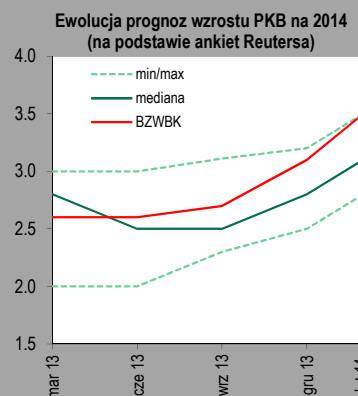
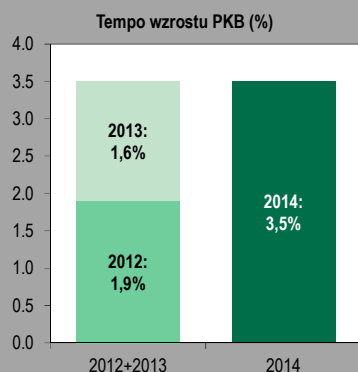


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Luty 2014

2012 + 2013 = 2014 ?



W tym miesiącu:

Gospodarka Polski	2
Pod lupą: polityka pieniężna	4
Pod lupą: polityka fiskalna	6
Rynek stopy procentowej	7
Rynek walutowy	8
Monitor rynku	9
Kalendarz makroekonomiczny	10
Dane i prognozy ekonomiczne	11

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

ul. Marszałkowska 142. 00-061 Warszawa fax 22 586 83 40
 email: ekonomia@bzwbk.pl Strona www: 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

■ **Wzrost gospodarczy w 2013 r. wyniósł 1,6%, wobec 1,9% w 2012 roku. Na skutek wzmocnienia pozytywnych sygnałów odnośnie skali ożywienia gospodarczego w ostatnim kwartale 2013 zmieniliśmy nasze prognozy na ten rok. Wygląda na to, że tempo rozwoju gospodarki w roku 2014 może być takie jak suma stóp wzrostu z dwóch poprzednich lat (1,9%+1,6%=3,5%). Według naszych szacunków, wzrost PKB w IV kwartale 2013 mógł wynieść już blisko 3% r/r, a w ujęciu kwartał do kwartału (odsezonowany) ok. 1%. Pozytywnie zaskoczył nie tylko poziom, ale też struktura wzrostu gospodarczego. W szczególności, wzrost konsumpcji prywatnej w IV kwartale wyniósł już blisko 2% r/r, podczas gdy jeszcze pół roku wcześniej mieliśmy do czynienia z całkowitą stagnacją.**

■ **Wynik wzrostu gospodarczego w IV kwartale zaskoczył tym bardziej, że dane o produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej za grudzień wcale nie były przesadnie optymistyczne.** Oczywiście, obiektywnie patrząc, były one całkiem niezłe, wpisując się w trend stopniowego ożywienia, jednak odczyty były poniżej naszych prognoz. W drugą stronę zaskoczył natomiast (po raz kolejny) styczniowy wskaźnik koniunktury PMI. Osiągnął najwyższy poziom od trzech lat, a poprawa widoczna była we wszystkich głównych składowych indeksu (produkcja, zamówienia, zatrudnienie na najwyższym poziomie w historii). Co ciekawe, w odróżnieniu od poprzednich cykli koniunkturalnych, wyraźnemu odbiciu tych indeksów nie towarzyszy presja kosztowa. Wskaźnik inflacji konsumenta również pozostaje na bardzo niskim poziomie.

■ **Obecną sytuację polskiej gospodarki zarysowaną powyżej, a w szczególności na dalszych stronach raportu, Prezes NBP Marek Belka opisał po lutowym powiedzeniu RPP jako „sytuację, o której każdy prowadzący politykę pieniężną tylko może marzyć”.** Rzeczywiście, jak na razie nie widać istotnego zagrożenia z punktu widzenia inflacji. Niemniej, wciąż prognozujemy, że dalsza poprawa sytuacji na rynku pracy, ożywienie konsumpcji i kolejne kwartały domykania luki popytowej spowodują wzrost inflacji w dalszej części tego roku. Powinna to pokazać również nowa projekcja inflacji NBP. Wydaje nam się, że mimo tego marcowe posiedzenie RPP wcale nie musi być przełomowe. Możliwe, że dopiero w lipcu (kiedy minie obecnie sugerowany okres stabilnych stóp) Rada określi co dalej ze stopami. Wówczas mogłaby nastąpić zmiana polityki relatywnie długiego (jak na polskie warunki) *forward guidance* na politykę analizowania przez RPP sytuacji „z posiedzenia na posiedzenie”.

