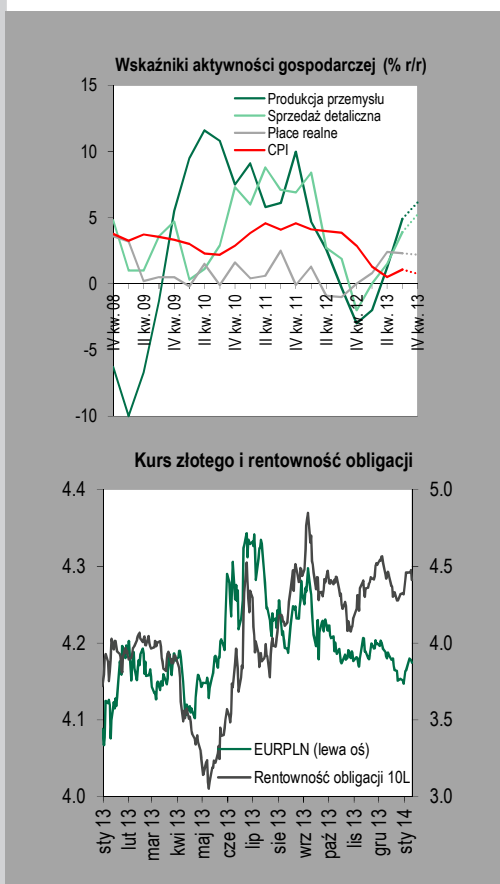


# MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Styczeń 2014

## Mocny przełom roku



### 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

■ **Dane makroekonomiczne opublikowane pod koniec ubiegłego roku potwierdziły, że w IV kwartale polska gospodarka rozwijała się w tempie nawet powyżej 2,5% r/r.** Pomimo tego, że grudniowy indeks PMI dla Polski nieco rozczarował, to nie budzi w nas na razie dużych obaw o kondycję polskiego przemysłu, ponieważ nadal znajduje się w strefie sygnalizującej wyraźną ekspansję. Co więcej, spodziewamy się bardzo dobrych wyników produkcji i sprzedaży w grudniu (nasze prognozy są powyżej konsensusu), czemu oprócz ogólnie dobrej sytuacji w tych sektorach sprzyjać też będą efekty statystyczne. Warto zwrócić uwagę, że indeksy aktywności w przemyśle dla większości krajów strefy euro (poza Francją) kontynuowały w grudniu solidne wzrosty. Nie widzimy powodów do zmiany optymistycznej prognozy wzrostu gospodarczego dla Polski (powyżej 3% w tym roku, ze zwiększającą się rolą popytu krajowego).

■ **Przełom roku był również dość optymistyczny na rynkach finansowych.** Decyzja Fed o rozpoczęciu ograniczania QE3 od stycznia nie wystraszyła inwestorów. Dobre dane ekonomiczne oraz poprawiające się perspektywy gospodarek peryferii strefy euro przyniosły spadek rentowności obligacji tych krajów. W przypadku Włoch i Hiszpanii rentowności w sektorze 10 lat spadły poniżej 4%, najniższego poziomu od IV kw. 2010. Poprawiły się także miary ryzyka – nastąpiło zawężenie spreadu wobec niemieckich obligacji (dla Hiszpanii poniżej 200 pb po raz pierwszy od kilku lat) i spadek stawek CDS. W Polsce końcówka roku przyniosła wyraźne umocnienie złotego, a kurs EUR/PLN osiągnął spodziewany przez nas od dawna poziom 4,15. Według agencji Bloomberg, złoty w 2013 był trzecią najsilniejszą walutą w stosunku do euro, dolara, franka i funta, jeśli weźmiemy pod uwagę rynki rozwijające się. O ile początek roku 2014 nie był korzystny dla złotego, to w naszej opinii ta słabość złotego może być jedynie tymczasowa.

■ **W krajowej polityce pieniężnej przełom roku nie przyniósł nic ciekawego.** Pierwsze posiedzenie RPP w 2014 roku, podobnie jak grudniowe, nie wniosło wiele do oceny perspektyw stóp procentowych, a jego wynik był łatwy do przewidzenia. Najważniejsza informacja nie zmieniła się – Rada podtrzymała ocenę, że stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione co najmniej do końca pierwszego półrocza 2014 r. Wydaje się, że ciekawsze będzie spotkanie RPP dopiero za dwa miesiące, kiedy to poznamy aktualizację projekcji inflacji i PKB, która pomoże ocenić jak długo stopy procentowe pozostaną bez zmian. Podtrzymujemy prognozę pierwszej podwyżki stóp procentowych na jesieni, choć widzimy ryzyko nawet znaczącego wydłużenia okresu stabilnych stóp. Taki scenariusz widzą również uczestnicy rynku, gdyż rynek wycenia podwyżkę stóp o 25 pb dopiero w perspektywie 12 miesięcy. Oczekujemy jednak, że na skutek rosnącej inflacji i pozytywnych danych z gospodarki rynek FRA będzie w najbliższych miesiącach wyceniał możliwość wcześniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej.

■ **Na rynku obligacji o ile końcówka roku była korzystna, to styczeń przyniósł zwiększoną zmienność, chociażby ze względu na niepewność dotyczącą portfeli OFE przed przekazaniem do ZUS.** Niemniej, pierwsze styczniowe emisje tak na rynku zagranicznym, jak i krajowym spotkały się z bardzo solidnym popytem ze strony inwestorów i wygląda na to, że na koniec stycznia zrealizowana może być już połowa tegorocznych potrzeb pożyczkowych. Zmniejszona podaż długu w dalszej części roku będzie ograniczała skalę wzrostu rentowności, który będzie wynikał zarówno z wyższego PKB i inflacji, jak i (a może przede wszystkim) wyższych rentowności na świecie.

**Mamy przyjemność poinformować, że nasz zespół zdobył tytuł analityków walutowych 2013 roku zajmując 1 miejsce w podsumowaniu rankingu Pulsu Biznesu dotyczącego prognoz kursu złotego wobec euro dolara i franka szwajcarskiego.**

### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

ul. Marszałkowska 142. 00-061 Warszawa fax 22 586 83 40

email: ekonomia@bzwbk.pl Strona www: skarb.bzwbk.pl

Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88

Piotr Bielski 22 534 18 87

Agnieszka Decewicz 22 534 18 86

Marcin Luziński 22 534 18 85

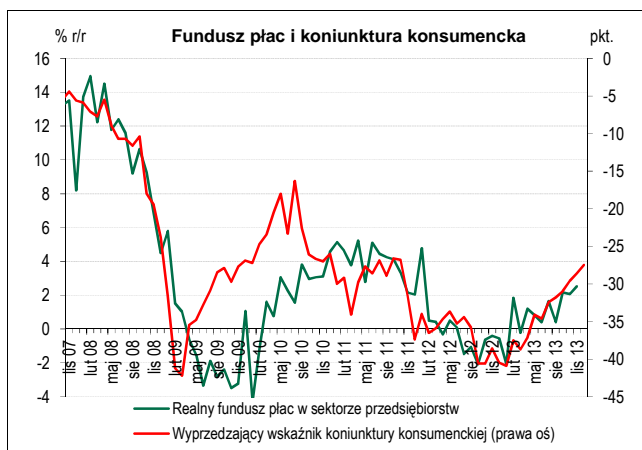
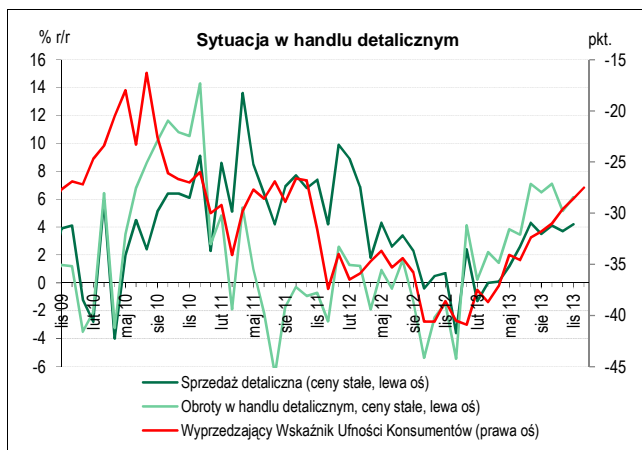
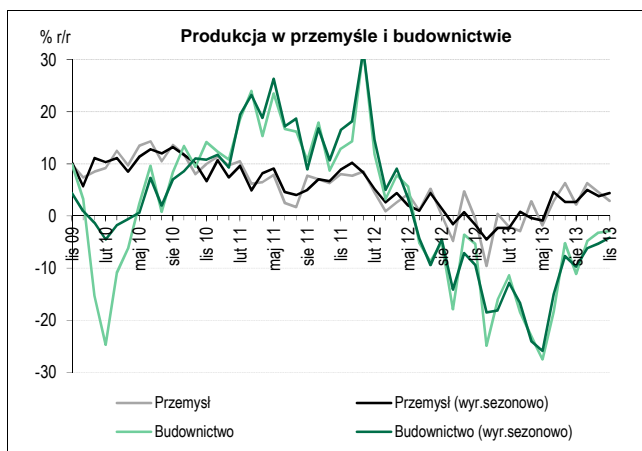
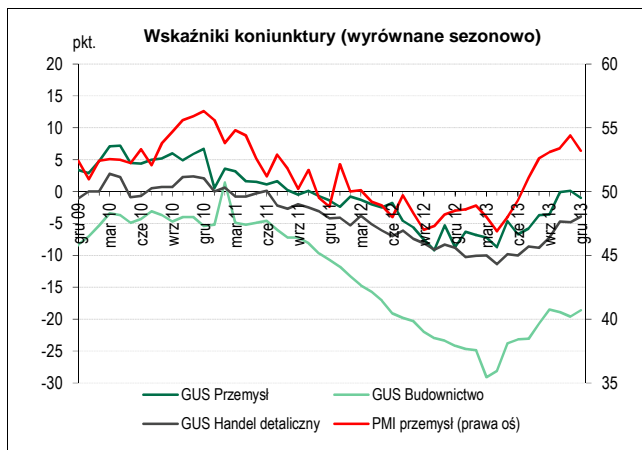
Marcin Sulewski 22 534 18 84

### Na rynku finansowym 13 grudnia 2013 r.:

Stopa depozytowa NBP	1,00	WIBOR 3M	2,70	EURPLN	4,1600
Stopa referencyjna NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	2,91	USDPLN	3,0450
Stopa lombardowa NBP	4,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	3,55	CHFPLN	3,3718

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 13.01.2014 r.

