Rok 2014 przyniósł ożywienie na rynku mieszkaniowym w dużych miastach, podczas gdy w pozostałej części kraju panowała stagnacja. Łączna podaż nowych mieszkań w 2014 r. nie była wysoka i wyniosła 143,2 tys. wobec 145,1 tys. w 2013 (-1,3% r/r) wg danych GUS. Odbicie jest jednak widoczne w liczbie pozwoleń na budowę i rozpoczętych budów, co zapewne przełoży się na większą liczbę gotowych mieszkań w nadchodzących kwartałach. Dla porównania, dane z największych miast wg REAS pokazały wzrost podaży o 50% r/r i sprzedaży o 20% r/r w 2014 r.
- Wyższa podaż przełożyła się na obniżkę cen – według BIS ceny nowych mieszkań obniżyły się w IV kw. 2014 r. o 2,2% r/r w dużych miastach i o 4,9% r/r w Warszawie. Jednocześnie, ceny w mniejszych miastach były względnie stabilne.
- Popyt w dużych miastach również był silny, między innymi dzięki programowi MdM, który zwiększył liczbę potencjalnych kupców, a niektórzy nawet opóźniali zawarcie transakcji do I kw. 2014, aby skorzystać z tego programu. Niskie stopy procentowe również stanowiły wsparcie dla popytu, choć wzrost kredytów mieszkaniowych pozostał względnie stabilny.
- Jeśli chodzi o perspektywę rynku mieszkaniowego, to spodziewamy się poprawy podaży w całym kraju wobec wzrostu liczby pozwoleń na budowę i rozpoczętych budów. Popyt będzie wspierany przez dobrą sytuację rynku pracy, solidny wzrost realnych płac, niskie stopy procentowe i program MdM. Jednak zacieśnienie kryteriów kredytowych (wzrost minimalnego wkładu własnego do 10% z 5% od początku 2015 r.) może potencjalnie być przeszkodą dla rynku. Z drugiej strony, ten efekt może być neutralizowany przez rosnący popyt na mieszkania ze strony kupców z zasobami wolnej gotówki (wobec niskich stóp procentowych). W sumie, spodziewamy się spadku lub stabilizacji cen mieszkań w nadchodzących kwartałach.

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejszy fragment komunikatu RPP po marcowym posiedzeniu

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

Najważniejsze fragmenty z opisu dyskusji na posiedzeniu decyzyjnym RPP w dniu 4 marca br.

[Większość członków Rady] wskazywała, że od poprzedniego posiedzenia zmniejszyła się zmienność na rynkach finansowych, w tym na rynku walutowym. Podkreślali oni, że wyniki marcowej projekcji inflacji i PKB potwierdziły ocenę, że dotychczasowy poziom stóp procentowych jest zbyt wysoki, by wspierać powrót inflacji do celu w nadchodzących latach. Wskazywali oni bowiem, że w świetle projekcji marcowej, przy założeniu niezmiennych stóp procentowych, inflacja nie wróci do celu, a luka popytowa pozostanie ujemna w horyzoncie tej projekcji. Zwracali także uwagę na wzrost dysparytetu stóp procentowych w stosunku do najbliższego otoczenia Polski, co może oddziaływać w kierunku wzrostu napływu kapitału zagranicznego i aprecjacji złotego, która dodatkowo pogłębiałaby deflację i opóźniałaby powrót inflacji do celu.

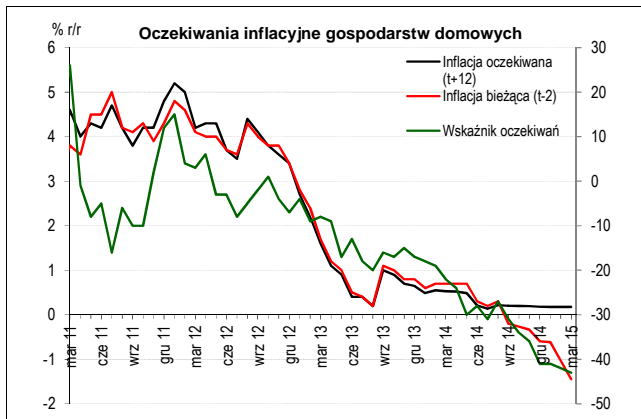
Dyskutując na temat skali obniżenia stóp i ich docelowego poziomu w obecnym cyklu, większość członków Rady oceniła, że stopy procentowe powinny zostać dostosowane jednorazowo, tak by skala obniżki była istotna, co oddziaływałoby też w kierunku zmniejszenia niepewności co do przyszłej polityki pieniężnej. W tym kontekście członkowie ci byli także zdania, że **jednorazowej znacznej obniżce stóp procentowych powinno towarzyszyć stwierdzenie, że taka decyzja stanowi zakończenie obecnego cyklu łagodzenia polityki pieniężnej. W ocenie większości członków Rady takie stwierdzenie nie uniemożliwiłoby dostosowania stóp procentowych w razie wystąpienia nieoczekiwanych silnych wstrząsów w polskiej gospodarce lub jej otoczeniu.**

Źródła: GUS, NBP, REAS, BIS, BZ WBK

Zakończenie cyklu obniżek stóp (oczywiście!) warunkowe

- Po marcowym posiedzeniu RPP, na którym Rada obniżyła stopy procentowe o 50 pb i zakończyła cykl łagodzenia polityki monetarnej, pojawiło się wiele komentarzy sugerujących, że komunikat RPP był zbyt kategoryczny, a zmiana warunków gospodarczych może wymusić wznowienie cyklu obniżek stóp procentowych. W naszej ocenie komunikat opublikowany zaraz po posiedzeniu RPP był faktycznie jednoznaczny, pozostawiając niewiele miejsca do (nad)interpretacji. Niemniej jednak było dla nas oczywiste, że oświadczenie o zakończeniu cyklu obniżek stóp jest warunkowe, uzależnione od rozwoju sytuacji gospodarczej. W związku z tym Rada nie „związała” sobie rąk w jakikolwiek sposób.
- Opis dyskusji z marcowego posiedzenia RPP potwierdził ten pogląd. Jak wiemy, większość członków RPP (sądzimy, że więcej niż pięciu i decydujący głos Prezesa nie był konieczny) opowiedziało się za jednorazową, znaczącą obniżką stóp i była też zgodna, że decyzji powinno towarzyszyć stwierdzenie o zakończeniu cyklu łagodzenia polityki monetarnej. Jednak to nie zamyka drzwi do dalszych dostosowań stóp – większość członków RPP jest zdania, że w razie wystąpienia nieoczekiwanych silnych wstrząsów w polskiej gospodarce lub jej otoczeniu Rada powinna zareagować. Jak to wyraziła RPP, takie wstrząsy są nieoczekiwane, więc trudno się spodziewać listy czynników, które mogłyby skłonić RPP do wznowienia cyklu łagodzenia polityki monetarnej. Dodatkowo, Rada jest prawdopodobnie podzielona w tej kwestii, a w związku z tym członkowie Rady podawaliby różne czynniki, które są dla nich istotne. Na kolejnej stronie staramy się wskazać potencjalne czynniki ryzyka w oparciu o ostatnie wypowiedzi członków RPP (w tym Prezesa).