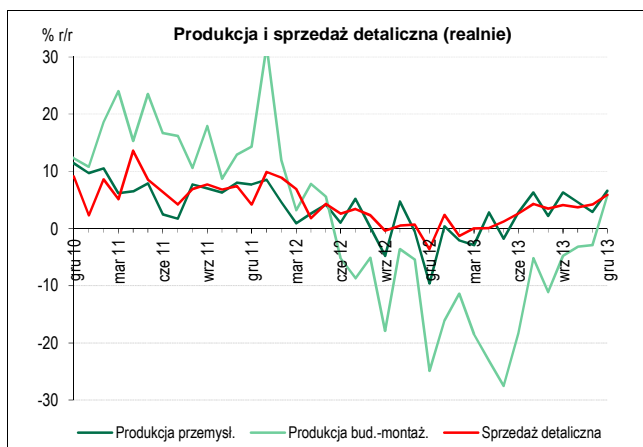
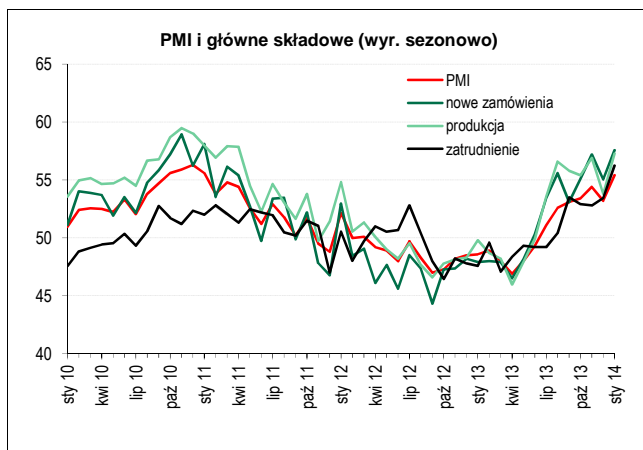
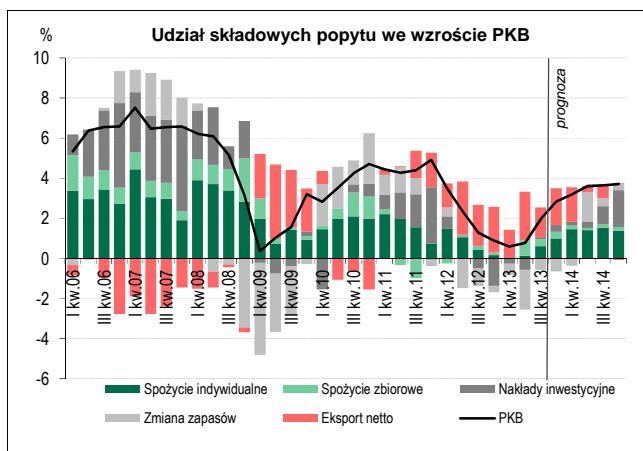
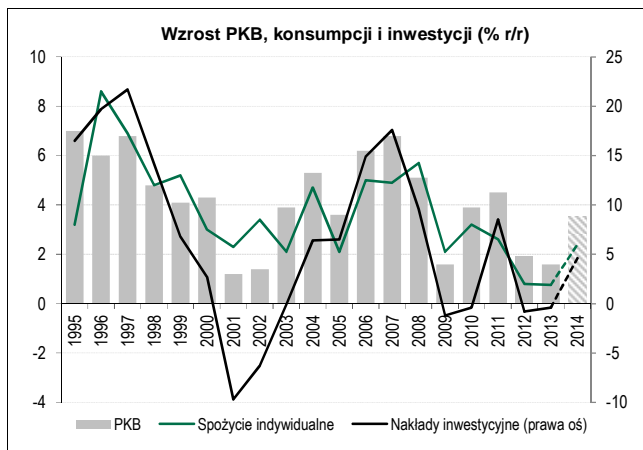
■ **Snu z powiek z pewnością nie spędzała też bankowi centralnemu sytuacja na polskim rynku walutowym.** Przejściowe osłabienie złotego nie było na tyle istotne, aby zagrażało stabilności gospodarki, a wręcz dało okazję eksporterom do zabezpieczenia przyszłych wpływów na wyższym poziomie kursu EURPLN. Oczywiście, złoty wciąż może być podatny na wahania pod wpływem możliwych dalszych zawirowań na rynkach wschodzących. W porównaniu do krajów tzw. „wrażliwej piątki”, których wspólną cechą są m.in. duże nierównowagi bilansu płatniczego i fiskalne, polskie fundamenty makroekonomiczne są bardziej pozytywne. Dodatkowo, są one wzmacniane tzw. elastyczną linią kredytową MFW. Nie zmienia to faktu, o którym pisaliśmy już wielokrotnie, że Polska na tle innych krajów wygląda niezbyt korzystnie pod względem zakumulowanej ujemnej pozycji inwestycyjnej netto i poziomu długu zagranicznego (szczegóły na stronie 4). W sumie, zawirowania na rynku walutowym obserwowane w styczniu nie zmieniają naszych prognoz kursowych i wciąż uważamy, że wypadkową ścierania się czynników lokalnych i globalnych będzie delikatne umocnienie złotego w trakcie roku (do ok. 4,0 wobec euro na koniec 2014 r.).

Na rynku finansowym 10 lutego 2014 r.:

Stopa depozytowa NBP	1,00	WIBOR 3M	2,71	EURPLN	4,1822
Stopa referencyjna NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	3,08	USDPLN	3,0683
Stopa lombardowa NBP	4,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	3,76	CHFPLN	3,4196

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.02.2014 r.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, Markit, BZ WBK

Wzrost gospodarczy pod koniec roku lepszy od oczekiwań

▪ Według wstępnych szacunków GUS, wzrost gospodarczy w 2013 r. wyniósł 1,6%, wobec 1,9% w 2012 roku. Wynik był nieco lepszy od oczekiwań – konsensus rynkowy i nasza prognoza wynosiły 1,5%. Choć różnica ta w skali całego roku wydaje się nieduża, to jednak oznacza naszym zdaniem dość wyraźną pozytywną niespodziankę, jeśli chodzi o tempo rozwoju w ostatnim kwartale. Zakładając brak rewizji danych dotyczących trzech pierwszych kwartałów roku, szacujemy, że wzrost PKB w IV kwartale 2013 mógł wynieść 2,8% r/r. Wzrost w ujęciu kwartał do kwartału (odsezonowany) wyniósł wg nas. ok. 0,9-1,1%, co odpowiada zannualizowanej stopie wzrostu na poziomie ok. 4%.

▪ Co ważne, pozytywnie zaskoczył nie tylko poziom, ale też struktura wzrostu gospodarczego. Dane wskazują na mocniejsze od oczekiwań ożywienie głównych składowych popytu krajowego. Spożycie indywidualne w całym roku zwiększyło się o 0,8%, zatem w IV kw. wzrost konsumpcji wynosił już blisko 2% r/r (jeszcze pół roku wcześniej mieliśmy do czynienia z całkowitą stagnacją). Nakłady inwestycyjne brutto w całym roku 2013 zmniejszyły się o 0,4%, co oznacza naszym zdaniem wzrost o ok. 1,3% r/r w ostatnim kwartale. Jednocześnie, wciąż bardzo wysoki dodatni wpływ na tempo wzrostu gospodarczego wywierały zmiany salda handlu zagranicznego – tzw. eksport netto dodał do wzrostu PKB ok. 1,8 pkt. proc. w całym roku i 1,7 pkt. proc. w samym IV kwartale.

▪ Tempo wychodzenia polskiej gospodarki z dołka koniunktury jest zatem szybsze od oczekiwań. Jednocześnie to wzrost gospodarczy o coraz solidniejszych podstawach, w którym rosnącą rolę pełni popyt krajowy. W związku z tym zdecydowaliśmy się podnieść naszą prognozę wzrostu PKB do 3,5% w 2014 r. (w IV kwartale wzrost może być bliski 4%). Oczekujemy, że konsumpcja prywatna zwiększy się o 2,4% a inwestycje o 4,6% i te dwa elementy odbiorą eksportowi netto pozycję głównego czynnika wzrostu.

Produkcja nie zachwyca, ale PMI sugeruje dalszą poprawę

▪ Wzrost produkcji przemysłowej w grudniu wyniósł 6,6% r/r, a produkcji budowlano-montażowej 5,8% r/r. Choć było to najszybsze tempo wzrostu w przemyśle od stycznia 2012, a w budownictwie od kwietnia 2012 to wynik rozczarował. Pewny wpływ na to miał słaby wynik w produkcji energii (-9,8% r/r), prawdopodobnie wskutek relatywnie ciepłego grudnia. Wzrost w przetwórstwie przemysłowym wyniósł natomiast 8,3% r/r.