## Gospodarka Polski



Źródła: GUS, Markit, BZ WBK

### Dalsza poprawa koniunktury w końcówce ub.r.

▪ Grudniowy indeks PMI dla Polski nieco rozczarował, spadając z 54,4 do 53,2 pkt, co było wynikiem obniżenia tempa wzrostu produkcji i nowych zamówień, w tym także eksportowych. Co istotne, tempo przyrostu zatrudnienia nie spadło i zbliżyło się do wrzesniowego szczytu (najwyższego poziomu od ponad 6 lat). Lekka korekta PMI po siedmiu miesiącach mocnych wzrostów nie budzi w nas na razie dużych obaw o kondycję polskiego przemysłu, ponieważ indeks nadal znajduje się w strefie sygnalizującej wyraźną ekspansję. Tym bardziej, że indeksy aktywności w przemyśle dla większości krajów strefy euro kontynuowały w grudniu wyraźne wzrosty, co wskazuje, że silny popyt zewnętrzny powinien dalej wspierać polski eksport i produkcję w kolejnych miesiącach. Powinno temu towarzyszyć stopniowe ożywienie popytu krajowego.

▪ Indeks koniunktury gospodarczej GUS dla przemysłu (wyrównany sezonowo) również zanotował w grudniu lekką korektę tendencji wzrostowej. Jednocześnie, w handlu detalicznym i budownictwie nastąpiła dalsza poprawa ocen koniunktury.

### Dobre prognozy produkcji w przemyśle i budownictwie

▪ Mimo nieco słabszych indeksów aktywności dla przemysłu, spodziewamy się bardzo dobrych wyników produkcji przemysłowej w grudniu, czemu sprzyjać będzie – oprócz ogólnie dobrej sytuacji w sektorze – efekt kalendarzowy (jeden dzień roboczy więcej niż przed rokiem) oraz efekt bardzo niskiej bazy z grudnia ub.r. (kiedy produkcja w przemyśle spadła o niemal 10% r/r, m.in. w wyniku przestoju w sektorze motoryzacyjnym). W efekcie, dynamika produkcji przemysłowej może osiągnąć w grudniu poziom dwucyfrowy. W listopadzie wzrost produkcji nieco spowolnił (do 2,9% r/r), ale wpłynęła na to m.in. mniejsza liczba dni roboczych. Wskaźnik wyrównany sezonowo przyspieszył do 4,4% r/r.

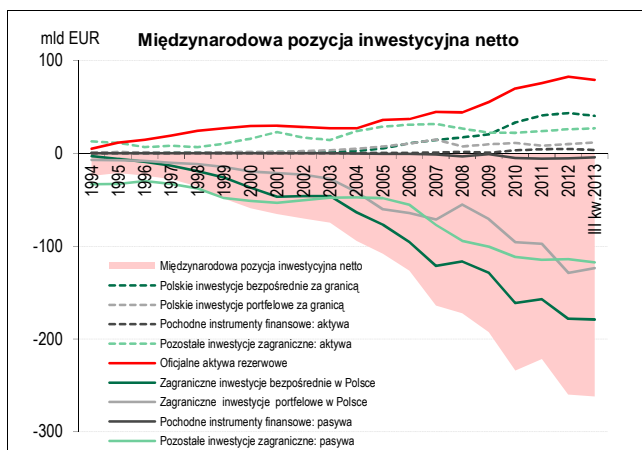
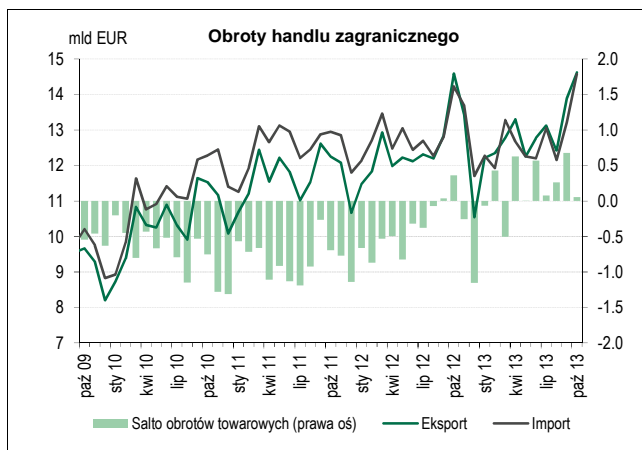
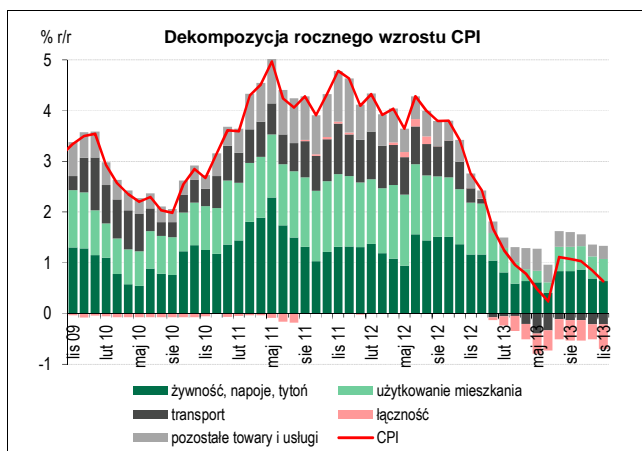
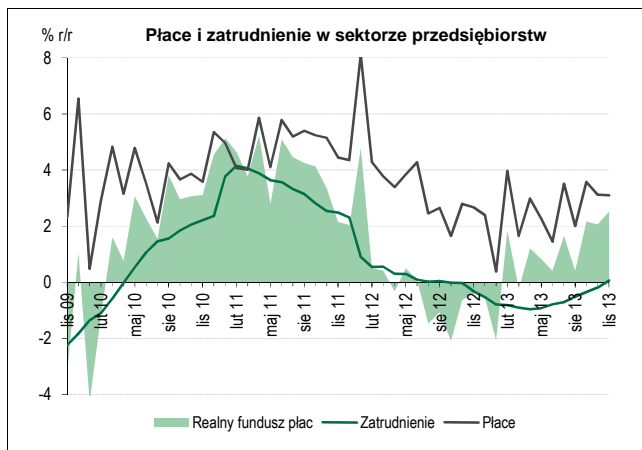
▪ Jeszcze mocniejszego odbicia w górę spodziewamy się w produkcji budowlano-montażowej, gdzie wzrost może przekroczyć 20% r/r. W tym wypadku obok kalendarza i bardzo słabej bazy mocno zadziałał też efekt „wiosennej” pogody. Te czynniki nałożą się na ożywienie aktywności na tym rynku widoczne od kilku miesięcy (jeszcze w maju 2013 produkcja w sektorze budowlano-montażowym spadała o ponad 25% r/r, w listopadzie było to już zaledwie -2,9% r/r). Wskazówką nt. wyraźnej poprawy sytuacji na rynku budowlanym jest m.in. informacja Stowarzyszenia Producentów Cementu, wg której produkcja cementu w Polsce wzrosła w grudniu o 42% r/r, a jego sprzedaż aż o 55% r/r.

### Coraz większe obroty w handlu detalicznym

▪ Koniec roku przyniósł dalsze ożywienie również w handlu detalicznym. Dynamika sprzedaży detalicznej zaczęła stopniowo rosnąć już od II kwartału 2013 r., na co wpłynęło odwrócenie negatywnych tendencji na rynku pracy, rosnąca siła nabywczą dochodów Polaków i wynikająca stąd poprawa nastrojów konsumentów. W listopadzie realna dynamika sprzedaży detalicznej wzrosła do 4,2% r/r, mimo pewnego wyhamowania dynamiki sprzedaży samochodów. Dane o obrotach w handlu detalicznym, które nie biorą pod uwagę pojazdów mechanicznych, ale za to uwzględniają informacje z małych sklepów (zatrudniających poniżej 10 pracowników), wskazują na jeszcze szybszy wzrost, ok. 6% r/r w cenach stałych). Przewidujemy, że dane grudniowe pokażą wyraźne przyspieszenie wzrostu sprzedaży detalicznej (ponad 7% r/r), do czego oprócz dalszej poprawy nastrojów konsumentów przyczynił się – podobnie jak w przypadku produkcji – efekt niskiej bazy (w grudniu 2012 r. popyt ze strony gospodarstw domowych rolników był mniejszy niż zwykle w związku z opóźnieniem przekazywania rolnikom dopłat bezpośrednich).

▪ Biorąc pod uwagę powyższe prognozy, szacujemy, że tempo wzrostu PKB przyspieszyło w IV kw. 2013 r. powyżej 2,5% r/r. Wzrost gospodarczy w całym roku wyniósł zapewne ok. 1,5%.

## Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, BZ WBK

## Stopniowa poprawa na rynku pracy nadal trwa

Po siedmiu miesiącach z rzędu stopniowego wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, w grudniu średnia liczba etatów zapewne lekko spadła z przyczyn sezonowych, ale spadek powinien być znacznie mniejszy niż przed rokiem. W efekcie, roczna dynamika, która już w listopadzie po raz pierwszy od roku zanotowała wartość dodatnią (0,1% r/r), powinna dalej stopniowo rosnąć. Towarzyszyć temu będzie umiarkowanie wzrostowy trend dynamiki wynagrodzeń, czego efektem powinno być dalsze stopniowe przyspieszenie wzrostu funduszu wynagrodzeń, również w ujęciu realnym.

Lekki wzrost stopy bezrobocia rejestrowanego w listopadzie i zapewne również w grudniu to zjawisko sezonowe. Stopa BAEL po korekcie sezonowej pozostała w listopadzie bez zmian trzeci miesiąc z rzędu, a tempo rejestracji nowych bezrobotnych w urzędach pracy wyraźnie hamuje (w ujęciu rok do roku). Oczekujemy dalszej stopniowej poprawy sytuacji na rynku pracy, która będzie sprzyjała dalszemu umiarkowanie szybkiemu przyspieszeniu wzrostu popytu konsumpcyjnego.

## Inflacja nadal bardzo niska, ale będzie stopniowo wzrastać

Stopa inflacji w listopadzie spadła do 0,6% r/r i po raz kolejny okazała się niższa od prognoz, m.in. za sprawą niskiej dynamiki cen żywności. Główna niespodzianka w tym miesiącu dotyczyła jednak łączności, gdzie nastąpił spadek cen o prawie 5% m/m na skutek promocji na rynku telefonii komórkowej.

Naszym zdaniem w kolejnych miesiącach inflacja będzie powoli rosła, do ok. 2% r/r pod koniec roku. Na początku roku wzrostowi CPI będą sprzyjały m.in. podwyżki cen transportu (droższe bilety) i wyższa akcyza na alkohol, w kolejnych kwartałach coraz większe znaczenie dla cen powinno mieć ożywienie popytu krajowego.