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



Oczekiwania inflacyjne (muszą być?) powyżej zera

- Wskaźnik oczekiwań inflacyjnych NBP utrzymuje się na stabilnym poziomie (0,2% r/r) od sierpnia 2014 r.
- Dzieje się tak pomimo faktu, że wyraźnie obniżyły się dwa czynniki wpływające na tę miarę, tj. 12-miesięczny wskaźnik CPI i „wskaźnik oczekiwań”, który liczbowo wyraża oczekiwania gospodarstw domowych czy ceny wzrosną czy spadną – patrz wykres.
- Jedynym wyjaśnieniem tego zjawiska jest notka opublikowana na stronach NBP 6 miesięcy temu: „W okresach niedodatniej inflacji bieżącej pomiar oczekiwanej inflacji cechuje się większą niepewnością, a jego wyniki należy traktować jako przybliżone”. Nie uważamy, by to zdanie rzucało dużo światła na to zagadnienie i naszym zdaniem sugeruje ono, że bank centralny ma opory przed pokazaniem ujemnych oczekiwań inflacyjnych.



Rzońca (1,12)

Winięcki (1,11)

Kaźmierczak (1,10)

Głapiński (1,08)

Hausner (1,06)

Belka (0,88)

Zielińska-Głębocka (0,84)

Chojna-Duch (0,83)

Osiatyński (0,35)

Bratkowski (0,26)



Indeks przyjmuje wartości od 0 do 2. Za głosowanie zgodne z podjętą decyzją przyznawany jest 1 pkt., za głosowanie za bardziej jęstrzebią decyzją niż podjęta przyznawane są 2 pkt., a za głosowanie za mniej jęstrzebią 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

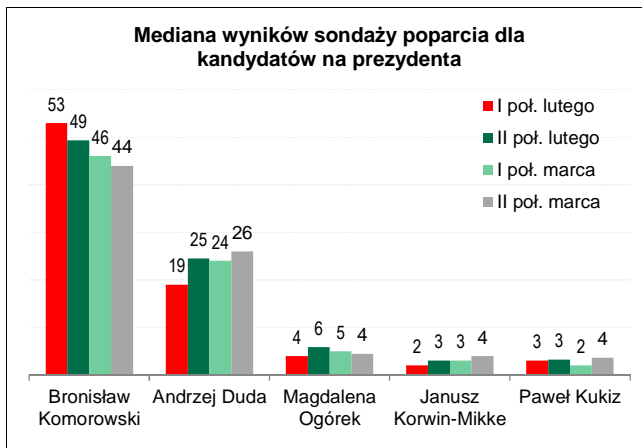
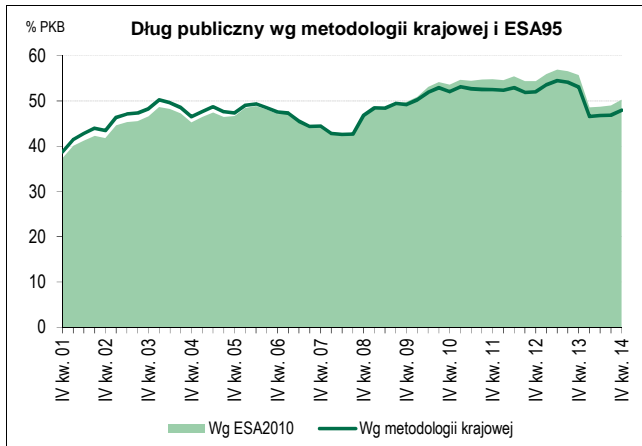
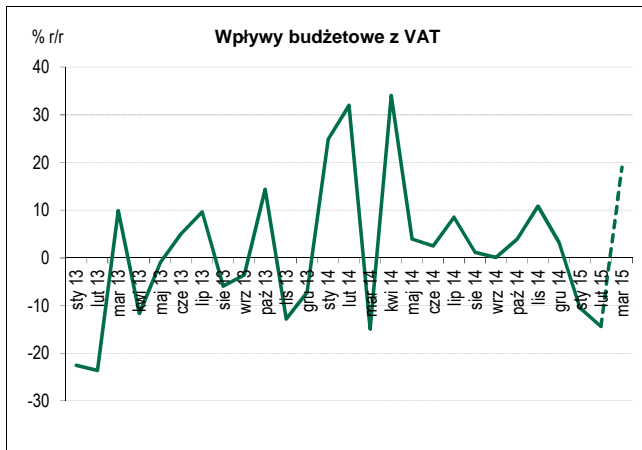
Jakie czynniki mogą skłonić Radę do obniżek?

Jak napisaliśmy na poprzedniej stronie, marcowe stanowisko Rady (o końcu cyklu łagodzenia polityki pieniężnej) było warunkowe, uzależnione od dalszego rozwoju sytuacji. Minutes z marcowego posiedzenia Rady były w tej kwestii jednoznaczne. Naszym zdaniem istnieje kilka czynników, które – o ile będą wystarczająco silne – mogą wznowić w Radzie dyskusję na temat zmiany parametrów polityki pieniężnej. Po pierwsze jest to nadmierna i deflacyjna aprecjacja złotego. Po drugie, spowolnienie wzrostu gospodarczego, które może wpłynąć na ścieżkę inflacji (naszym zdaniem nie jest to bardzo prawdopodobne, jako że właśnie podnieśliśmy prognozowane tempo wzrostu gospodarczego). I po trzecie, import niskiej inflacji lub deflacji z zagranicy, nie jako skutek zmian kursu walutowego, ale pod wpływem szoków podaźowych albo kontynuacji trendów deflacyjnych w strefie euro (nieefektywność QE, połączona z niepewnymżywieniem w Europie).

Czy ostatnia aprecjacja złotego jest dla RPP problemem?