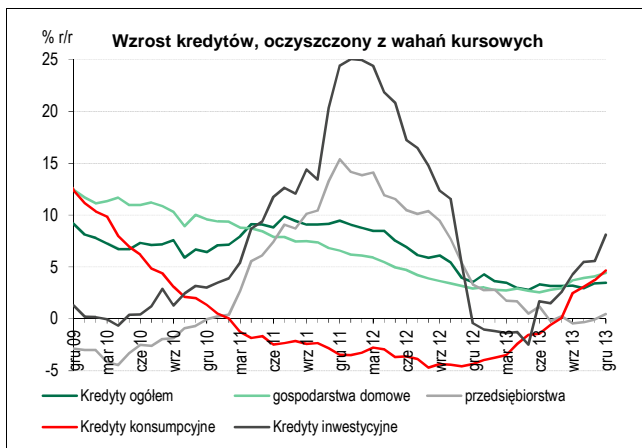
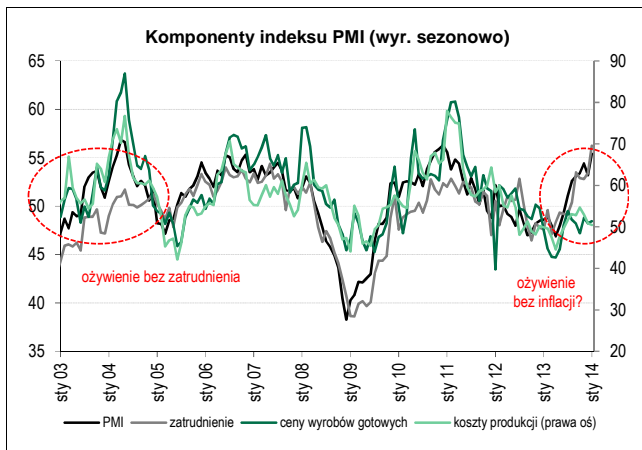
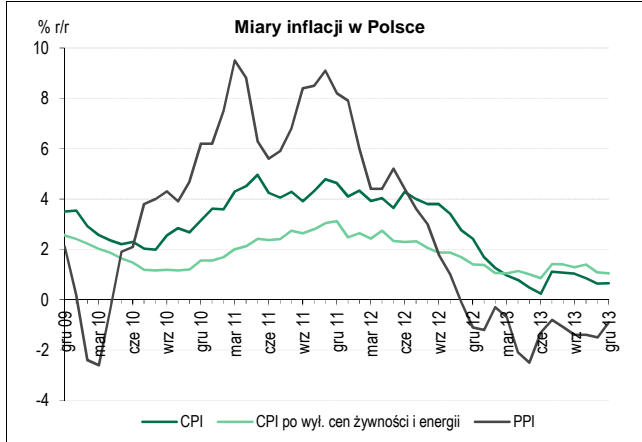
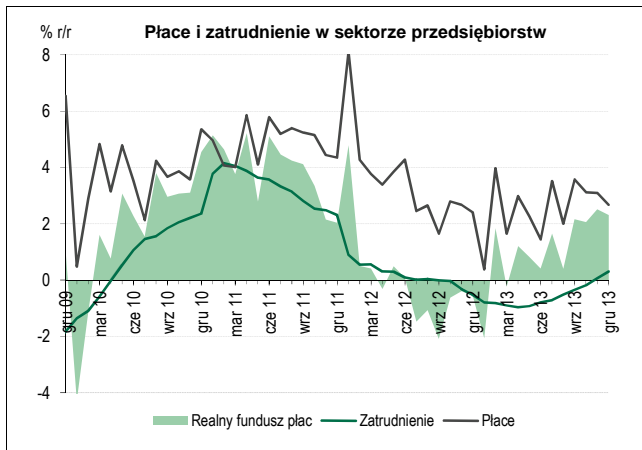
▪ Stycyniowy PMI na poziomie 55,4 pkt (najwyższy poziom od trzech lat) potwierdził, że aktywność gospodarcza wciąż się poprawia i jest to widoczne we wszystkich głównych subindeksach (produkcja, zamówienia, zamówienia eksportowe, zatrudnienie na najwyższym poziomie w historii). Wskaźniki koniunktury obliczane przez GUS także zanotowały mocną poprawę w styczniu.

Handel dalej się rozkręca

▪ Wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył w grudniu do 5,8% r/r i było to najszybsze tempo wzrostu od sierpnia 2012, choć naszym zdaniem przyspieszenie było częściowo spowodowane efektem bazy wynikającym z opóźnienia wypłat dla rolników w grudniu 2012 r.. W ujęciu realnym sprzedaż wzrosła o 5,9% r/r, czyli najszybciej od marca 2012. Realne obroty w handlu detalicznym również pokazały solidny wzrost, o 6,5% r/r. Przyspieszenie zarejestrowano także w handlu hurtowym (10,3% r/r, najszybciej od grudnia 2011 r.).

▪ Jeśli chodzi o handel zagraniczny, w listopadzie eksport wzrósł o 1,2% r/r, a import obniżył się o 0,8% r/r. Deficyt obrotów bieżących wyniósł 984 mln € i był niższy niż przed rokiem (1315 mln €) więc 12-miesięczny deficyt skurczył się do 1,7% PKB z 3,8% przed rokiem. Spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach eksport również będzie rósł szybciej od importu, co będzie sprzyjało dalszej redukcji nierównowagi na polskim rachunku bieżącym. Jednakże, stopniowe odbicie konsumpcji prywatnej powinno wspierać tempo wzrostu importu w perspektywie kilku kwartałów.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, BZ WBK

Poprawa na rynku pracy nabiera tempa na przełomie roku

W grudniu 2013 r. przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw było o 0,3% wyższe niż rok wcześniej. Roczne tempo wzrostu zatrudnienia przyspieszyło po raz ósmy z rzędu i jest to wyraz poprawiającej się sytuacji na rynku pracy. Od stycznia do grudnia najmocniej poprawiło się tempo wzrostu zatrudnienia w administrowaniu i działalności wspierającej (+6,2pp), przetwórstwie przemysłowym (+1,2pp) i handlu (+1,0pp). Ciekawie zapowiada się styczniowy odczyt, który pokaże efekt zmiany próby przez GUS. My spodziewamy się, że wzrost zatrudnienia może przekroczyć 1% r/r po tej rewizji.