Spory wpływ na dynamikę CPI może mieć sytuacja na rynku żywności. Jak na razie jest to czynnik mocno antyinflacyjny (w II poł. 2013 indeks światowych cen żywności FAO skorygowany o kurs złotego spadał o 6-8% r/r), jednak sytuacja ta może się odwrócić pod wpływem zmiennych warunków pogodowych.

## Niski deficyt obrotów bieżących

Od kwietnia do października 2013 na rachunku wymiany towarowej bilansu płatniczego utrzymywała się nadwyżka, co jest pierwszą taką sytuacją, od kiedy dostępne są porównywalne dane NBP. Saldo obrotów bieżących było wprawdzie ujemne, ale wyraźnie niższe niż w poprzednim roku. W efekcie, relacja deficytu obrotów bieżących za kolejne 12 miesięcy do PKB obniżyła się do niespełna 2%, najniższego poziomu od połowy lat 90.

Dane za listopad mogą pokazać pogorszenie wyników bilansu płatniczego, m.in. pod wpływem niskiej nadwyżki transferów bieżących i sezonowego deficytu na rachunku towarów. W kolejnych miesiącach i kwartałach spodziewamy się jednak ponownej nadwyżki eksportu nad importem, ponieważ wyraźnemu przyspieszeniu wzrostu eksportu (któremu będzie sprzyjać ożywienie wzrostu na świecie, w szczególności w Niemczech) będzie towarzyszyć mniejsza skala odbicia importu (ożywienie popytu krajowego pozostanie umiarkowane).

## ... ale ujemna pozycja inwestycyjna Polski się pogorszyła

W III kw. 2013, po dwóch kwartałach poprawy, ujemna międzynarodowa pozycja inwestycyjna (MPI) netto Polski powiększyła się do rekordowego poziomu -262 mld € (-67,6% PKB). W ciągu kwartału nastąpił mocny wzrost wartości niemal wszystkich rodzajów zagranicznych inwestycji w Polsce (poza papierami skarbowymi i instrumentami pochodnymi). Wartość polskich aktywów zagranicznych również wzrosła, ale w mniejszym stopniu. Zmiany te wiążemy jednak głównie z efektem rosnącej wyceny aktywów (hossa na rynku kapitałowym), a niekoniecznie z faktycznym przepływem nowych środków. Malejący deficyt obrotów bieżących będzie sprzyjał stabilizacji MPI netto.

## Pod lupą: polityka pieniężna

### Najważniejsze fragmenty komunikatu RPP w styczniu

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany. Umiarkowane tempo wzrostu aktywności gospodarczej na świecie sprzyja utrzymywaniu się niskiej inflacji w wielu krajach.

Dane o krajowej aktywności gospodarczej w listopadzie 2013 r. sygnalizują kontynuację stopniowego ożywienia wzrostu w Polsce. Postępująco ożywienie gospodarcze jedynie w ograniczonym stopniu przekłada się na poprawę sytuacji na rynku pracy, a wzrost zatrudnienia pozostaje niewystarczający do obniżenia stopy bezrobocia, która kształtuje się nadal na podwyższonym poziomie. Wysokie bezrobocie ogranicza presję płacową i popytową w gospodarce, a dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw pozostaje niska.

Inflacja CPI listopadzie obniżyła się do 0,6% r/r (z 0,8% r/r w październiku), pozostając wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Towarzyszył temu spadek większości miar inflacji bazowej, co sygnalizuje niską presję kosztową w gospodarce. Na niskim poziomie kształtują się również oczekiwania inflacyjne

Przyrost akcji kredytowej dla sektora prywatnego pozostaje ograniczony. W listopadzie 2013 r. roczne dynamiki kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych wciąż były niskie. Jednocześnie od połowy 2013 r. stopniowo przyspiesza dynamika kredytów konsumpcyjnych.

W ocenie Rady, w najbliższych kwartałach prawdopodobna jest kontynuacja stopniowej poprawy koniunktury, jednak presja inflacyjna pozostanie ograniczona. W związku z tym Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. **Rada podtrzymuje ocenę, że stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione co najmniej do końca pierwszego półrocza 2014 r.**

### W marcu będzie ciekawiej

▪ Pierwsze posiedzenie RPP w 2014 roku, podobnie zresztą jak grudniowe, nie wniosło wiele do oceny perspektyw polityki pieniężnej, a jego wynik był łatwy do przewidzenia.

▪ Najważniejsza informacja z komunikatu nie zmieniła się. Rada podtrzymała ocenę, że stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione co najmniej do końca pierwszego półrocza 2014 r. W ocenie Rady, obniżenie stóp procentowych w pierwszym półroczu ub. r. oraz utrzymywanie ich na niezmiennym poziomie w kolejnych kwartałach sprzyja ożywieniu krajowej gospodarki, stopniowemu powrotowi inflacji do celu oraz stabilizacji na rynkach finansowych. W komunikacie Rada zwraca uwagę na kontynuację stopniowego ożywienia wzrostu gospodarczego (co sugerują wskaźniki koniunktury oraz dynamika produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej oraz pewna poprawa sytuacji w budownictwie), która w ograniczonym stopniu przekłada się na poprawę sytuacji na rynku pracy (wysokie bezrobocie ogranicza presję płacową i popytową w gospodarce), a presja inflacyjna pozostaje niska.

▪ Wydaje się, że ciekawsze będzie spotkanie RPP dopiero za dwa miesiące, kiedy to poznamy aktualizację projekcji inflacji i PKB, do której Rada zapewne się odniesie. Wskazywali na to członkowie RPP już na styczniowej konferencji prasowej (szczegóły na następnej stronie). Nowa średnioterminowa perspektywa gospodarcza przygotowana przez analityków NBP pomoże ocenić jak długo stopy procentowe pozostaną bez zmian.

▪ Podtrzymujemy prognozę pierwszej podwyżki stóp procentowych na jesieni, choć widzimy ryzyko nawet znaczącego wydłużenia okresu stabilnych stóp. Będzie to uzależnione od (obniżonej ostatnio) oczekiwanej ścieżki inflacji oraz możliwych dalszych zmian w składzie Rady na skutek ewentualnej zmiany ustawy o NBP, o czym pisaliśmy w poprzednim raporcie. Takie ryzyko widzą również uczestnicy rynku. Jak pokazuje wykres obok, obecnie rynek wycenia podwyżkę stóp o 25 pb w perspektywie dopiero 12 miesięcy. Nie sądzimy jednak, aby w najbliższym czasie RPP zdecydowała się wydłużyć sugerowany okres stabilnych stóp (*forward guidance*) aż tak bardzo. Co więcej, na skutek rosnącej inflacji i pozytywnych danych z gospodarki rynek FRA w trakcie roku może wycenić możliwość wcześniejszego zacieśnienia polityki pieniężnej.

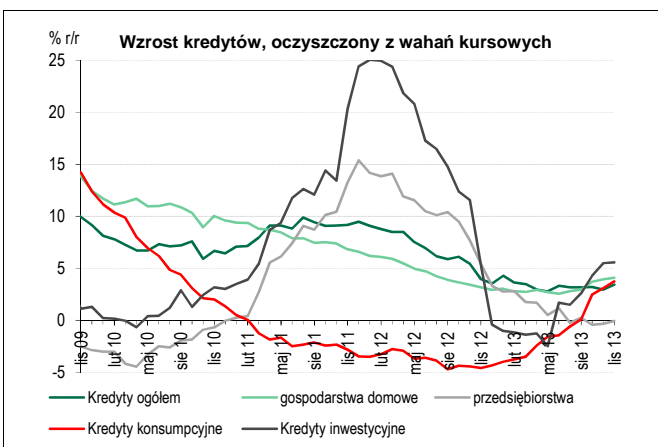
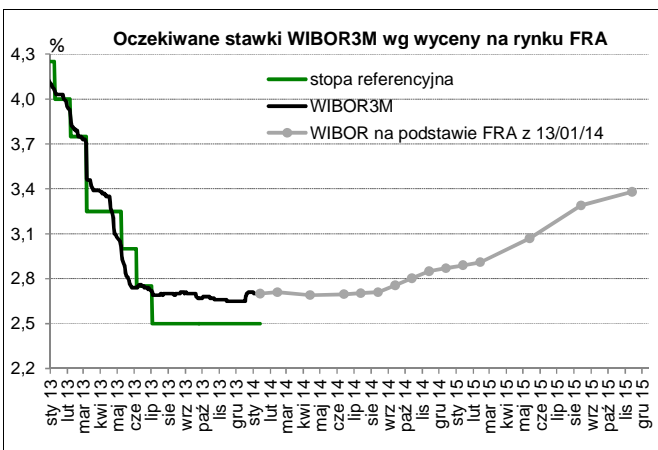
▪ Ciekawostką na styczniowym posiedzeniu była obecność nowego członka RPP, prof. Jerzego Osiatyńskiego. Trudno ocenić na ile wpłynęło to na przebieg dyskusji (takich spekulacji unikał również Prezes Belka na konferencji). Przedstawiane w ostatnim czasie poglądy Osiatyńskiego (szczegóły na następnej stronie) sugerują jednak, że po jego nominacji będzie raczej trudniej niż łatwiej uzyskać większość w RPP do podwyżki stóp procentowych.

### Wzrost kredytów wciąż umiarkowany

▪ Wzrost akcji kredytowej wciąż pozostaje słaby, chociaż na rynku kredytów dla gospodarstw domowych obserwowane są odwrotne tendencje niż na rynku kredytów dla firm.

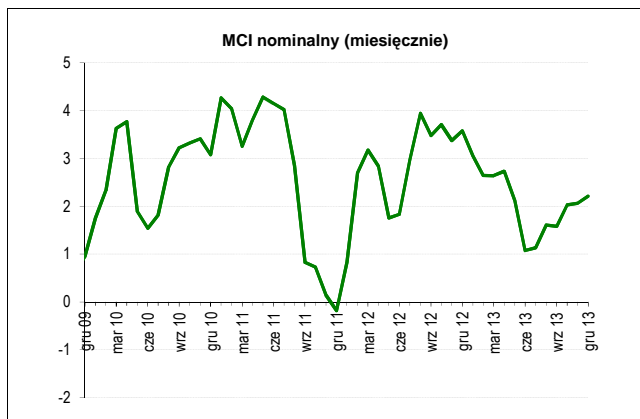
▪ Tempo wzrostu kredytów dla gospodarstw domowych nieco przyspieszyło z ok. 2,5% r/r w połowie roku do 4,0% r/r w listopadzie (dane oczyszczone z wpływu zmian kursu walutowego). Głównym czynnikiem stojącym za tą zmianą była poprawa sytuacji w kredytach konsumpcyjnych, które pokazały wzrost o 3,7% r/r wobec spadku o 4% na początku 2013 r. Natomiast kredyty na nieruchomości pokazały nieznaczne spowolnienie, z ok. 5% w styczniu do 3,5% r/r w listopadzie.