Zmiany kursu walutowego umieściliśmy na pierwszym miejscu nie dlatego, że RPP ma jakąś specyficzną funkcję reakcji na zmiany na rynku walutowym (i nie celuje w jakiś konkretny poziom kursu), ale raczej dlatego że wpływ zmian kursu złotego ma relatywnie szybkie przełożenie na inflację. Mimo że złoty jest walutą procykliczną, to ostatnio zmienność kursu była podyktowana przede wszystkim czynnikami zewnętrznymi. Ma to szczególne znaczenie w sytuacji gdy inne banki centralne próbują wesprzeć swoje gospodarki poprzez kanał kursowy (np. strefa euro, Skandynawia, Czechy). A zatem pytanie brzmi: do jakiego stopnia bank centralny małej otwartej gospodarki może prowadzić niezależną politykę pieniężną? Można narzekać, że polityka innych banków centralnych jest zbyt agresywna, ale dopóki ma ona wpływ na krajową gospodarkę, to może też mieć wpływ na krajową politykę pieniężną. Zwrócił na to uwagę jeden z najbardziej gołębiich członków RPP, Jerzy Osiatyński, który powiedział, że Rada może ponownie obniżyć stopy procentowe jeśli złoty podda się wpływowi globalnych „wojen walutowych”. Teoretycznie można sobie nawet wyobrazić scenariusz obniżki stóp w Polsce do zera i ustanowienia sztywnej „podłogi” dla kursu walutowego (jak w Czechach). Jednakże, naszym zdaniem taki rozwój sytuacji jest zapewne niewyobrażalny dla niektórych członków Rady (dla tych, którzy już przy obniżeniu stóp do 2% czuli się jakby osiągnęli *zero lower bound*). W każdym razie, mediana poglądów w Radzie została naszym zdaniem dobrze zaprezentowana przez prezesa NBP Marka Belkę. W wywiadzie dla Bloomberg (z 23 marca) powiedział on, że złoty trzyma się nieźle i o ile członkowie Rady nie są pewni co do trwałości tego zjawiska, to nie panikują. Jednocześnie zaprezentował swój pesymistyczny scenariusz (naszym zdaniem mało prawdopodobny), w którym mocny trend spadkowy kursu staje się niebezpiecznym dla gospodarki, co może skutkować długotrwałą deflacją, negatywną spiralą płacowo-cenową, duszącą popyt i wzrost gospodarczy. W innym wywiadzie Marek Belka starał się zmniejszyć ryzyko takiego scenariusza. Ogólnie uważamy, że złoty musiałby się znacząco umocnić (tzn. bardziej niż dotychczas) by zmusić bank centralny do działania. A zatem, nie spodziewamy się dalszych obniżek stóp w naszym scenariuszu bazowym i wierzymy, że znaczący spadek stawek FRA jest nadmierny.

Pod lupą: polityka fiskalna



	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	8.04	zmiana od 11.03.15	zmiana od 31.12.14	8.04	zmiana od 11.03.15	zmiana od 31.12.14
Polska	208	-15	11	60	0	-11
Czechy	27	-5	7	48	0	-7
Węgry	314	-24	-1	132	0	-46
Grecja	1143	89	237	219	11	40
Hiszpania	103	6	-5	73	1	-13
Irlandia	56	5	-15	45	0	-7
Portugalia	147	3	-68	119	12	-82
Włochy	104	-37	-31	94	4	-45
Francja	28	7	0	35	0	-11
Niemcy				15	0	-3

Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, GUS, BZ WBK

Deficyt zgodnie z planem, ale VAT rozczarował

Deficyt budżetowy po lutym wyniósł 11,3 mld zł, zgodnie z harmonogramem, ale przy przychodach i wydatkach niższych od planu. Przychody z VAT wyniosły 22,3 mld zł i obniżyły się o 12% r/r, co wzbudziło obawy o realizację całorocznego celu na poziomie 135 mld zł (wzrost o 15% wobec 2014 r.).

Dochody z VAT są obciążone pewnym ryzykiem w dół, biorąc pod uwagę założenia budżetowe odnośnie inflacji w 2015 r. (CPI +1,2%, wobec naszej obecnej prognozy -0,7%). Ta różnica może sugerować 2% ubytek dochodów w VAT czyli znacznie mniej niż lutowe 12%. Naszym zdaniem nie należy się nadmiernie martwić o tegoroczne wpływy z VAT, ponieważ w styczniu i lutym były one pod wpływem efektów statystycznych. Po pierwsze, na początku 2014 r. zmieniono regulacje podatkowe, co zwiększyło wpływy na początku roku i zapewniło wysoką bazę statystyczną. Po drugie, na początku 2015 r. także zmieniono przepisy, co pozwoliło importerom zapłacić VAT później niż dotychczas. To mogło wpłynąć na przesunięcie znacznej części płatności. Nieoficjalne informacje mówią o wzroście dochodów z VAT o 19% r/r w marcu i to zdaje się potwierdzać naszą interpretację.

Deficyt finansów publicznych w 2014 nieco powyżej 3% PKB

17 kwietnia poznamy dane o deficycie finansów publicznych w 2014 r. W połowie marca minister Mateusz Szczurek zasugerował, że deficyt może być bliższy 3,6% niż 3,3% PKB. Dwa tygodnie później powiedział coś odwrotnego: 3,3% jest bardziej prawdopodobne niż 3,6%, a wg ostatnich przecieków medialnych deficyt wyniósł 3,2% PKB.

Spodziewamy się obniżenia deficytu finansów publicznych do 2,9% PKB w 2015 r. i wyjścia z procedury nadmiernego deficytu w 2016 r.

Dług publiczny niższy dzięki reformie emerytalnej

Dług publiczny (w definicji krajowej) wyniósł na koniec 2014 r. 827 mld zł lub 47,9% PKB wobec 53,1% na koniec 2013 r. Dług finansów publicznych (w definicji Eurostatu) wyniósł 866,5 mld zł, czyli 50,2% PKB wobec 55,7% w 2013 r. Ten spadek wynikał przede wszystkim z transferu obligacji z OFE do Skarbu Państwa, co odjęło ok. 8 punktów procentowych z długu. Spodziewamy się wzrostu długu finansów publicznych nieco powyżej 51% PKB w 2015 r. a potem spadku pod wpływem bardziej restrykcyjnej polityki fiskalnej.

Wybory prezydenckie: jeden lider, jeden pretendent i reszta

11 kandydatów na prezydenta zostało oficjalnie zarejestrowanych przez PKW. Sondaże wskazują, że dwóch z nich – urzędujący prezydent Bronisław Komorowski i Andrzej Duda, kandydat PiS – mają bardzo dużą przewagę poparcia nad resztą. Wybory prezydenckie są ważne m.in. w kontekście polityki pieniężnej, gdyż prezydent nominuje prezesa NBP oraz 3 z 9 członków RPP (kadencja dwóch z nich wygasa na początku 2016 r.). Jerzy Osiatyński, jeden z najbardziej gołębih członków, został wybrany właśnie przez Komorowskiego, więc jego zwycięstwo może wiązać się z luźniejszą polityką pieniężną.