Tempo wzrostu płac wyniosło w grudniu 2,7% r/r. W całym 2013 r. płace w sektorze przedsiębiorstw urosły średnio o 2,9%, a w całej gospodarce o 3,4%. Wzrost płac był szybszy od inflacji (0,9%), zatem umiarkowany realny wzrost wynagrodzeń z jednej strony służył firmom, gdyż koszty pracy nie rosły zbyt szybko, a z drugiej wspierał ożywienie konsumpcji prywatnej.

Według wstępnych danych Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej, stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w styczniu do 14,0%. Oznacza to zmianę o 0,6pp w stosunku do grudnia i jest to najmniejszy wzrost o tej porze roku od 2007/08 r. Ponadto, po raz pierwszy od lutego 2009 r. stopa bezrobocia jest niższa niż rok wcześniej.

Lepsze perspektywy gospodarcze skłaniają firmy do zwiększania swojego popytu na pracę i ten trend najprawdopodobniej będzie nabierał siły w tym roku, w związku z czym spodziewamy się dalszego spadku bezrobocia i wzrostu zatrudnienia.

Ożywienie bez inflacji?

Stopa inflacji w grudniu 2013 wzrosła lekko do 0,7% r/r. W porównaniu z listopadem średni poziom cen zwiększył się o 0,1%. Czynniki, które w największym stopniu pchnęły CPI w górę w ujęciu miesięcznym były podwyżki cen żywności (0,7% m/m) i paliw (0,4% m/m). Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii obniżyła się w grudniu do 1,0% r/r z poziomu 1,1% w listopadzie.

Dane na temat cen na rynku producentów cały czas wskazują na słabość presji inflacyjnej. PPI jest wciąż poniżej zera (-0,9% r/r w grudniu). Z kolei subindeksy PMI dla cen wyrobów gotowych (48,5) i kosztów produkcji (50,5) są znacząco poniżej długoterminowych średnich (odpowiednio o ok. 3 i 6 pkt.). Ponadto, warto przypomnieć, że w październiku 2010 i 2011 r., czyli wtedy, gdy indeks PMI był na podobnym poziomie co w styczniu br., indeksy te osiągnęły wartości ok. 53 i ok. 68. Sugeruje to, że podczas bieżącego ożywienia gospodarczego wzrost presji inflacyjnej jest (póki co) dużo mniej znaczący niż poprzednio.

Sytuacja gospodarcza sprzyja łagodzeniu polityki kredytowej

Ankieta NBP wśród przewodniczących komitetów kredytowych w IV kw. 2013 r. pokazała, że banki łagodziły kryteria a popyt na kredyt rósł nieznacznie. Oczekiwania na I kw. 2014 wskazują na istotny wzrost popytu oraz dalsze łagodzenie warunków kredytowania.

Jeśli chodzi o kredyty dla firm, to banki złagodziły kryteria udzielania pożyczek oraz zaobserwowały wzrost popytu, związany głównie z finansowaniem inwestycji. Dane o podaży pieniądza potwierdzają te tendencje – w grudniu stopa wzrostu kredytów inwestycyjnych osiągnęła 8,1% r/r (wobec -1,0% w styczniu 2013 r.) Ponadto, po raz pierwszy od II kw. 2012 przyszła sytuacja gospodarcza została w ankiecie oceniona jako sprzyjająca łagodzeniu polityki kredytowej.

W segmencie kredytów dla gospodarstw domowych zaobserwowano wzrost popytu na kredyty konsumpcyjne i na nieruchomości, ale złagodzone kryteria dotyczące tylko tych pierwszych. Poza tym, banki spodziewają się istotnego zacieśnienia warunków kredytów mieszkaniowych w I kw. 2014 w związku z wymogiem ograniczenia maksymalnej wartości wskaźnika LtV.

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragmenty komunikatu RPP w lutym

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany, choć sytuacja w poszczególnych krajach jest zróżnicowana. (...) Umiarkowane tempo wzrostu aktywności gospodarczej na świecie sprzyja utrzymywaniu się niskiej inflacji w wielu krajach.

Ograniczanie skali zakupu aktywów przez Rezerwę Federalną przyczyniło się do pogorszenia nastrojów na międzynarodowych rynkach finansowych, w szczególności w odniesieniu do niektórych gospodarek wschodzących.

Dane o krajowej aktywności gospodarczej sygnalizują kontynuację stopniowego ożywienia wzrostu w Polsce. (...) Wzrost aktywności w kolejnych kwartałach sygnalizują wskaźniki koniunktury.

Inflacja CPI w grudniu 2013 r. wyniosła 0,7%, pozostając wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Na niskim poziomie utrzymały się także miary inflacji bazowej, co potwierdza nadal ograniczoną presję popytową. Niską presję kosztową w gospodarce sygnalizuje dalszy spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu. Towarzyszy temu utrzymywanie się niskich oczekiwań inflacyjnych

W ostatnim okresie akcja kredytowa dla sektora prywatnego nieznacznie przyspieszyła, choć pozostaje ograniczona. W grudniu 2013 r. roczna dynamika kredytów dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych wciąż była niska. 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 br**

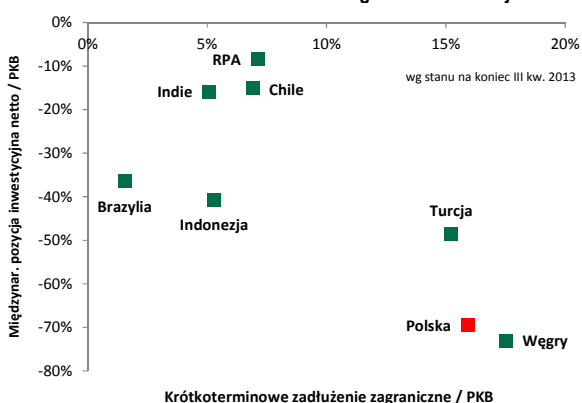
Marzec będzie ciekawszy, ale niekoniecznie przełomowy

▪ Zgodnie z oczekiwaniami Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła w lutym stopy procentowe bez zmian, referencyjną na poziomie 2,5%. Główne elementy komunikatu nie zmieniły się, a Prezes Marek Belka nazwał je „demonstracyjną repliką zdań z poprzedniego miesiąca”, co miało być sygnałem dla rynku, że Rada czuje się w obecnych uwarunkowaniach komfortowo.