▪ Wzrost akcji kredytowej dla przedsiębiorstw spowolnił na przestrzeni roku i taka sama tendencja jest widoczna w podkategoriiach dotyczących kredytów bieżących i na nieruchomości. Tymczasem, kredyty inwestycyjne pokazały odbicie z -1,0% r/r w styczniu do 5,6% r/r w listopadzie.



Źródła: NBP, PAP, BZ WBK

## Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



### Nieznaczny wzrost MCI

- Indeks restrykcyjności polityki pieniężnej MCI wzrósł nieznacznie w grudniu. Ten ruch wynikał z nieznacznego ruchu w górę stawek rynku pieniężnego (stopa WIBOR 3M wzrosła pod koniec roku do 2,71% z 2,65%), któremu towarzyszyło umocnienie polskiej waluty (kurs EURPLN był w grudniu średnio o grosz niższy niż w listopadzie).
- Spodziewamy się, że w nadchodzących miesiącach indeks MCI będzie poruszał się w trendzie wzrostowym pod wpływem umacniającego się kursu złotego, a pod koniec roku także wskutek wzrostu stóp rynku pieniężnego.
- Uważamy, że na razie stopień restrykcyjności polityki pieniężnej nie jest na tyle wysoki, by szkodzić ożywieniu gospodarczemu.



**Rzońca (1,44)**

**Winięcki (1,45)**

**Kaźmierczak (1,41)**

**Glapiński (1,38)**

**Hausner (1,03)**

**Belka (0,96)**

**Zielińska-Głębocka (0,81)**

**Osiatyński**

**Chojna-Duch (0,73)**

**Bratkowski (0,58)**



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.

### Konferencja styczniowa bez przełomu, ważna będzie nowa projekcja

Podczas styczniowej konferencji prasowej, Prezes NBP Marek Belka stwierdził, że w horyzoncie prognostycznym inflacja pozostaje na bardzo niskim poziomie, podkreślając jednocześnie, że obniżony poziom inflacji CPI wynika w znacznej mierze z czynników kosztowych. Z kolei członek RPP Andrzej Kaźmierczak zwrócił uwagę, że inflacja może być zbliżona do 2% w czerwcu (1,8%) przy rosnącej inflacji bazowej i przy wzroście gospodarczym zbliżającym się do 4%. Takie okoliczności mogłyby sprawić, że przynajmniej niektórzy członkowie RPP zaczęliby myśleć o podwyżkach stóp. Pytanie jednak, czy będzie to większość, bowiem Prezes Belka podkreślił, że taka prognoza wzrostu PKB jest raczej wynikiem „intuicji ekonomicznej prof. Kaźmierczaka”, a nie jakimkolwiek sygnałem (przeciekami) odnośnie nowych wyników projekcji analityków NBP. Sam Kaźmierczak dodał zresztą, że jeśli chodzi o czynniki wewnętrzne, to ujemna luka popytowa oznacza brak zagrożeń dla inflacji (przynajmniej w horyzoncie pierwszego półrocza).

### Nowy członek RPP gołębi, choć daje sobie kilka tygodni

W rozmowie z PAP po powołaniu do RPP, Jerzy Osiatyński podtrzymał swoje wcześniejsze opinie dotyczące tego, że w obecnych warunkach polityka pieniężna nie powinna szkodzić koniunkturze, a utrzymywanie aktualnego poziomu stóp procentowych jest pożądane możliwie jak najdłużej. Dopytywany, czy będzie postulował wydłużenie zadeklarowanego przez RPP okresu utrzymania obecnego poziomu stóp procentowych co najmniej do połowy 2014 roku odpowiedział: "przede mną parę tygodni pracy zanim będę mógł ryzykować jakiegokolwiek opinie w tej sprawie".

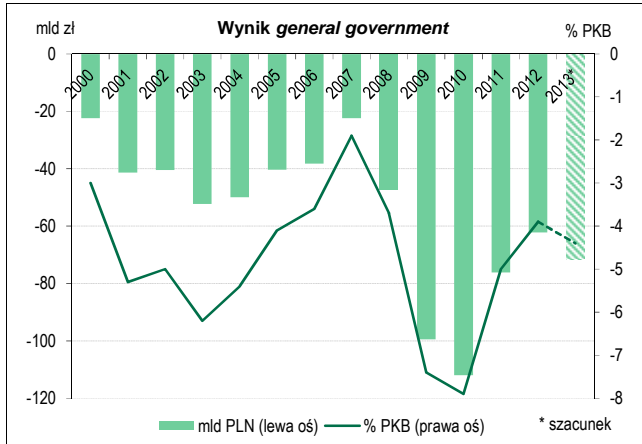
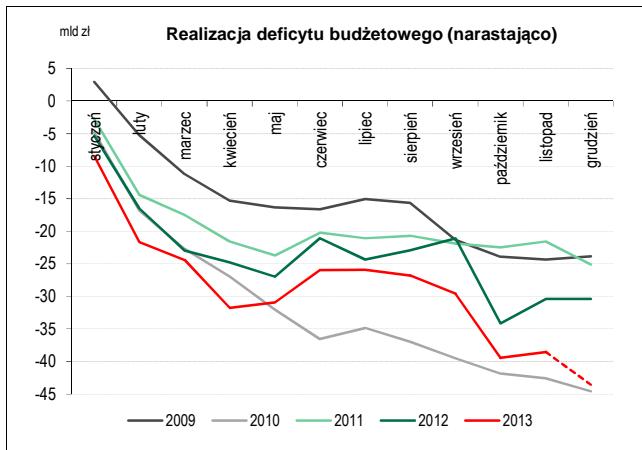
Jeszcze przed nominacją, odnosząc się do inflacji w wywiadzie w radiu TOKFM stwierdził, że poziom inflacji „jest bardzo, niebezpiecznie niski”, co oznacza, że członkowie RPP nie powinni wyznaczać sobie sztywnych terminów, kiedy (na przykład „po wakacjach”) może dojść do pierwszych podwyżek stóp procentowych. Osiatyński stwierdził, że nie widzi, aby miało nastąpić przyspieszenie inflacji.

Ponieważ Jerzy Osiatyński nie brał jeszcze udziału w żadnym głosowaniu, trudno formalnie umieścić go na prezentowanej obok osi restrykcyjności członków RPP. Niemniej, biorąc pod uwagę jego dotychczasowe wypowiedzi na temat polityki pieniężnej, wydaje się, że będzie on w gronie najbardziej „gołębi” członków.

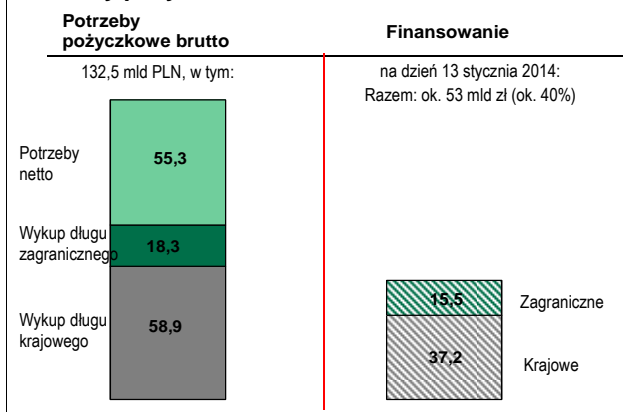
### Bratkowski widzi podwyżkę „gdy dzieci pójdą do szkoły”

W jednym z wywiadów pod koniec 2013 roku Andrzej Bratkowski zasugerował, że optymalny moment rozpoczęcia cyklu podwyżek nieco przesunął się w czasie. O ile (kilka dni) wcześniej mówił on o przełomie 2014 i 2015 r., tym razem wspominał o początku IV kw., a nawet wrześniu. Z kolei Prezes Belka powiedział, że utrzymanie stóp bez zmian do połowy roku nie oznacza, że RPP zacznie zmieniać stopy od razu w lipcu. Zależać to będzie od danych i projekcji PKB i inflacji. Cóż, ostatnie dane pokazują, że wzrost gospodarczy zaskakuje raczej w górę, a inflacja w dół, a zatem ich wpływ na perspektywy polityki pieniężnej nie jest jednoznaczny. Jednakże, dalsze krzepnięcie wzrostu gospodarczego, a zwłaszcza popytu krajowego, powinno w perspektywie kilku kwartałów zacząć generować silniejszą presję inflacyjną i skłonić RPP do poparcia wniosków o podwyżki.

## Pod lupą: polityka fiskalna



### Potrzeby pożyczkowe brutto w 2014 i ich finansowanie



	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	13.01	zmiana od 11.12.13	zmiana od 31.12.13	13.01	zmiana od 11.12.13	zmiana od 31.12.13
Polska	253	-7	15	77	-6	-2
Czechy	70	29	12	60	0	-1
Węgry	371	-35	-6	235	-36	-21
Grecja	605	-91	-55	38	12	2
Hiszpania	203	-18	-18	130	-18	-24
Irlandia	147	-18	-5	106	-14	-14
Portugalia	351	-67	-58	283	-59	-63
Włochy	209	-14	-6	152	-13	-17
Francja	52	5	3	52	1	-2
Niemcy	-	-	-	24	-1	-2

Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, szybko.pl, BZ WBK

### Lepsze od oczekiwań dochody budżetu w 2013

Na koniec listopada deficyt budżetowy wyniósł 38,54 mld zł i stanowił prawie 75% rocznego planu (po nowelizacji). W samym tylko listopadzie odnotowano nadwyżkę budżetową w wysokości prawie 1 mld zł (wobec prawie 10 mld zł deficytu w październiku). Był to efekt lepszej realizacji po stronie dochodowej, głównie z wyższych wpływów z tytułu podatków CIT (wzrost o 9% r/r) i PIT (wzrost o 1,5% r/r). Natomiast dochody z podatków pośrednich w listopadzie obniżyły się o 5,7% r/r, głównie za sprawą spadku wpływów z VAT (o 12,7% r/r po wzroście o 14,2% r/r w październiku).

Wstępne szacunki Ministerstwa Finansów wskazują, że deficyt budżetowy za 2013 rok wyniósł około 44 mld zł i był o 8 mld zł niższy od planu (51,6 mld zł). Lepsza realizacja była wynikiem wyższych dochodów o 2,5-3 mld zł niż założono w znnowelizowanym budżecie. Szacujemy, że wynikały one z nieco wyższych podatków dochodowych (PIT, CIT), przy realizacji podatków pośrednich (w tym VAT) na poziomie zbliżonym do znnowelizowanego planu.