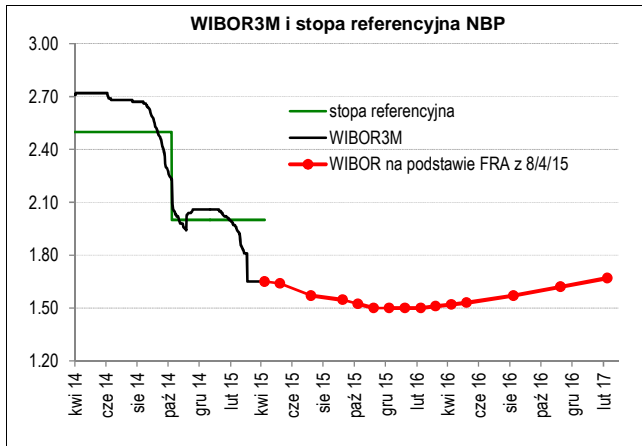
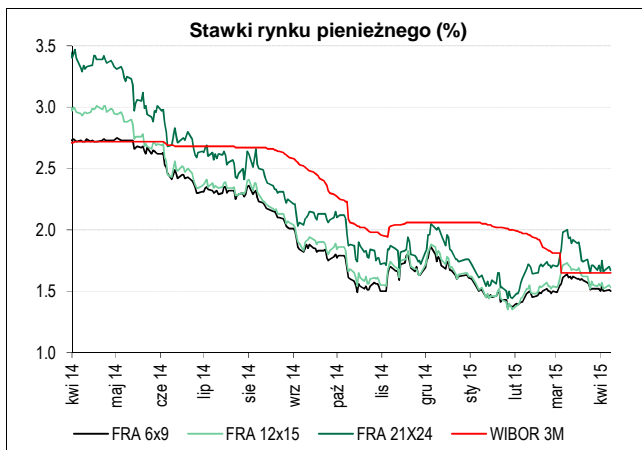
Komorowski prowadzi, ale ostatnio stracił nieco głosów na korzyść Dudy, a wyścig trwa jeszcze ponad miesiąc, jako że pierwsza runda jest zaplanowana na 10 maja, druga (o ile będzie) na 24 maja.

Grecja i mocne dane niwelują wpływ EBC

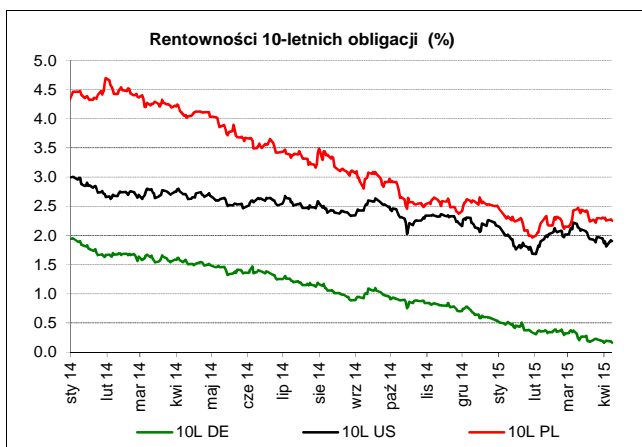
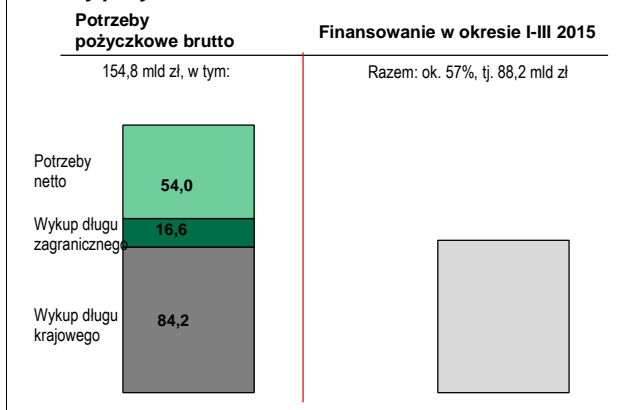
Powszechnie oczekiwanym skutkiem łagodzenia ilościowego EBC była hossa na europejskim rynku długu. Najbardziej skorzystał dług niemiecki a rentowności spadły do najniższego poziomu w historii. Tymczasem inne obligacje, które umocniły się znacząco w oczekiwaniu na start QE, doświadczyły korekty albo zatrzymania spadkowego trendu rentowności.

Pierwsze tygodnie QE pokazały, że nawet znaczący dopływ gotówki do systemu finansowego nie jest w stanie podtrzymać spadkowego trendu rentowności, gdy czynniki ryzyka są wciąż obecne. Kwestia Grecji wciąż pozostaje nierozwiązana i to może ograniczać zyski europejskiego długu z tytułu QE. Ponadto, lepsze dane makro mogą zachęcić inwestorów do poszukiwania aktywów o wyższej stopie zysku.

Rynek stopy procentowej



Potrzeby pożyczkowe brutto i ich finansowanie w 2015 r.



Źródła: Reuters, Bloomberg, MF, BZ WBK

Inwestorzy widzą możliwość dalszych obniżek stóp

▪ Marcowa decyzja RPP o obniżeniu stóp o 50 pb i zakończeniu cyklu łagodzenia polityki monetarnej miała znaczący wpływ na stawki rynku pieniężnego. WIBORY spadły o 11-22 pb, najmocniej na krótkim końcu. Nastąpił tym samym powrót krzywej do normalnego kształtu; miesięczna stawka wynosi 1,63%, a 12-miesięczna 1,68%.

▪ Stawki FRA w pierwszej reakcji na decyzję RPP wzrosły znacząco, w tym FRA21x24 osiągnęła tymczasowo 2%, najwyższy poziom od połowy grudnia 2014 r. Jednak poprawa nastrojów na rynku IRS i walutowym przyczyniła się do spadku stawek FRA na długie terminy (15x18, 18x21, 21x24) o ponad 20 pb. W efekcie o ile rynek w połowie marca wycenił podwyżkę stóp w perspektywie 18 miesięcy, to obecnie widzi rosnące szanse na dodatkową obniżkę stóp do końca roku.

▪ Spodziewamy się stabilizacji stawek WIBOR blisko bieżących poziomów w najbliższych miesiącach. Jednak rynek FRA pozostanie bardziej wrażliwy na zmiany na rynku walutowym, zwłaszcza po tym jak prezes NBP Marek Belka zasignalizował, że znacząca aprecjacja złotego może być problemem dla gospodarki. Ruch kursu musiałby być jednak naszym zdaniem znacznie silniejszy niż ostatnio, aby skłonić RPP do działania, dlatego w scenariuszu bazowym nadal nie spodziewamy się kolejnych obniżek stóp. W związku z tym uważamy, że znaczące spadki stawek FRA są nieuzasadnione. Co więcej, dane makro potwierdzające kontynuację ożywienia krajowej gospodarki mogą dać impuls do korekty na rynku FRA w najbliższych tygodniach.