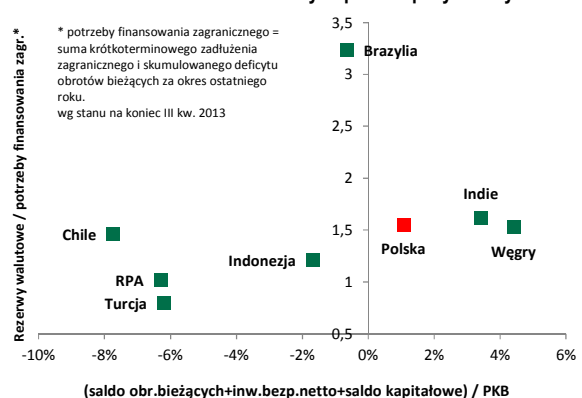
▪ W komunikacie można zauważyć delikatne sygnały sugerujące zmianę oceny sytuacji gospodarczej na bardziej optymistyczną. Dotyczy to przede wszystkim rynku pracy. Nie zmienia to jednak zasadniczo oceny RPP, która nadal podkreśla, że „stopa bezrobocia kształtuje się jednak nadal na podwyższonym poziomie, co ogranicza presję płacową w gospodarce”. Ponadto, RPP w komunikacie odnotowała nieznaczne przyspieszenie akcji kredytowej.

▪ Ponownie podkreślona została istotność marcowej projekcji, która może rzucić więcej światła na dłuższy horyzont (po raz pierwszy projekcja pokaże rok 2016). Nie wykluczamy jednak, że marcowe posiedzenie wcale nie będzie przełomowe. Możliwe, że jeszcze w kwietniu-maju Rada powtórzy obecną retorykę, natomiast w maju-czerwcu stwierdzi, że chciałaby poczekać na nową projekcję (lipcową). W takim scenariuszu dopiero w lipcu (kiedy minie obecnie sugerowany okres stabilnych stóp) Rada musiałaby się określić co dalej ze stopami. Innymi słowy, po lipcowym posiedzeniu nastąpi prawdopodobnie zmiana polityki relatywnie długiego (jak na polskie warunki) *forward guidance* na politykę analizowania przez RPP sytuacji „z posiedzenia na posiedzenie”. Nie wydaje nam się bowiem, aby w RPP była większość do wydłużenia sugerowanego okresu stabilnych stóp (szczególnie na następnej stronie). Nie zmieniamy prognozy pierwszej podwyżki stóp NBP na jesieni br.

MPI netto i krótkoterminowe zadłużenie zagraniczne w relacji do PKB



Finansowanie krótkoterminowych potrzeb pożyczkowych



Źródła: NBP, BIS, EcoWin, banki centralne, BZ WBK

Polska na mapie ryzyka rynków wschodzących

▪ Pod wpływem styczniowych zawirowań na rynkach wschodzących inwestorzy zaczęli baczniej przyglądać się parametrom gospodarek rozwijających się pod kątem ich ekspozycji na ryzyko odpływu kapitału zagranicznego.

▪ Wśród krajów podatnych na ryzyko najczęściej wymienia się tzw. „wrażliwą piątkę” (Brazylia, Indie, Indonezja, Turcja, RPA) – kraje, których wspólną cechą są m.in. duże nierównowagi bilansu płatniczego i fiskalne. Pojawiły się jednak opinie, sugerujące, że grupa państw podwyższonego ryzyka powinna zostać rozszerzona, m.in. o Polskę, Węgry i Chile (do tzw. „narażonej ósemki”) – m.in. ze względu na fakt ograniczonych rezerw walutowych tych krajach w relacji do ich potrzeb finansowania zagranicznego.

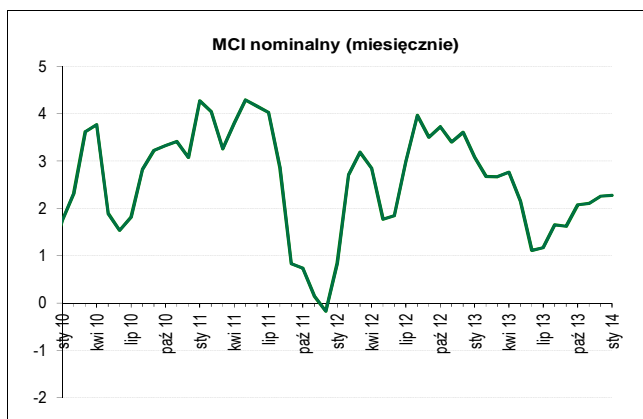
▪ O ile Polska na tle innych krajów wygląda niezbyt korzystnie pod względem zakumulowanej ujemnej pozycji inwestycyjnej netto i poziomu długu zagranicznego (zwracaliśmy na to uwagę już w kwietniu 2013 r.), to jednak wydaje się, że ekspozycja naszego kraju na zmiany nastrojów inwestorów jest ograniczona.

▪ Po pierwsze, w ostatnich kwartałach nastąpiło wyraźne zmniejszenie deficytu obrotów bieżących (z 5% PKB w 2011 r. i 3,7% PKB w 2012 r. do ok. 1,5% PKB w 2013) i naszym zdaniem ten trend będzie kontynuowany w tym roku.

▪ Po drugie, deficyt ten jest finansowany z nadwyżką przez napływ kapitału długoterminowego (łączny 12-miesięczny napływ netto inwestycji bezpośrednich i środków z UE wyniósł na koniec września ok. 13 mld €, tj. ok 170% deficytu obrotów bieżących).

▪ Po trzecie, po uwzględnieniu środków z tzw. elastycznej linii kredytowej MFW, poziom rezerw walutowych Polski w relacji do potrzeb wynikających z finansowania zagranicznego (suma deficytu obrotów bieżących i krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego) jest jednym z najwyższych wśród krajów „narażonej ósemki”.

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



Indeks MCI stabilny, ale będzie rósł

- Indeks restrykcyjności polityki pieniężnej MCI był stabilny w styczniu, co było skutkiem niewielkich zmian przeciętnych stawek WIBOR oraz kursu złotego (mimo dużej zmienności kursu, średnia miesięczna była podobna jak w grudniu).
- W lutym średni kurs złotego będzie zapewne słabszy niż miesiąc wcześniej, zatem prawdopodobnie w tym miesiącu zaobserwujemy nieznaczny spadek wartości indeksu. Jednakże w dłuższym okresie spodziewamy się bardziej restrykcyjnych warunków monetarnych, wobec wzrostu stawek WIBOR pod wpływem podwyżek stóp procentowych RPP oraz umacniania się złotego wobec poprawiających się perspektyw gospodarczych i lepszych nastrojów na rynkach globalnych.