Z drugiej strony realizacja wydatków za 2013 r. wyniosła ok. 322 mld zł, co stanowiło 98,5% planu po nowelizacji. Warto zaznaczyć, że w ubiegłym roku Ministerstwo Finansów zdecydowało się na dodatkową wpłatę do budżetu Unii Europejskiej w wysokości 470 mln zł (efekt korekty budżetu unijnego), po to żeby nie obciążać płatnościami budżetu państwa w 2014 roku.

Niższa realizacja deficytu budżetowego za 2013 r. sugeruje, że również deficyt całego sektora finansów publicznych w ubiegłym roku był poniżej wcześniejszych planów (4,8% PKB szacowanych przez resort finansów i Komisję Europejską). W naszej ocenie wyniósł on ok. 4,4% PKB.

### Mocne otwarcie 2014 r.

Plan prefinansowania potrzeb pożyczkowych na 2014 r. okazał się lepszy od wcześniejszych założeń Ministerstwa Finansów. Stopień prefinansowania wyniósł 25-30% planu (ostateczna wartość zostanie podana po rozliczeniu budżetu za 2013 r.) vs 27% na początku 2013.

Pierwsze styczniowe emisje tak na rynku zagranicznym, jak i krajowym spotkały się z solidnym popytem ze strony inwestorów. Co więcej, w sprzedaży 10-letniej euroobligacji (2 mld €) wyraźnie był widoczny udział banków centralnych i funduszy zarządzających środkami publicznymi (14% sprzedaży ogółem). Uwzględniając aukcje euroobligacji, krajowego długu (PS0718 i WZ0124) oraz środki z kredytu od międzynarodowych instytucji (w wysokości 0,54 mld €) szacujemy, że tegoroczne potrzeby pożyczkowe są sfinansowane w około 40%. Ministerstwo Finansów przewiduje realizację tegorocznego planu na poziomie 50% na koniec stycznia. Jest to wysoce prawdopodobne, tym bardziej, że wynikiem drugiej aukcji styczniowej będzie sprzyjający wykup obligacji OK0114 i płatności odsetkowe od WZ (łącznie na rynek wpłynę ok. 15 mld zł). W naszej ocenie możliwe jest pełne sfinansowanie potrzeb do końca lipca.

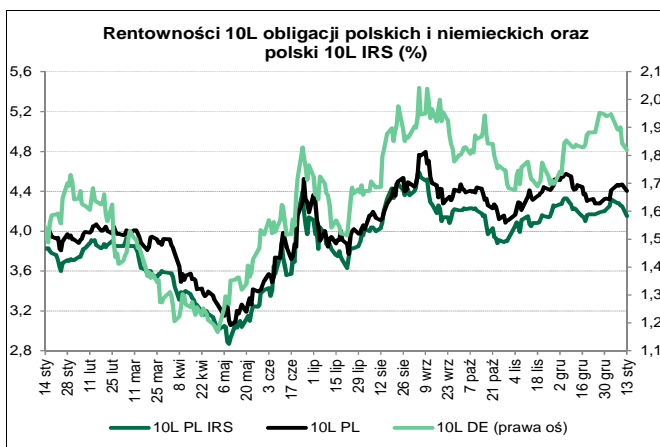
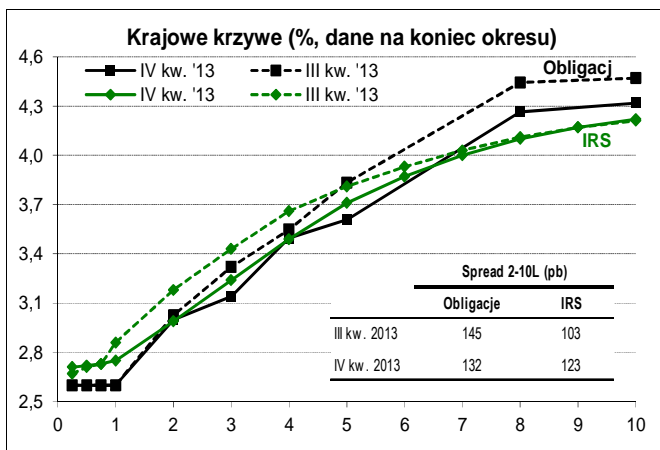
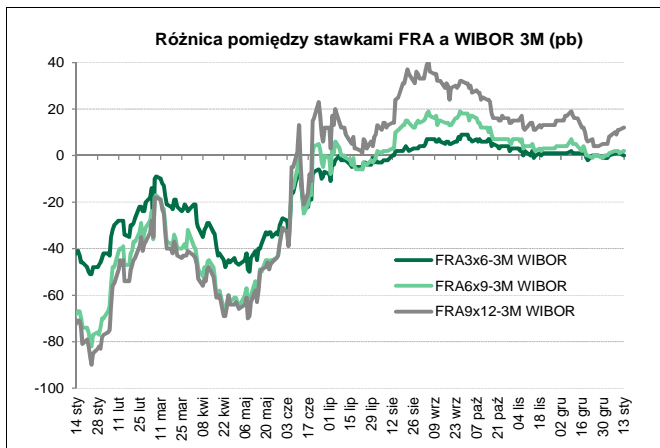
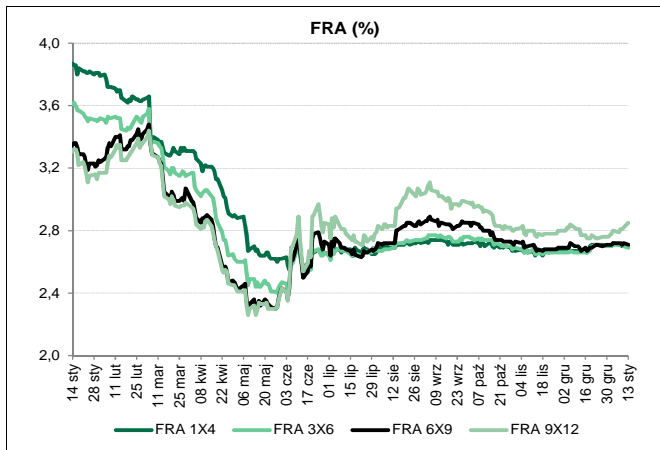
### Poprawiające się fundamenty peryferii wspierają dług

W grudniu Fed zdecydował się na rozpoczęcie redukcji programu QE3 od stycznia 2014 r. Reakcja rynków po ogłoszeniu decyzji wskazuje na to, że taka decyzja była częściowo dyskontowana (wzrost rentowności amerykańskich obligacji o 6-10 pb w sektorach 5-10 lat). Po publikacji lepszych od oczekiwań danych rentowność amerykańskiej 10-latkę wzrosła powyżej 3%, a niemieckiej do ok. 2%.

Poprawiające się perspektywy gospodarek peryferii strefy euro przyniosły spadek rentowności obligacji tych krajów. W przypadku Włoch i Hiszpanii rentowności w sektorze 10 lat spadły poniżej 4%, najniższego poziomu od IV kw. 2010. Poprawiły się także miary ryzyka – zawężenie spreadu wobec Bundów i spadek CDS.

W najbliższych miesiącach oczekujemy ograniczonego wzrostu rentowności obligacji na rynkach bazowych, głównie na długim końcu. Relatywnie silny powinien pozostać dług peryferii.

## Rynek stopy procentowej



Źródła: Reuters, BZ WBK

## Pod wpływem deklaracji RPP

▪ Druga połowa grudnia przyniosła wzrost stawek WIBOR, głównie stawki 3-miesięcznej, która wyniosła na koniec roku 2,71% (najwyższy poziom od końca sierpnia). Częściowo wzrost ten wiążemy z przełomem roku – historycznie w tym okresie obserwujemy wzrost stawek WIBOR do 6 miesięcy. W konsekwencji spread pomiędzy WIBOR3M i stopą referencyjną rozszerzył się nieco powyżej 20pb. Początek nowego roku nie przyniósł większych zmian w notowaniach stawek WIBOR, w tym stawka 3-miesięczna stabilizowała się na poziomie 2,70%.

▪ Stawki FRA pozostały bardziej wrażliwe na publikowane dane makro. Listopadowy odczyt inflacji, który okazał się niższy od oczekiwań przyniósł spadek FRA wzdłuż krzywej. W efekcie zmian jakie zaszły na obu rynkach, różnica pomiędzy stawkami FRA a WIBOR 3M znacząco zmalała na koniec roku (w tym dla FRA9x12-WIBOR 3M do 5 pb wobec prawie 20 pb na początku grudnia). Początek nowego roku przyniósł rozszerzenie tego spreadu, głównie dla dłuższych terminów. Warto zauważyć, że FRA12x15 w ostatnim okresie stabilizowała się blisko 3%, wskazując, że rynek oczekuje pierwszej podwyżki stóp w perspektywie roku.

▪ Rynek pieniężny pozostaje pod silnym wpływem deklaracji RPP, mówiącej, że stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie przynajmniej do połowy 2014 r. (została ona potwierdzona również na styczniowym posiedzeniu Rady). Bieżące oczekiwania rynkowe są poniżej naszych prognoz odnośnie przyszłej polityki monetarnej (oczekujemy pierwszej podwyżki stóp procentowych we wrześniu). W naszej ocenie stawki WIBOR pozostaną na niezmiennym poziomie w najbliższych miesiącach, dopóki perspektywy wzrostu inflacji pozostają ograniczone, a wzrost gospodarczy umiarkowany.