Mieszane nastroje na rynku obligacji i IRS

▪ W marcu nastroje na krajowym rynku stopy procentowej były mieszane. W pierwszej połowie miesiąca odnotowano dość znaczące wzrosty po tym jak RPP zadeklarowała koniec cyklu obniżek stóp. Jednak relatywnie gołębi wydzwięk komunikatu FOMC po marcowym posiedzeniu (korekta w dół oczekiwań odnośnie skali i tempa podwyżek stóp w USA) i dobre wyniki aukcji krajowego długu pomogły rynkowi odreagować w kolejnych tygodniach. Mimo to rentowności na środku i długim końcu krzywych wzrosły w skali miesiąca (średnio o ok. 10 pb), powodując rozszerzenie spreadów 2-10L. Wzrosła też premia za ryzyko o czym świadczy wzrost spreadu wobec niemieckich obligacji powyżej 200 pb dla sektora 10L (w marcu spread ten osiągnął tegoroczne maksimum na 225 pb, najwyższej od sierpnia 2014 r.).

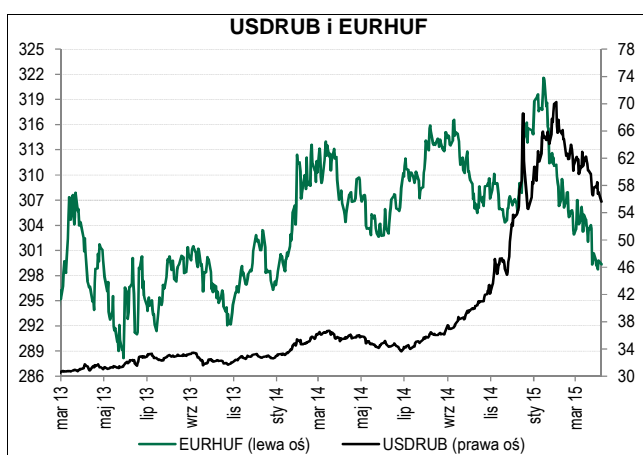
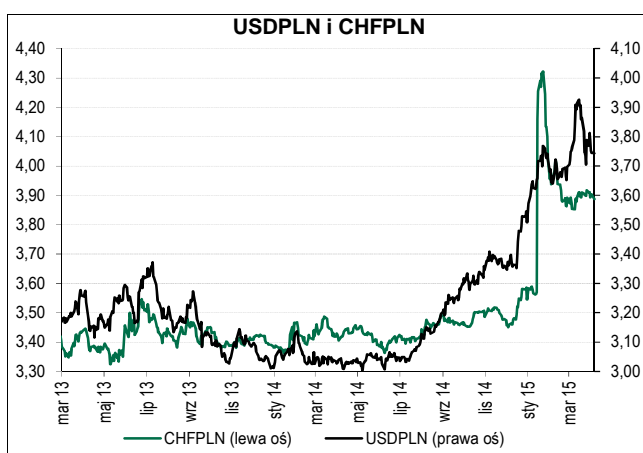
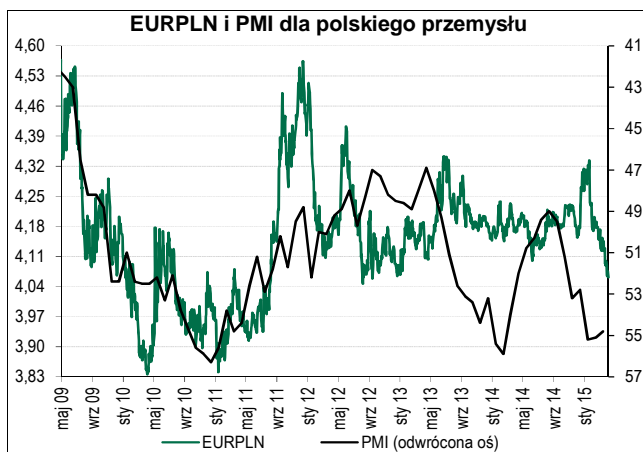
▪ Ministerstwo Finansów z sukcesem plasowało emisje długu tak na rynku krajowym, jak i zagranicznym. Na koniec marca po raz pierwszy od ponad roku sprzedano 12-letnie euroobligacje o wartości 1 mld € z rekordowo niską rentownością 1,022% (tj. 35 pb powyżej średniej swap). Po tej emisji tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto są już sfinansowane w 57%.

Czynniki zewnętrzne kluczowe dla krajowych aktywów

▪ Ostatnie tygodnie wyraźnie pokazały, że wycena krajowych krzywych jest bardziej zależna od perspektyw polityki monetarnej Fed niż od europejskiego programu QE czy też krajowych danych. O ile nie ma wątpliwości, że kolejnym krokiem FOMC będzie podwyżka stóp, to wciąż nie ma pewności co do terminu rozpoczęcia cyklu zacieśniania polityki monetarnej, dlatego też rentowności zmieniają się pod wpływem danych (czy też komentarzy przedstawicieli FOMC). Sądzymy, że Fed rozpocznie podwyżki stóp we wrześniu, a do tego czasu długi koniec krzywych będzie wrażliwy na napływające dane makro z USA. Sądzymy, że potwierdzenie scenariusza stabilnego wzrostu gospodarczego w USA i dalszej poprawy na rynku pracy mogą powodować wzrost rentowności i stawek IRS na długim końcu. Krótki koniec krzywych jest dobrze zakotwiczone oczekiwaniami na stabilne stopy i kontynuacją deflacji.

▪ Krajowe dane potwierdzające kontynuację ożywienia gospodarczego (nasza prognoza marcowej dynamiki produkcji jest jedną z najwyższych na rynku) mogą również ciężać wycenę krajowych krzywych, zwiększając zmienność na rynku w krótkim terminie.

Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Złoty wsparty przez banki centralne

▪ EURPLN kontynuował impuls spadkowy zainicjowany w styczniu po ogłoszeniu przez EBC rozszerzenia programu skupu aktywów. Na korzyść złotego działała też deklaracja RPP o zakończeniu cyklu cięć stóp po marcowej obniżce o 50 pb i mniej jastrzębi od oczekiwań wydzwięk posiedzenia FOMC. Decyzje i sygnały z banków centralnych pchnęły EURPLN to 4,0, najniżej od lipca 2011.

▪ Sądzymy, że złoty pozostanie mocny. Po pierwsze, nie powinna już na nim ciążyć perspektywa dalszych obniżek stóp w Polsce. Po drugie, nawet po marcowym cięciu o 50 pb, realne stopy w kraju są jednymi z najwyższych na rynkach wschodzących. W połączeniu z luźną polityką pieniężną w strefie euro może to wywołać napływ kapitału na polski rynek długu i wesprzeć złotego. Nie stało się to jeszcze w pierwszych tygodniach QE i polskie obligacje pozostają w tyle za rynkami długu strefy euro. Sądzymy jednak, że kiedy rentowności za granicą jeszcze spadną, zbliżając się do zera lub spadając nawet poniżej, inwestorzy będą poszukiwać alternatywnych rynków i wycena polskiego długu może być atrakcyjna na kapitału portfelowego. Co więcej, perspektywy gospodarcze poprawiają się i w naszej ocenie kolejne dane potwierdzą optymistyczne oczekiwania opierające się na silnym popycie krajowym i zagranicznym. Poza tym, ostatni komunikat FOMC i rozczarowujące miesięczne dane z rynku pracy USA sugerują, że zacieśnienie polityki pieniężnej przez Fed nastąpi raczej później niż wcześniej, co powinno być korzystne dla walut z rynków wschodzących.