Rzońca (1,44)

Winięcki (1,45)

Bratkowski (0,58)

Kaźmierczak (1,41)

Hausner (1,03)

Belka (0,96)

Zielińska-Głębocka (0,81)

Osiatyński

Glapiński (1,38)

Chojna-Duch (0,73)



Indeks przyjmuje wartości od 0 do 2. Za głosowanie zgodne z podjętą decyzją przyznawany jest 1 pkt., za głosowanie za bardziej jastrzębią decyzją niż podjęta przyznawane są 2 pkt., a za głosowanie za mniej jastrzębią decyzją niż podjęta przyznawane jest 0 pkt. Wartość indeksu dla danego bankiera centralnego to średnia ważona punktów za wszystkie głosowania. Ostatnie głosowania mają największą wagę, odległe w czasie – mniejszą.

Liczby przy nazwisku danego członka to wartości indeksu liczone od początku obecnej kadencji Rady i prezesa NBP.

Kierunek osi restrykcyjności wskazuje oczekiwany przez nas kierunek zmian stóp procentowych w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Ponieważ od dłuższego czasu nie było głosowania, rozmieszczenie członków RPP na osi wynika głównie z naszej oceny, m.in. na podstawie ostatnich wypowiedzi.

RPP ma jeszcze sporo czasu na decyzje

Prezes NBP Marek Belka podkreślił na konferencji prasowej po posiedzeniu RPP, że mamy obecnie w Polsce do czynienia z sytuacją, o której każdy prowadzący politykę pieniężną tylko może marzyć: „Gospodarka przyspiesza, a inflacja nie tylko pozostaje pod kontrolą, ale wydaje się utrzymywać się na super niskim poziomie. (...) Przyspieszenie gospodarki następuje z bardzo niskiego poziomu. Luka popytowa w dalszym ciągu jest znacząca i jej zamykanie odbywać się będzie stopniowo.” Wszystko to sugeruje, jego zdaniem, że „mamy jeszcze sporo czasu” (na decyzje dotyczące zmian parametrów polityki pieniężnej). Wydaje nam się, że jest to spójne z naszym scenariuszem, zakładającym, że dopiero w lipcu RPP może wyraźniej zasugerować kierunek dalszych zmian w zakresie polityki pieniężnej, aby na jesieni dokonać pierwszej podwyżki stóp procentowych.

... ale przedłużenie *forward guidance* pod znakiem zapytania

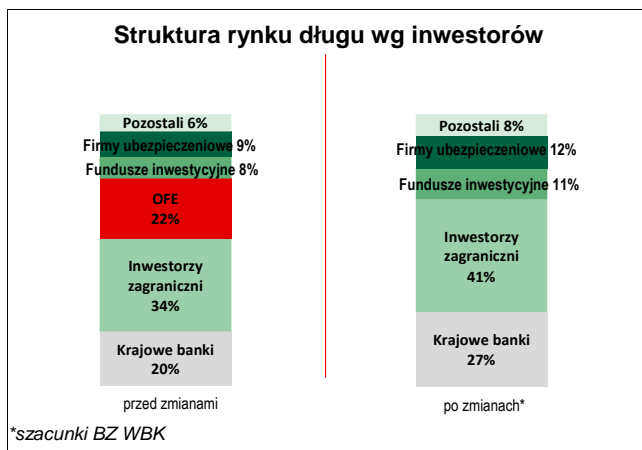
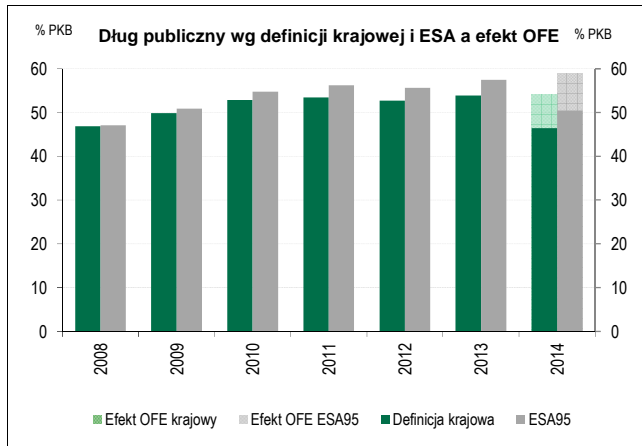
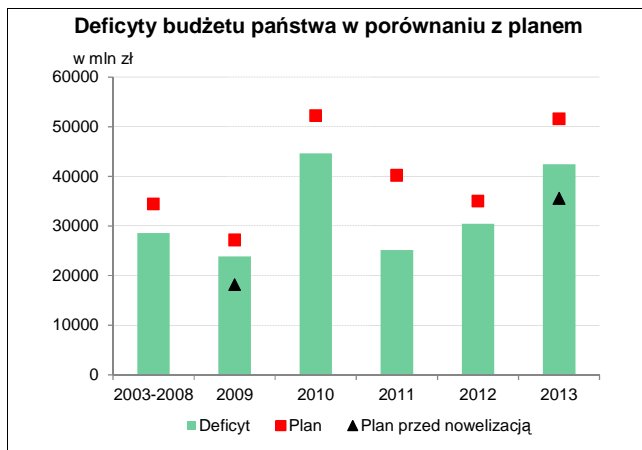
Wśród członków Rady, którzy w poprzednich miesiącach byli zaskakująco zgodni co do perspektyw polityki pieniężnej i konieczności stabilizacji stóp do połowy 2014 roku, powoli zaczynają się zaznaczać różnice poglądów nt. dalszego rozwoju sytuacji i możliwych działań RPP. Niektórzy z nich (Glapiński, Chojna-Duch) już w styczniu zadeklarowali poparcie dla wydłużenia horyzontu *forward guidance* do końca tego roku. Jednocześnie, wypowiedzi co najmniej trzech członków RPP (Hausner, Bratkowski, Rzońca) wskazują, że nie są zwolennikami takiego rozwiązania. Hausner i Bratkowski otwarcie przyznali, że widzą możliwość rozpoczęcia podwyżek stóp jeszcze w tym roku, a decyzja taka powinna być poprzedzona sygnałem ze strony RPP (zmianą w komunikacji). Oczywiście nie byłoby to spójne z wydłużeniem sugerowanego okresu stabilności stóp do końca II półrocza. Jednocześnie, zgadzamy się z Andrzejem Bratkowskim, że wydłużenie *forward guidance* zaledwie o jeden kwartał nie dałoby wiele.

Różnice opinii członków RPP nt. możliwości wydłużenia *forward guidance* wyraźnie są związane z ich przewidywaniami dot. tempa ożywienia gospodarczego – Hausner, Bratkowski i Rzońca spodziewają się stosunkowo szybkiego i mocnego przyspieszenia wzrostu PKB (do ok. 4% r/r już w III kwartale br.) i w efekcie relatywnie szybkiego domykania luki popytowej. Wydaje się to potwierdzać, że nowe dane dot. aktywności gospodarczej i nowe projekcje NBP będą miały istotny wpływ na punkt widzenia Rady Polityki Pieniężnej.