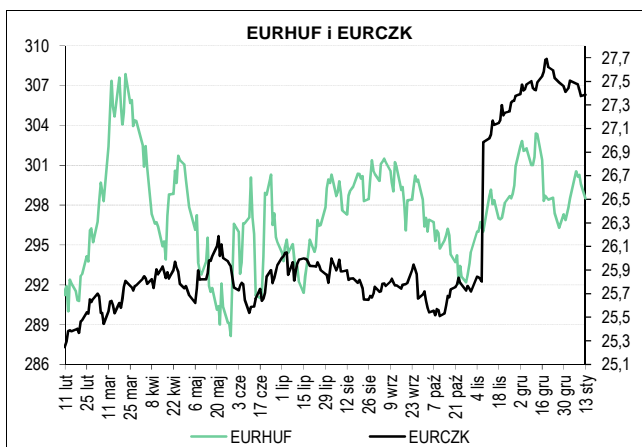
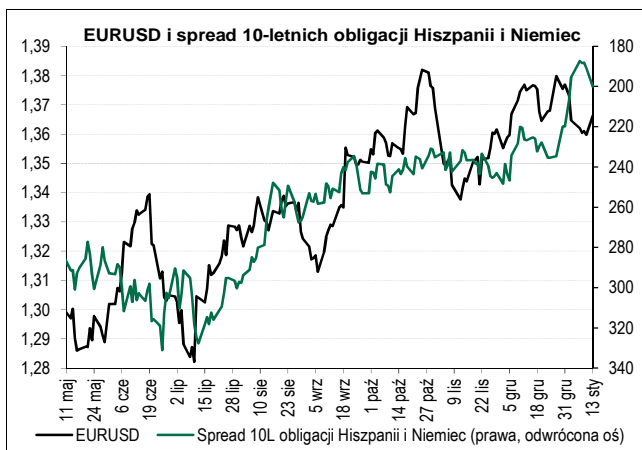
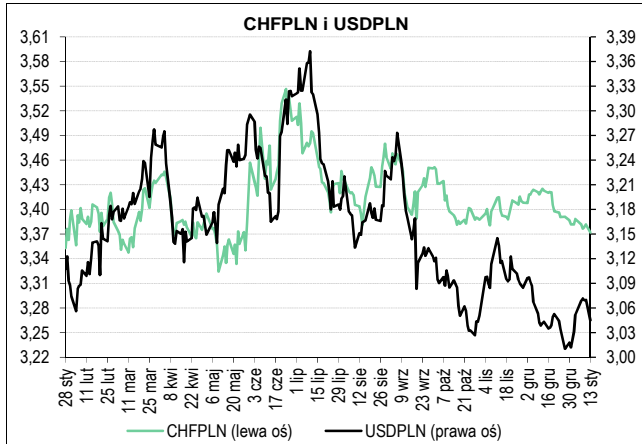
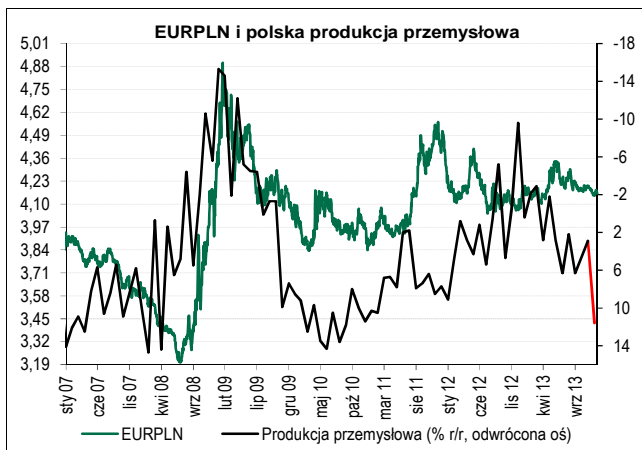
## OFE i nastroje na rynkach globalnych wyznaczają kierunek

▪ Grudzień przyniósł umocnienie na rynku obligacji i IRS. Pomimo decyzji Fed o rozpoczęciu redukcji programu QE3 od stycznia 2014, krzywe rentowności i IRS obniżyły się. Popyt skoncentrował się przede wszystkim na średnim i długim końcu krzywej, podczas gdy krótki koniec pozostał względnie stabilny. W konsekwencji krzywe nieco się spłaszczyły – spread 2-10L zawęził się, po osiągnięciu maksimum na początku grudnia wynoszących odpowiednio ok. 170 pb dla obligacji oraz 130 pb dla IRS.

▪ Koniec 2013 i początek nowego roku przyniosły zwiększoną zmienność na rynku i wzrost rentowności obligacji i stawek IRS (głównie na średnim i długim końcu krzywych). Zwiększona podaż na rynku długu mogła wynikać m.in. z dostosowania inwestorów do oczekiwanego zmniejszenia udziału polskich papierów w globalnych benchmarkach obligacyjnych. Pierwsze emisje długu tak na rynek zagraniczny (emisja euroobligacji o wartości 2 mld €), jak i krajowy pokazały solidny popyt ze strony inwestorów. W naszej ocenie ostatnie wzrosty rentowności zwiększyły atrakcyjność krajowego długu dla krajowych (głównie krajowe banki) i zagranicznych inwestorów. Wyniki aukcji wsparły rynek obligacji, dając impuls do spadku rentowności wzdłuż krzywej. Także słabszy od oczekiwań odczyt danych z rynku pracy w USA przyczynił się do dalszego spadku rentowności i stawek IRS.

▪ W najbliższych miesiącach sytuacja na krajowym rynku obligacji będzie pod silnym wpływem nastrojów na rynkach globalnych. Po wprowadzeniu w życie zmian w OFE, udział zagranicznych inwestorów wśród posiadaczy krajowego długu wzrośnie znacząco (prawdopodobnie powyżej 40%). W związku z tym wahania nastrojów na rynkach światowych (np. pod wpływem działań Fed) mogą mieć istotne znaczenie dla inwestorów. Niepewność co do skali redukcji programu QE3 w kolejnych miesiącach 2014 może negatywnie przekładać się na rentowności obligacji, głównie na długim końcu krzywych. Z drugiej strony, krótki koniec krzywych jest dobrze zakotwiczony biorąc pod uwagę wciąż niską presję inflacyjną.

## Rynek walutowy



Źródła: GUS, Reuters, BZ WBK

**Przejściowe osłabienie złotego na początku 2014 r.**

▪ Według danych agencji Bloomberg, w 2013 r. złoty był trzecią najsilniejszą walutą w stosunku do euro, dolara, franka i funta, jeśli weźmiemy pod uwagę rynki rozwijające się. Przed nim znalazły się tylko rumuński lej i chiński juan.

▪ Pierwsze dni 2014 roku nie były korzystne dla złotego – krajowa waluta radziła sobie słabiej w stosunku do tych czterech walut – lepszy początek roku miała choćby turecka lira czy rosyjski rubel, jak również wiele walut z Ameryki Łacińskiej. Presję na złotego – i inne waluty naszego regionu – wywarły m.in. gorsze od oczekiwań indeksy PMI dla przemysłu za grudzień. Poza tym, warszawska giełda radzi sobie na początku roku dużo słabiej niż zachodnie parkiety, co również może niekorzystnie wpływać na krajową walutę. Dopiero rozczarowujące dane z rynku pracy USA wywołały dość wyraźne odreagowanie i EURPLN spadł z 4,18 do prawie 4,14.

▪ Słabość krajowej waluty z początku br. była jedynie tymczasowa. Co więcej, nasze prognozy grudniowych danych o produkcji przemysłowej i budowlanej oraz sprzedaży detalicznej są powyżej konsensusu. Jeżeli się sprawdzą, wtedy odczyty te mogą przesłonić negatywną niespodziankę ze strony PMI dla przemysłu i być kolejnym korzystnym impulsem dla złotego w dalszej części miesiąca. Poza tym, krajowa waluta dość dobrze zniosła nie przez wszystkich oczekiwaną grudniową decyzję FOMC o ograniczeniu skali QE3. Reakcja rynków akcyjnych – wzrosty dzięki retoryce banku centralnego wskazującej, że krok ten podyktowany jest nadziejami na dalszą poprawę w gospodarce USA – sugeruje, że perspektywa dalszego zmniejszania skali pieniężnej stymulacji może już nie budzić takich obaw wśród inwestorów. Szczególnie, że dane z amerykańskiego rynku pracy za grudzień rozczarowały i wzmocniły nadzieje, że FOMC odłoży w czasie kolejne ograniczenie QE3. Wg nas, EURPLN wyniesie w styczniu średnio 4,15.

**Euro zyskuje dzięki danym z USA**

▪ W okresie świąteczno-noworocznym EURUSD zanotował dość wyraźny, ale tylko tymczasowy, wzrost do 1,39. Na początku roku nastąpiło odreagowanie – presję na euro wywarły dane z Eurolandu wskazujące na nierównomiernie tempo odradzania się gospodarki (w szczególności, słabe dane z Francji) oraz pozytywne wieści z USA. Dopiero znacznie słabsze od oczekiwań dane o z rynku pracy USA zainicjowały odbicie do 1,365.

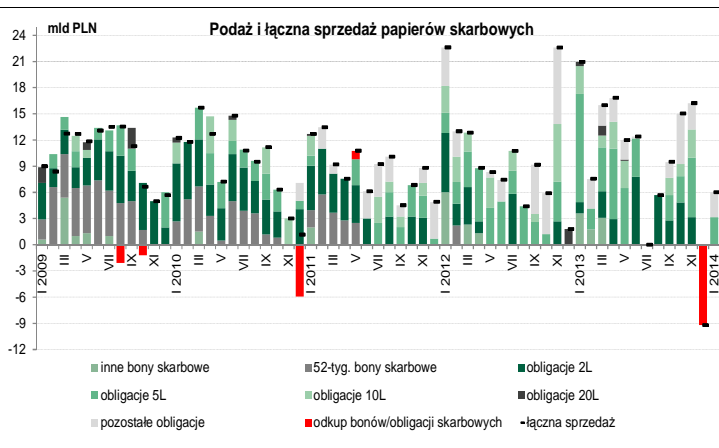
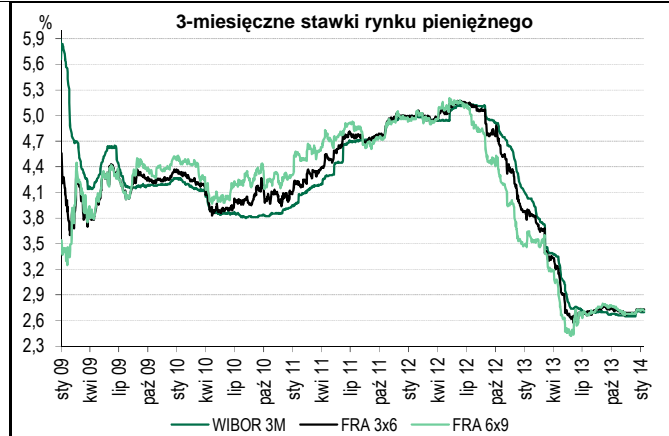
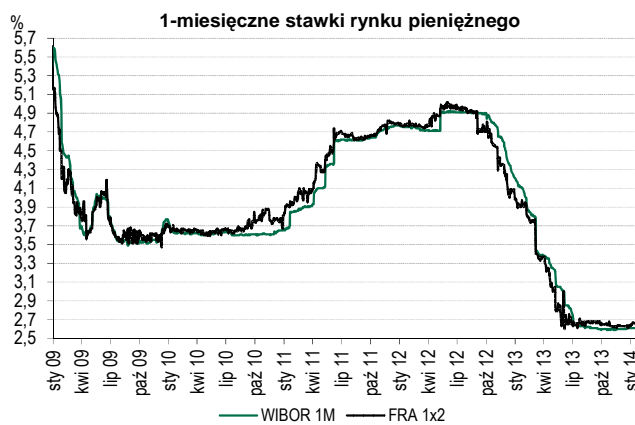
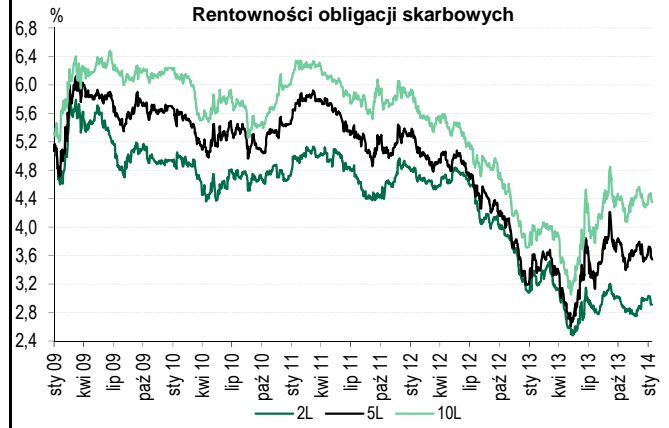
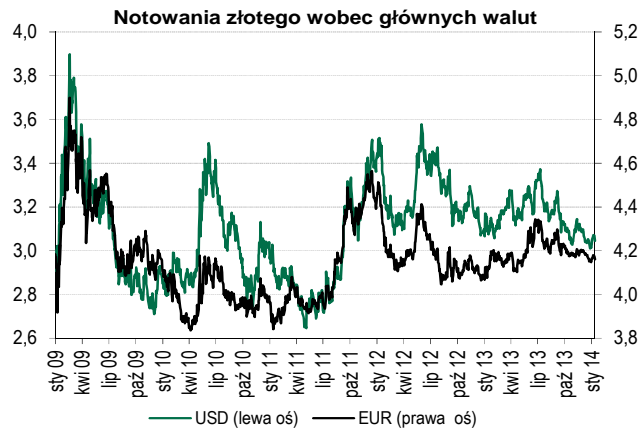
▪ Podtrzymujemy nasz scenariusz stopniowej aprecjacji wspólnej waluty w relacji do dolara w kolejnych miesiącach 2014. W styczniu różnica rentowości 10-letnich obligacji Hiszpanii i Niemiec spadła poniżej 200 pb po raz pierwszy od maja 2011, zawężeniu uległ też spread dla Włoch. Jest to okoliczność wspierająca notowania euro. W krótkim terminie dolar może jednak nieco zyskać wobec faktu, że rynek oswoił się już w pewnym stopniu z ograniczeniem QE3, a ton EBC po styczniowym posiedzeniu wzmocnił oczekiwania, że w najbliższym czasie bank może jeszcze rozluźnić politykę pieniężną. Czynniki te, razem z korektą po silnym wzroście wywołanym przez słabe grudniowe dane z rynku pracy USA, może spowodować, że na koniec stycznia EURUSD będzie blisko 1,35.