▪ Powyższe okoliczności i większa niż się spodziewaliśmy aprecjacja złotego w ostatnich tygodniach skłoniła nas do dalszej rewizji prognoz kursu EURPLN. Obecnie oczekujemy szybszej aprecjacji złotego w kolejnych miesiącach 2015 (szczegóły w tabeli na str. 12). Naszym zdaniem waluta pozostanie silna, ale potencjał do dalszych zysków może być ograniczony przez nierozwiązaną kwestię Grecji i obawy o możliwe zaostrzenie konfliktu między Rosją i Ukrainą. Jednocześnie, z punktu widzenia analizy technicznej, nawet jeśli EURPLN wzrósłby do 4,10, to nadal będzie obowiązywał trend spadkowy.

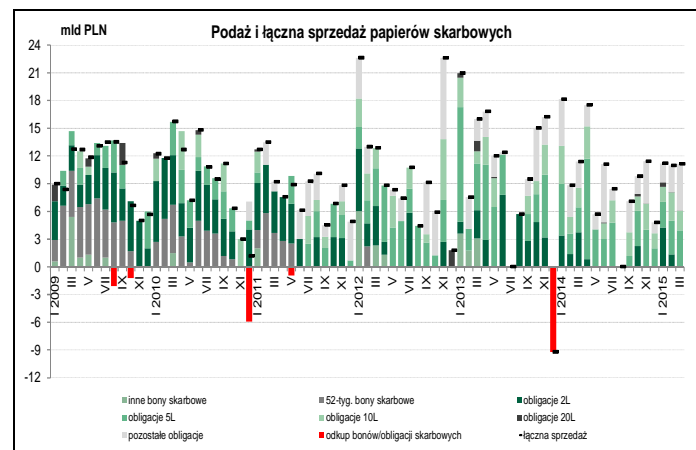
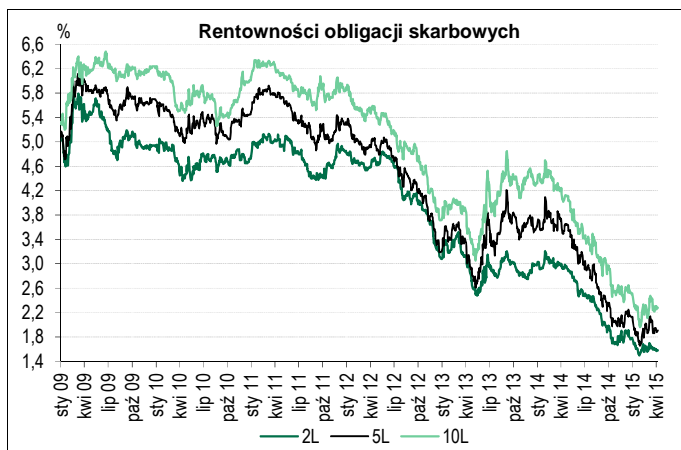
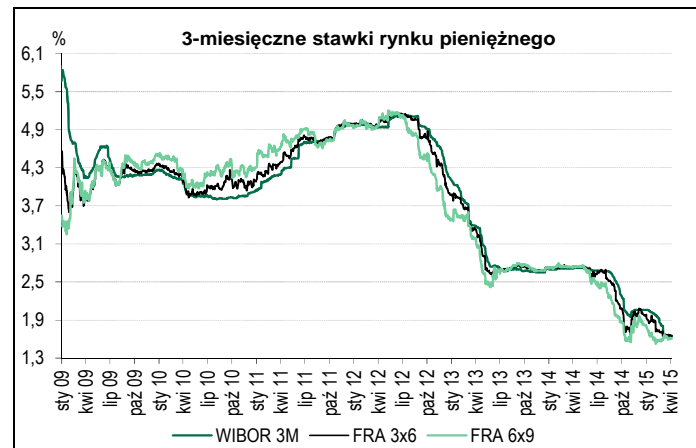
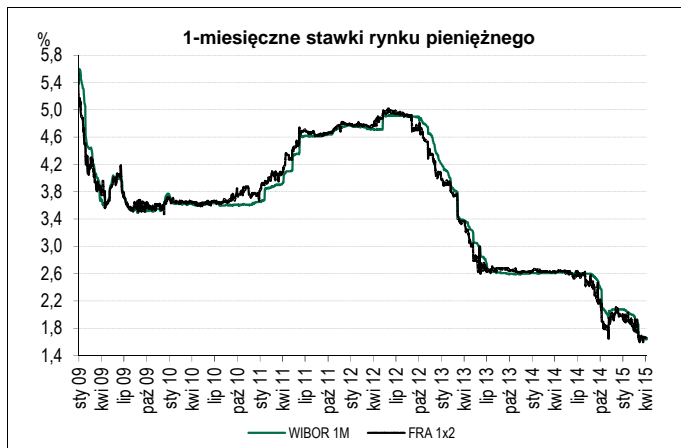
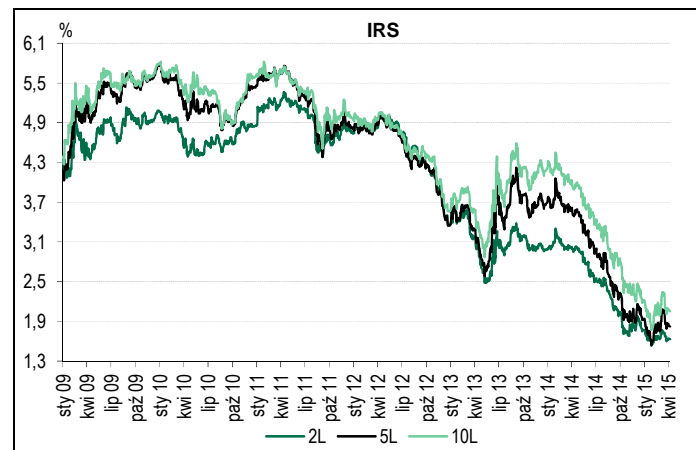
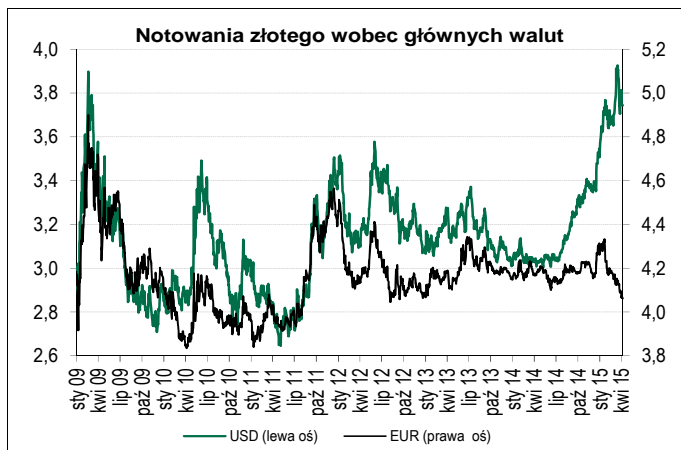
Euro zyskuje lekko do dolara