NBP niewzruszony sytuacją na rynku walutowym

Banki centralne w naszym regionie bardzo różnie zareagowały na styczniową wyprzedaż walut na rynkach wschodzących. W Rumunii i Chorwacji pojawiły się interwencje walutowe, ale np. prezes węgierskiego MNB nie wykluczył dalszych obniżek stóp, przyczyniając się do pogłębienia spadków kursu forinta. Polski bank centralny powstrzymał się od nerwowych reakcji, chociaż członek zarządu NBP przypomniał, że nie należy wykluczać aktywności banku centralnego na rynku w sytuacji nadmiernej zmienności. Po posiedzeniu RPP Prezes NBP stwierdził, że na polskim rynku walutowym nie miało miejsca nic takiego, co skłoniłoby NBP do działania. Całkowicie zgadzamy się z taką oceną.

Pod lupą: polityka fiskalna



	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	10.02	zmiana od 13.01.14	zmiana od 31.12.13	10.02	zmiana od 13.01.14	zmiana od 31.12.13
Polska	276	23	38	81	4	2
Czechy	62	-8	4	59	-1	-1
Węgry	447	76	70	261	26	5
Grecja	611	6	-49	53	15	17
Hiszpania	192	-11	-29	129	-1	-25
Irlandia	162	15	10	100	-6	-20
Portugalia	328	-23	-81	264	-19	-83
Włochy	202	-7	-13	162	10	-7
Francja	60	7	11	54	2	0
Niemcy	-	-	-	25	1	-1

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

Niższa realizacja deficytu za 2013 zgodna z oczekiwaniami

Ministerstwo Finansów wstępnie szacuje, że deficyt budżetowy za 2013 r. wyniósł 42,5 mld zł i stanowił 82,4% planu po nowelizacji. Niższe o 9 mld zł wykonanie ubiegłorocznego deficytu było efektem lepszej realizacji dochodów o około 3 mld zł (co stanowiło 101,1% planu), w tym dochodów z CIT (realizacja na poziomie 105,4% planu) oraz niższych wydatków o około 6 mld zł (98,2% planu).

Po publikacji tych danych podtrzymujemy, że deficyt instytucji rządowych i samorządowych w 2013 r. wyniósł ok. 4,4% PKB (wobec 3,9% PKB w 2012 r.).

Minister finansów Mateusz Szczurek powiedział, że wstępne szacunki dochodów budżetowych za styczeń wskazują na znaczną poprawę, w szczególności dzięki wysokiemu wzrostowi wpływów z VAT. Kontynuacja ożywienia gospodarczego i poprawa w konsumpcji prywatnej powinny wspierać realizacji dochodów budżetowych. Po stronie wydatkowej nie należy oczekiwać znacznego wzrostu. Minister finansów uważa, że w tym i w 2015 roku realizacja deficytu budżetowego będzie poniżej planu.

Reforma OFE przyczyni się do obniżenia długu

Zgodnie z ustawą przyjętą w grudniu 2013 r. OFE przekazały w dniu 3 lutego 51,5% aktywów nieaktywnych do ZUS (łącznie 153,2 mld zł, w tym ok. 130,2 mld zł stanowiły SPW). Umorzenie obligacji z portfeli OFE odbyło się w większej skali niż zakładał resort finansów, co będzie skutkowało niższymi wydatkami na obsługę długu, ale również niższymi potrzebami pożyczkowymi. Oszczędności z tego tytułu będą większe w 2015 r. i wyniosą 6 mld zł dla obsługi długu oraz 18 mld zł dla potrzeb pożyczkowych.

Umorzenie przekazanych przez fundusze papierów skarbowych umożliwi obniżenie długu SP o ok. 7,6% PKB, a długu sektora *general government* o ok. 8,5% PKB. Minister finansów szacuje, że do końca kadencji rządu dług liczony wg metodologii krajowej spadnie poniżej 47% PKB, podczas gdy wg metodologii unijnej będzie stabilizował się blisko 50%. Komitet Stały RM przyjął projekt ustawy zakładającej obniżenie progów ostrożnościowych dla relacji długu do PKB, stosowanych w stabilizującej regule wydatkowej, o 7 pp odpowiednio do 43% i 48%. Zmiany w systemie emerytalnym przyczynią się nie tylko do redukcji zadłużenia sektora finansów publicznych, ale również do osiągnięcia jednorazowej nadwyżki w wysokości około 4,4% PKB. Podtrzymujemy prognozę, że w 2015 roku deficyt sektora *general government* obniży się do ok. 3% PKB.

Przekazanie portfela obligacyjnego OFE do ZUS przyczyniło się do zmian struktury inwestorów na krajowym rynku długu. Wg szacunków MF udział nierezydentów wzrósł do około 41% z 34% na koniec grudnia. To zwiększa wrażliwość krajowych aktywów na zmiany nastrojów inwestorów na globalnych rynkach. Rolę stabilizatora na rynku ma pełnić BGK, który będzie dysponował wszystkimi rodzajami papierów, nawet tych najmniej płynnych.