**Korona i forint odrabiają część strat z początku roku**

▪ Podobnie jak w przypadku złotego, początek roku dla czeskiej korony i węgierskiego forinta był niezbyt udany. Ruch w górę w przypadku EURCZK był niewielki, ale kurs EURHUF odbił z 296 do nieznacznie powyżej 301. Obie waluty zdołały odrobić część strat dzięki dobrym danym makro oraz odbiciu inflacji (korona) i udanej aukcji obligacji i sugestii o tym, że cykl cięcia stóp dobiega końca (forint). Wcześniej, pozytywny wpływ na węgierskiego forinta miał wyrok tamtejszego sądu najwyższego, który orzekł, że banki nie są odpowiedzialne za straty kredytobiorców poniesione w wyniku niekorzystnych zmian kursu walutowego. W ocenie inwestorów, wyrok ten zmniejszył potencjalne koszty, jakie tamtejszy sektor bankowy może ponieść wskutek planowanych przez węgierski rząd działań na rzecz wsparcia obywateli spłacających kredyty walutowe.



## Monitor rynku



## Przetargi bonów skarbowych w 2012/2013 r. (mln zł)

Data przetargu	OFERTA	POPYT / SPRZEDAŻ
09.01.2012	49-tyg.: 1000-2000	5402/2223
30.01.2012	30-tyg.: 1000-2000	3249/1997
30.01.2012	51-tyg.: 1000-2000	4225/1592
27.02.2012	52-tyg.: 1000-2000	6711/2190
26.03.2012	52-tyg.: 1000-3000	5402/2223
23.04.2012	31-tyg.	3117/1332
07.01.2013	20-tyg.: 2000-3000	10967/3602
04.02.2013	20-tyg.: 1000-2000	7728/1747
04.03.2013	25-tyg.: 2000-3000	7324/3084

\* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

## Przetargi obligacji skarbowych w 2013/2014 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg				Przetarg zamiany		
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	Obligacje	sprzedaż
styczeń'13	3.01	DS1023/WS0429	3000-5000	3664,3	23.01	OK0715/PS0418	6000-9000	13693,8			
lut	7.02	PS0418/WZ0117	4000-6000	5806,5	13.02	OK0715/WZ0124	3000-5000	4584,7			
marzec	20.03	OK/PS/WZ	2000-6000	8080,6					7.03	PS0413/OK0713/DS1013	DS/WS/WZ
kwiecień	11.04	DS1023/WZ0124	3000-5000	5029,1	23.04	OK/WZ/PS	5000-	11788,6			
maj	9.05	PS0718	3500-5500	6498,0	16.05	DS/WZ/WS	2000-6000	5505,4			
czerwiec	6.06	PS0718/WZ0119	3000-5000	4606,5					19.06	OK0713/DS1013	
lipiec											
sierpień	7.08	OK0116	3000-5000	5695,0							
wrzesień	5.09	OK0112/PS0718	5000-7000	5706,8					25.09	DS1013/OK0114	WZ0119/DS1023
październik	3.10	PS0718	2500-4500	3008,0	22.10	OK0116/IZ0823/DS1023	6000-	12019,9	16.10	EUR20140203**	445,0
listopad	7.11	OK0116/PS0718	4000-7000	7964,2	13.11	USD20140115**	100	132	20.11	OK0114/PS0414	DS1023/WS/WZ/IZ
grudzień									5.12	OK0114/PS0414	PS0416/WZ0119
styczeń'14	9.01	PS0718/WZ0124	3000-5000		23.01	OK0716/WZ0119/inne stare benchmarki					

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

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>13 stycznia</b>	<b>14</b> <b>PL: Podaż pieniądza (XII)</b> EZ: Produkcja przemysłowa (XI) US: Sprzedaż detaliczna (XII)	<b>15</b> <b>PL: CPI (XII)</b> HU: CPI (X) US: Beżowa Księga Fed	<b>16</b> <b>PL: Inflacja bazowa (XII)</b> EZ: HICP (XII) US: CPI (XII) US: Indeks Philly Fed (I)	<b>17</b> <b>PL: Bilans płatniczy (XI)</b> US: Rozpoczęte budowy domów / pozwolenia na budowę (XII) US: Produkcja przemysłowa (XII) US: Wstępny Michigan (I)
<b>20</b> <b>PL: Płace i zatrudnienie (XII)</b>	<b>21</b> <b>PL: Produkcja przemysłowa (XII)</b> <b>PL: PPI (XII)</b> DE: Indeks ZEW (I) HU: Decyzja banku centralnego	<b>22</b>	<b>23</b> <b>PL: Minutes RPP</b> CN: Wstępny PMI – przemysł (I) DE: Wstępny PMI – przemysł (I) EZ: Wstępny PMI – przemysł (I) US: Sprzedaż domów (XII)	<b>24</b>
<b>27</b> DE: Indeks Ifo (I) US: Sprzedaż nowych domów (XII)	<b>28</b> US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (XII) US: S&P/Case-Shiller (XI) US: Indeks nastrojów konsumentów (I)	<b>29</b> US: Decyzja Fed	<b>30</b> <b>PL: Sprzedaż detaliczna i stopa bezrobocia (XII)</b> CN: PMI – przemysł (I) US: Pierwszy szacunek PKB (IV kw.) US: Niezakończona sprzedaż domów (XII)	<b>31</b> <b>PL: Oczekiwania inflacyjne (I)</b> US: Dochody osobiste (XII) US: Wydatki konsumentów (XII) US: Indeks Michigan (I)
<b>3 lutego</b> <b>PL: PMI – przemysł (I)</b> DE: PMI – przemysł (I) EZ: PMI – przemysł (I) US: ISM – przemysł (I)	<b>4</b> US: Zamówienia przemysłowe (XII)	<b>5</b> <b>PL: Decyzja RPP</b> DE: PMI – usługi (I) EZ: PMI – usługi (I) US: Raport ADP (I) US: ISM-usługi (I)	<b>6</b> CZ: Produkcja przemysłowa (XII) CZ: Decyzja banku centralnego EZ: Decyzja EBC DE: Zamówienia przemysłowe (XII)	<b>7</b> DE: Eksport (XII) DE: Produkcja przemysłowa (XII) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (I) US: Stopa bezrobocia (I)
<b>10</b>	<b>11</b>	<b>12</b> CZ: CPI (I) EZ: Produkcja przemysłowa (XII) <b>PL: Bilans płatniczy (XII)</b>	<b>13</b> US: Sprzedaż detaliczna (I)	<b>14</b> <b>PL: CPI (I)</b> <b>PL: Podaż pieniądza (I)</b> PL, HU, CZ, DE, EZ: wstępny PKB (IV kw.)
<b>17</b>	<b>18</b> <b>PL: Płace i zatrudnienie (I)</b> DE: Indeks ZEW (II)	<b>19</b> <b>PL: Produkcja przemysłowa (I)</b> <b>PL: PPI (I)</b> US: Rozpoczęte budowy domów (I) US: Pozwolenia na budowę domów (I) US: Minutes FOMC	<b>20</b> <b>PL: Minutes RPP</b> CN: Wstępny PM – przemysł (II) DE: Wstępny PMI – przemysł (II) EZ: Wstępny PMI – przemysł (II) US: CPI (I) US: Indeks Philly Fed (II)	<b>21</b> US: Sprzedaż domów (I)

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

## Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2014 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie EBC	8	6	6	3	8	5	3	7	4	2	6	4
Posiedzenie RPP	7-8	4-5	4-5	8-9	6-7	3-4	1-2	19	2-3	7-8	4-5	2-3
Minutes RPP	23	20	20	17	22	20	-	21	18	23	20	18
Szybki szacunek PKB*	-	14	-	-	15	-	-	14	-	-	14	-
PKB*	-	28	-	-	30	-	-	29	-	-	28	-
Inflacja CPI	15	14 <sup>a</sup>	14 <sup>b</sup>	15	14	13	15	13	15	15	13	15
Inflacja bazowa	16	-	14	16	15	16	16	14	16	15	17	16
Ceny producenta	21	19	19	17	20	18	17	20	17	17	20	17
Produkcja przemysłowa	21	19	19	17	20	18	17	20	17	17	20	17
Sprzedaż detaliczna	24	25	22	23	24	25	23	26	24	22	26	23
Płace brutto, zatrudnienie	20	18	18	16	19	17	16	19	16	16	19	16
Handel zagraniczny	Około 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	2											
Bilans płatniczy	17	12										
Podaż pieniądza	14	14										
Wskaźniki koniunktury	23	21	21	23	22	23	22	22	22	22	21	19