▪ Od kiedy EBC rozpoczął skup obligacji rządowych państw strefy euro EURUSD odbił do prawie 1,11 z wieloletniego minimum na ok. 1,05. Euro było wsparte przez słabsze od prognoz dane z USA i mniej jastrzębi od oczekiwań wydzwięk marcowego posiedzenia FOMC. Z powodu ostatniego, głębszego niż się spodziewaliśmy, spadku, zrewidowaliśmy w dół nasze prognozy EURUSD – do 1,12 z 1,14 w czerwcu i do 1,16 z 1,18 na koniec roku.

▪ Pomimo, że EURUSD nadal jest w trendzie spadkowym, wciąż oczekujemy, że w dalszej części roku nastąpi odbicie. Po pierwsze, rynek wycenił już wg nas zacieśnienie polityki pieniężnej w USA, a dane pokazują, że liczba krótkich pozycji na EURUSD jest blisko rekordu. Po ostatnich mniej jastrzębich sygnałach z Fed i bardzo słabych danych z rynku pracy rynek jest też ostrożniejszy w wycenianiu terminu i skali podwyżek stóp w USA. Jednocześnie, EBC zrewidował w górę swoje prognozy PKB i inflacji, a prezes Mario Draghi powiedział, że widać już pierwsze pozytywne efekty luźnej polityki pieniężnej. Ostatnio było to szczególnie zauważalne w przypadku indeksów PMI dla przemysłu dla Niemiec i całej strefy euro, które zaskoczyły wyraźnie na plus. Poza tym, obecna korekta wzrostowa EURPLN jest największa (kurs wzrósł najmocniej) od kiedy trwa rozpoczęty w połowie 2014 trend spadkowy. Sugeruje to, że potrzebny może być dodatkowy impuls, aby pchnąć EURUSD poniżej 1,05.

▪ Czynnikiem ryzyka dla naszego scenariusza jest brak porozumienia między Grecją a jej wierzycielami ws. warunków otrzymania pomocy finansowej. Przedłużające się negocjacje mogą ciążyć wspólnej walucie.

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
kwiecień '14	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	4639,0	26.03	PS0415/OK0715/DS1015	WZ0120/PS0420
kwiecień	9.04	WZ0124/DS0725	2500-4500		23.04	Zostanie ogłoszony	5000-9000				

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja odkupu

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
6 kwietnia US: ISM – usługi (III)	7 DE: PMI – usługi (III) EZ: PMI – usługi (III)	8 DE: Zamówienia przemysłowe (II) HU: CPI (III) US: Minutes FOMC	9 DE: Produkcja przemysłowa (II) DE: Eksport (II) CZ: CPI (III)	10 CZ: Produkcja przemysłowa (II)
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)
20 PL: Produkcja przemysłowa (III) PL: Sprzedaż detaliczna (III) PL: PPI (III)	21 DE: Indeks ZEW (IV) HU: Decyzja banku centralnego	22 US: Sprzedaż domów (III)	23 PL: Minutes RPP CN: Wstępny PMI – przemysł (IV) DE: Wstępny PMI – przemysł (IV) EZ: Wstępny PMI – przemysł (IV) US: Sprzedaż nowych domów (III)	24 DE: Indeks Ifo (IV) US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (III)
27	28 US: Indeks nastrojów konsumentów (IV)	29 US: Pierwszy szacunek PKB (I kw.) US: Niezakończona sprzedaż domów (III) US: Decyzja FOMC	30 PL: Oczekiwania inflacyjne (IV) EZ: Wstępny HICP (IV) US: Dochody osobiste (III) US: Wydatki konsumentów (III)	1 maja US: ISM – przemysł (IV) US: Indeks Michigan (IV) HU: CPI (IV)
4 PL: PMI – przemysł (VI) CN: PMI – przemysł (IV) DE: PMI – przemysł (IV) EZ: PMI – przemysł (IV) US: Zamówienia przemysłowe (III)	5 US: ISM – usługi (IV)	6 PL: Decyzja RPP DE: PMI – usługi (IV) EZ: PMI – usługi (IV) US: Raport ADP (III)	7 DE: Zamówienia przemysłowe (III) CZ: Produkcja przemysłowa (III) CZ: Decyzja banku centralnego	8 DE: Produkcja przemysłowa (III) DE: Eksport (III) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (IV) US: Stopa bezrobocia (IV)
11	12 CZ: CPI (IV)	13 DE: Pierwszy szacunek PKB (I kw.) EZ: Pierwszy szacunek PKB (I kw.) EZ: Produkcja przemysłowa (III) HU: Pierwszy szacunek PKB (I kw.) US: Sprzedaż detaliczna (IV)	14 PL: CPI (IV) PL: Podaż pieniądza (IV)	15 PL: Pierwszy szacunek PKB (I kw.) PL: Bilans płatniczy (III) PL: Inflacja bazowa (IV) CZ: Pierwszy szacunek PKB (I kw.) US: Produkcja przemysłowa (IV) US: Wstępny Michigan (V)

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			30						
Bilans płatniczy	13	13	16	13	15	15	14					
Podaż pieniądza	14	13	13	14	14	12	14					

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

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		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	kwi 15
PMI	pkt.	54,0	52,0	50,8	50,3	49,4	49,0	49,5	51,2	53,2	52,8	55,2	55,1	54,8	54,9
Produkcja przemysłowa	% r/r	5,5	5,5	4,4	1,8	2,4	-1,9	4,2	1,7	0,3	8,1	1,6	4,9	8,3	4,1
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	17,4	12,2	10,0	8,0	1,1	-3,6	5,6	-1,0	-1,6	5,0	1,3	-0,3	3,6	5,4
Sprzedż detaliczna ^a	% r/r	3,1	8,4	3,8	1,2	2,1	1,7	1,6	2,3	-0,2	1,8	0,1	-1,3	1,1	1,8
Stopa bezrobocia	%	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	11,3
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	4,8	3,8	4,8	3,5	3,5	3,5	3,4	3,8	2,7	3,7	3,6	3,2	3,4	3,4
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	0,5	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	0,9	1,1	1,2	1,2	1,2	1,3
Eksport (w euro)	% r/r	9,5	5,1	10,4	5,7	6,4	-1,2	5,8	4,7	3,5	4,3	5,7	8,7	10,0	8,5
Import (w euro)	% r/r	4,1	8,9	11,8	7,5	7,7	0,7	7,0	5,6	5,0	9,8	-1,5	4,0	10,9	8,5
Bilans handlowy	mIn EUR	132	39	-160	86	-270	-215	492	-43	10	-791	1 021	500	28	42
Rachunek bieżący	mIn EUR	345	269	-161	-927	-729	-1 063	12	-371	-181	-1 414	56	-115	253	265
Rachunek bieżący	% PKB	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4	-1,3	-1,4	-1,3	-1,4	-1,2	-1,0	-1,1	-1,0
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-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	-20,2
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	36,8	44,8	47,3	53,4	55,5	51,9	47,1	57,4	52,1	62,7	1,3	24,6	40,6	43,8
Inflacja (CPI)	% r/r	0,7	0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-1,0	-1,4	-1,6	-1,3	-1,0
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	1,1	0,8	0,8	1,0	0,4	0,5	0,7	0,2	0,4	0,5	0,6	0,4	0,4	0,6
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,3	-0,7	-1,0	-1,8	-2,0	-1,5	-1,6	-1,3	-1,6	-2,7	-2,8	-2,7	-2,6	-3,0
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	5,2	5,4	5,2	5,2	6,0	7,4	7,9	7,7	8,4	8,2	8,6	8,8	8,5	8,1
Zobowiązania	% r/r	4,7	5,4	5,5	5,5	6,7	7,8	7,5	7,8	8,5	8,1	8,2	8,0	8,0	7,5
Należności	% r/r	5,3	6,1	5,4	4,9	5,4	6,3	6,2	7,2	7,4	7,3	8,0	7,7	7,7	7,7
EUR/PLN	PLN	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	4,06
USD/PLN	PLN	3,04	3,03	3,04	3,04	3,06	3,15	3,25	3,32	3,38	3,42	3,68	3,68	3,81	3,76
CHF/PLN	PLN	3,45	3,43	3,42	3,39	3,41	3,46	3,47	3,48	3,50	3,50	3,96	3,93	3,89	3,88
Stopa referencyjna ^b	%	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	1,50
WIBOR 3M	%	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	1,65
Rentowność obligacji 2L	%	2,99	2,94	2,79	2,54	2,45	2,30	2,02	1,77	1,78	1,84	1,60	1,60	1,62	1,59
Rentowność obligacji 5L	%	3,68	3,60	3,36	3,10	2,89	2,73	2,40	2,12	2,04	2,16	1,82	1,88	1,99	1,92
Rentowność obligacji 10L	%	4,26	4,10	3,80	3,54	3,34	3,23	2,98	2,63	2,54	2,55	2,21	2,20	2,32	2,25

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	1 791,9	403,1	418,4	426,8	476,4	418,8	432,4	442,2	498,6
PKB	% r/r	1,8	1,7	3,3	3,6	3,4	3,5	3,3	3,1	3,1	3,4	3,7	4,0
Popyt krajowy	% r/r	-0,4	0,2	4,7	4,5	3,4	5,6	4,9	4,6	4,0	4,7	4,6	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	8,8	11,2	8,7	9,9	9,0	9,0	9,0	9,0	8,5
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,0	2,3	3,4	5,2	4,9	3,7	1,8	2,8	5,0	5,2	5,6	5,1
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-1,0	-10,3	4,3	4,7	9,8	9,9	1,1	1,0	1,7	5,2	5,7	5,0
Sprzedż detaliczna ^a	% r/r	6,0	2,6	3,1	4,5	5,1	4,6	1,9	1,4	0,0	3,0	6,0	8,3
Stopa bezrobocia ^b	%	13,4	13,4	11,5	10,1	13,5	12,0	11,5	11,5	11,7	10,4	9,9	10,1
Place brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	3,7	3,4	3,6	3,9	4,2	3,5	3,5	3,1	3,6	3,5	4,1	4,1
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,0	-1,1	0,1	0,9	-0,3	0,1	0,3	0,5	0,7	0,8	0,8	0,7
Eksport (w euro)	% r/r	6,5	5,7	5,6	9,5	8,2	6,6	3,8	4,1	8,3	8,5	10,0	11,0
Import (w euro)	% r/r	2,2	0,2	7,2	8,7	6,9	10,1	5,2	6,6	3,3	8,2	11,0	12,0
Bilans handlowy	mIn EUR	-7 146	635	-1 629	-512	-381	-431	9	-826	1 549	-349	-383	-1 329
Rachunek bieżący	mIn EUR	-13 697	-5 148	-5 762	-5 040	-1 222	-789	-1 780	-1 971	194	-822	-2 402	-2 010
Rachunek bieżący	% PKB	-3,5	-1,3	-1,4	-1,1	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4	-1,0	-1,0	-1,2	-1,1
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-3,9	-4,3	-3,2	-2,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	3,7	0,9	0,0	-0,7	0,6	0,3	-0,3	-0,7	-1,5	-0,9	-0,7	0,3
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	2,4	0,7	-1,0	0,7	0,7	0,3	-0,3	-1,0	-1,3	-0,8	-0,5	0,7
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	0,4	0,6	0,7	1,2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,4	-1,3	-1,5	-2,3	-1,2	-1,2	-1,7	-1,9	-2,7	-2,8	-2,5	-1,2
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	4,5	6,2	8,2	6,6	5,2	5,2	7,9	8,2	7,8	7,4	7,0	6,6
Zobowiązania ^b	% r/r	4,7	6,0	8,1	6,8	4,7	5,5	7,5	8,1	7,8	7,4	7,1	6,8
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	4,06	4,19	4,17	4,18	4,21	4,20	4,04	4,03	3,97
USD/PLN	PLN	3,26	3,16	3,15	3,61	3,06	3,04	3,15	3,37	3,72	3,69	3,56	3,46
CHF/PLN	PLN	3,47	3,41	3,45	3,82	3,42	3,42	3,45	3,50	3,93	3,86	3,82	3,68
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	1,65	1,65	1,65
Rentowność obligacji 2L	%	4,30	2,98	2,46	1,63	3,01	2,76	2,26	1,80	1,61	1,59	1,63	1,70
Rentowność obligacji 5L	%	4,53	3,46	2,96	2,03	3,71	3,35	2,67	2,11	1,90	1,94	2,08	2,23
Rentowność obligacji 10L	%	5,02	4,04	3,49	2,37	4,38	3,82	3,18	2,58	2,24	2,27	2,43	2,55

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 8.04.2015 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 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, www.bzwbk.pl