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

## Dane i prognozy ekonomiczne

## Wskaźniki miesięczne

		gru 12	sty 13	lut 13	mar 13	kwi 13	maj 13	cze 13	lip 13	sie 13	wrz 13	paź 13	lis 13	gru 13	sty 14
PMI	pkt.	48,5	48,6	48,9	48,0	46,9	48,0	49,3	51,1	52,6	53,1	53,4	54,4	53,2	54,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	-9,6	0,4	-2,1	-2,9	2,8	-1,8	2,8	6,3	2,2	6,3	4,6	2,9	11,6	3,7
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-24,9	-16,1	-11,4	-18,5	-23,1	-27,5	-18,3	-5,2	-11,1	-4,8	-3,2	-2,9	21,9	4,4
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	-2,5	3,1	-0,8	0,1	-0,2	0,5	1,8	4,3	3,4	3,9	3,2	3,8	7,3	6,1
Stopa bezrobocia	%	13,4	14,2	14,4	14,3	14,0	13,5	13,2	13,1	13,0	13,0	13,0	13,2	13,5	14,0
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw <sup>a</sup>	% r/r	2,4	0,4	4,0	1,6	3,0	2,3	1,4	3,5	2,0	3,6	3,1	3,1	2,7	3,3
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-0,5	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,5
Eksport (w euro)	% r/r	-1,1	6,4	4,3	-1,2	11,0	0,3	5,4	6,6	1,9	8,1	0,2	1,1	16,8	9,9
Import (w euro)	% r/r	-0,9	1,1	-6,2	-1,3	1,6	-6,1	-1,9	2,8	-0,9	3,2	2,4	1,0	-0,6	4,2
Bilans handlowy	mIn EUR	-1 156	-64	426	-502	630	1	570	78	264	677	53	-260	690	636
Rachunek bieżący	mIn EUR	-1 705	-1 375	-668	-272	569	-176	100	-661	-533	-877	-466	-1 230	-23	-586
Rachunek bieżący	% PKB	-3,7	-3,5	-3,3	-3,1	-2,8	-2,8	-2,3	-1,9	-2,0	-1,9	-1,9	-1,9	-1,4	-1,2
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-30,4	-8,4	-21,7	-24,4	-31,7	-30,9	-26,0	-25,9	-26,8	-29,6	-39,5	-38,5	-43,6	-6,0
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	86,9	16,4	42,0	47,3	61,6	60,0	50,4	50,3	51,9	57,4	76,6	74,7	84,5	12,6
Inflacja (CPI)	% r/r	2,4	1,7	1,3	1,0	0,8	0,5	0,2	1,1	1,1	1,0	0,8	0,6	0,8	0,9
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	1,4	1,4	1,1	1,0	1,1	1,0	0,9	1,4	1,4	1,3	1,4	1,1	1,3	1,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,1	-1,2	-0,3	-0,7	-2,1	-2,5	-1,3	-0,8	-1,1	-1,4	-1,4	-1,5	-1,0	-0,8
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	4,5	4,4	5,5	6,6	7,4	6,5	7,0	6,6	6,1	6,1	5,9	5,7	6,1	6,0
Zobowiązania	% r/r	4,7	5,0	5,2	6,6	7,1	6,0	6,5	5,6	5,8	6,0	5,9	5,1	5,0	5,4
Należności	% r/r	2,3	3,6	3,7	3,5	2,3	1,4	3,5	3,7	3,3	3,7	2,9	3,8	4,0	3,4
EUR/PLN	PLN	4,10	4,14	4,17	4,16	4,14	4,18	4,28	4,28	4,23	4,24	4,19	4,19	4,18	4,15
USD/PLN	PLN	3,12	3,11	3,12	3,21	3,18	3,22	3,25	3,27	3,18	3,17	3,07	3,10	3,05	3,04
CHF/PLN	PLN	3,39	3,37	3,39	3,39	3,39	3,36	3,47	3,46	3,43	3,43	3,40	3,40	3,41	3,37
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	4,25	4,00	3,75	3,25	3,25	3,00	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
WIBOR 3M	%	4,26	4,03	3,80	3,48	3,29	2,86	2,74	2,70	2,70	2,69	2,67	2,65	2,67	2,70
Rentowność obligacji 2L	%	3,23	3,25	3,36	3,26	2,89	2,55	2,86	2,87	2,98	3,07	2,90	2,80	2,94	2,98
Rentowność obligacji 5L	%	3,35	3,46	3,56	3,46	3,03	2,80	3,43	3,36	3,67	3,86	3,62	3,64	3,65	3,60
Rentowność obligacji 10L	%	3,87	3,91	4,00	3,93	3,50	3,28	3,95	3,97	4,31	4,50	4,28	4,38	4,41	4,38

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

## Wskaźniki kwartalne i roczne

		2011	2012	2013	2014	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
PKB	mld PLN	1 523,2	1 595,2	1 632,0	1 702,4	377,9	395,7	404,3	454,1	391,8	412,9	422,1	475,5
PKB	% r/r	4,5	1,9	1,5	3,1	0,5	0,8	1,9	2,6	2,7	3,2	3,3	3,3
Popyt krajowy	% r/r	3,6	-0,2	-0,2	2,2	-0,9	-1,7	0,5	0,9	1,0	1,9	2,3	3,4
Spożycie indywidualne	% r/r	2,6	0,8	0,7	1,8	0,0	0,2	1,0	1,5	1,5	1,7	2,0	2,2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	8,5	-0,8	-0,5	3,7	-2,1	-3,2	0,6	1,0	1,0	2,0	3,0	6,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	7,7	1,0	2,7	5,7	-2,0	1,2	4,9	6,1	6,0	5,7	5,7	5,4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	12,3	-1,0	-8,6	11,6	-15,6	-22,9	-7,0	5,6	9,6	19,8	16,6	3,5
Sprzedż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	11,2	6,0	2,8	5,7	0,9	0,8	4,0	5,0	5,9	7,0	4,2	5,8
Stopa bezrobocia <sup>b</sup>	%	12,5	13,4	13,5	12,7	14,3	13,2	13,0	13,5	13,7	12,9	12,4	12,7
Place brutto w gospodarce narodowej <sup>a</sup>	% r/r	5,2	3,7	3,3	4,9	2,6	3,3	4,0	3,1	4,1	4,9	5,4	5,3
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,6	0,0	-0,8	0,5	-0,7	-1,1	-1,2	-0,1	0,4	0,5	0,5	0,5
Eksport (w euro)	% r/r	12,1	5,9	4,8	11,3	3,2	5,5	5,6	5,0	11,0	11,5	11,8	11,0
Import (w euro)	% r/r	12,2	2,3	-0,4	8,9	-2,0	-2,2	1,7	1,0	7,0	8,5	9,0	11,0
Bilans handlowy	mldn EUR	-10 059	-5 175	2 564	6 549	-139	1 203	1 017	483	1 345	2 455	2 213	536
Rachunek bieżący	mldn EUR	-18 519	-14 191	-5 119	-833	-2 313	486	-2 072	-1 220	-209	1 053	-412	-1 265
Rachunek bieżący	% PKB	-5,0	-3,7	-1,3	-0,2	-3,1	-2,3	-1,9	-1,3	-0,8	-0,6	-0,2	-0,2
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-5,0	-3,9	-4,4	4,4	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	4,3	3,7	0,9	1,4	1,3	0,5	1,1	0,8	1,1	1,4	1,2	1,9
Inflacja (CPI) <sup>b</sup>	% r/r	4,6	2,4	0,8	2,0	1,0	0,2	1,0	0,8	1,1	1,6	1,4	2,0
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	2,4	2,2	1,2	1,8	1,2	1,0	1,4	1,3	1,7	1,8	1,6	2,0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	7,6	3,4	-1,3	0,7	-0,7	-2,0	-1,1	-1,3	-0,5	0,7	0,7	2,1
Podaż pieniądza (M3) <sup>b</sup>	% r/r	12,5	4,5	6,1	5,4	6,6	7,0	6,1	6,1	5,4	4,8	6,2	5,4
Zobowiązania <sup>b</sup>	% r/r	11,7	4,7	5,0	6,6	6,6	6,5	6,0	5,0	4,8	4,8	6,0	6,6
Należności <sup>b</sup>	% r/r	14,4	1,2	4,0	5,0	3,5	3,5	3,7	4,0	4,2	3,2	3,3	5,0
EUR/PLN	PLN	4,12	4,19	4,20	4,06	4,16	4,20	4,25	4,19	4,14	4,08	4,04	3,99
USD/PLN	PLN	2,96	3,26	3,16	2,96	3,15	3,22	3,21	3,08	3,05	3,00	2,94	2,86
CHF/PLN	PLN	3,34	3,47	3,41	3,23	3,38	3,41	3,44	3,40	3,34	3,26	3,21	3,11
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	4,50	4,25	2,50	3,00	3,25	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	2,75	3,00
WIBOR 3M	%	4,54	4,91	3,02	2,88	3,77	2,96	2,70	2,66	2,70	2,73	2,92	3,17
Rentowność obligacji 2L	%	4,81	4,30	2,98	3,26	3,29	2,77	2,98	2,88	2,99	3,10	3,35	3,58
Rentowność obligacji 5L	%	5,44	4,53	3,46	3,84	3,49	3,09	3,63	3,64	3,66	3,73	3,92	4,03
Rentowność obligacji 10L	%	5,98	5,02	4,04	4,64	3,95	3,58	4,26	4,36	4,45	4,58	4,70	4,82

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 13.01.2014 r. zostało przygotowane przez:

### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, fax 22 586 83 40

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

#### Maciej Reluga – Główny Ekonomista

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

<b>Piotr Bielski</b>	22 534 18 87
<b>Agnieszka Decewicz</b>	22 534 18 86
<b>Marcin Luziński</b>	22 534 18 85
<b>Marcin Sulewski</b>	22 534 18 84

## DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

### Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5  
61-894 Poznań

tel. 61 856 58 14/30

fax 61 856 44 56

### Warszawa

ul. Marszałkowska 142  
00-061 Warszawa

tel. 22 586 83 20/38

fax 22 586 83 40

### Wrocław

ul. Rynek 9/11  
50-950 Wrocław

tel. 71 369 94 00

fax 71 370 26 22

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Bank Zachodni WBK S.A., Obszar Skarbu, Departament Analiz Ekonomicznych, ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)