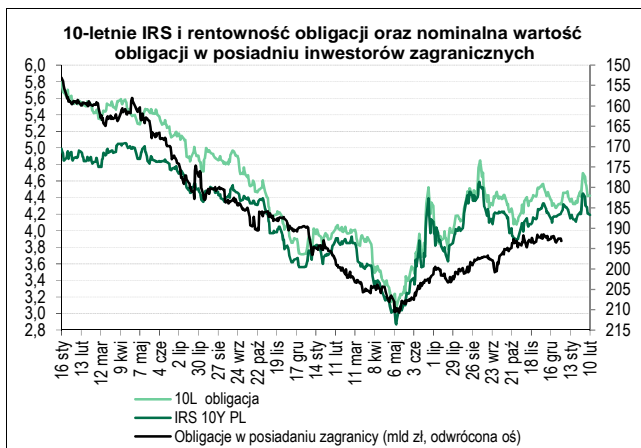
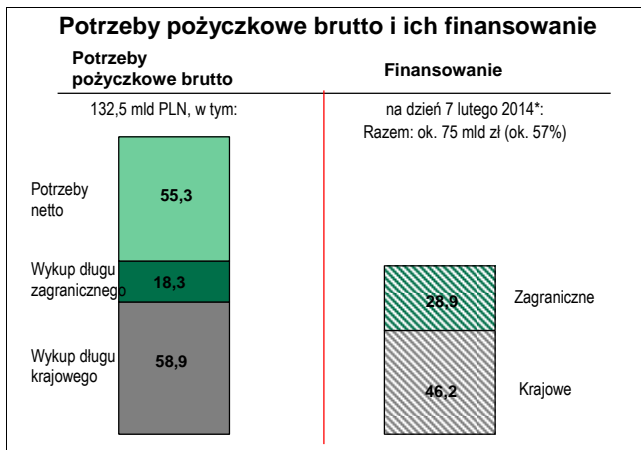
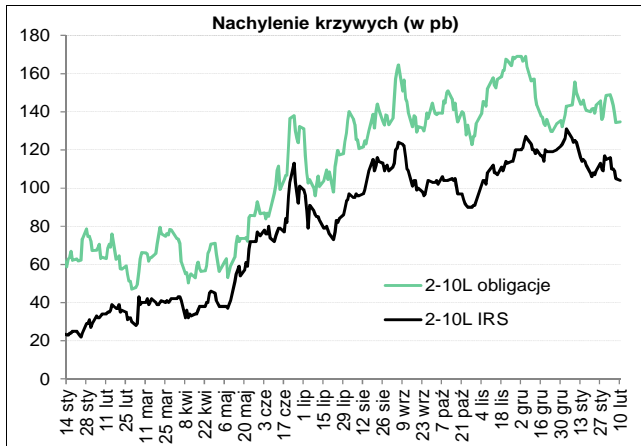
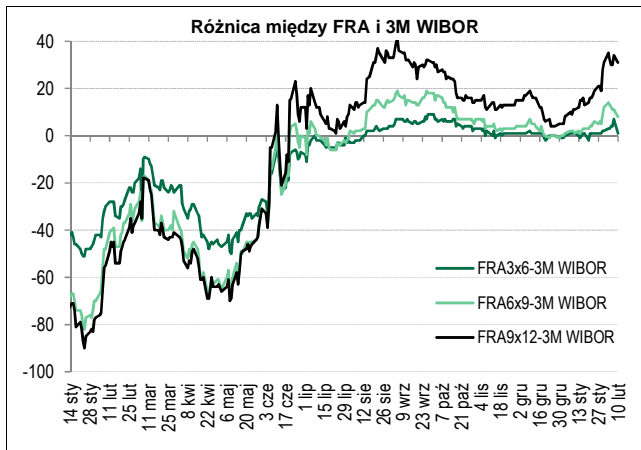
Uspokojenie nastrojów globalnych

Wzrost awersji do ryzyka na rynkach globalnych spowodował zwiększony popyt na bezpieczne aktywa w styczniu. Pomimo kontynuacji stopniowej redukcji programu QE3 przez Fed rentowności amerykańskich i niemieckich obligacji znacząco spadły, osiągając najniższe poziomy odpowiednio od 3 (2,75%) i 6 miesięcy (1,63%). Uspokojenie nastrojów inwestorów na początku lutego spowodowało ponowny wzrost rentowności na rynkach bazowych.

Obligacje krajów peryferii strefy euro pozostały względnie odporne na zmianę nastrojów. Odnotowano krótkoterminowy wzrost rentowności średnio o 10 pb. Odreagowanie na rynkach dało impuls do dalszego spadku rentowności tych papierów, które cieszą się również dużym zainteresowaniem inwestorów na rynku pierwotnym.

Utrzymanie łagodnej retoryki przez EBC może powodować, że Bundy będą zachowywały się lepiej niż amerykańskie obligacje. To może wygenerować wzrost spreadu znacząco powyżej 100 pb w sektorze 10 lat.

Rynek stopy procentowej

**Wzrosły oczekiwania na podwyżkę stóp w II połowie roku**

Styczeń nie przyniósł większych zmian w notowaniach stawek WIBOR 1M-12M. Wsparciem dla rynku były komentarze przedstawicieli RPP, którzy wskazywali, że forward guidance nie zmieni się, chociaż marcowa projekcja (CPI i PKB) wyznaczy kierunek dla przyszłej ścieżki stóp. Publikowane dane inflacyjne oraz przewidywania umiarkowanego wzrostu CPI w nadchodzących miesiącach stabilizowały WIBOR blisko bieżących poziomów.

Podobnie jak i w poprzednich miesiącach bardziej wrażliwe na publikowane dane makro, ale również zmiany na rynku obligacji i IRS były stawki FRA. Znacząca przecena na rynku długu wynikająca ze wzrostu awersji do ryzyka przełożyła się na wzrost stawek FRA. W efekcie nastąpiło znaczące rozszerzenie spreadu FRA-WIBOR3M, w szczególności dla FRA9x12. Wprawdzie początek lutego przyniósł nieznaczne odreagowanie, niemniej FRA9x12 pozostało powyżej 3%.

Ostatnie zmiany jakie zaszły na rynkach i w gospodarce (przyspieszenie wzrostu PKB przy nieznacznej presji inflacyjnej) spowodowały, że rynek zaczął wcześniej wyceniać podwyżkę stóp procentowych (w perspektywie 9 miesięcy a nie jak wcześniej roku). Ten scenariusz jest zbliżony do naszego, zakładającego rozpoczęcie cyklu zacieśniania polityki monetarnej na jesieni.

Po znacznej przecenie przyszło odreagowanie

Styczeń charakteryzował się zwiększoną zmiennością na rynku długu. Znaczącą przecenę obligacji i IRS przyniosła druga połowa stycznia w wyniku wzrostu awersji do ryzyka, co spowodowało znaczące osłabienie walut krajów *emerging markets*, w tym złotego. Dodatkowo, zbliżający się termin implementacji zmian w OFE dodawał zmienności rynkowi. W ostatni dzień stycznia (dzień wyceny portfeli OFE przed przekazaniem portfela nieakcyjnego do ZUS) rentowność 10-latki wzrosła do 4,70%, a 10L IRS do 4,45% w wyniku realizacji transakcji stop-loss. W efekcie w styczniu krzywe rentowności wzrosły odpowiedni o 20-35 pb dla IRS oraz o 20-50 pb dla obligacji.

Początek lutego przyniósł odreagowanie na rynku w wyniku poprawy globalnych nastrojów. Bardzo dobre wyniki aukcji krajowego długu (biorąc pod uwagę fakt, że OFE już nie brały w niej udziału) wzmocniły obligacje wzdłuż krzywej. W efekcie znaczna część strat z końca stycznia została zniwelowana. W efekcie krzywe się nieco spłaszczyły w porównaniu do końca stycznia, głównie w wyniku zawężenia spreadów na odcinku 2-5 lat.

Ministerstwo Finansów zdecydowało się na znaczące ograniczenie oferty SPW na lutowych aukcjach. W tym miesiącu zaplanowano pozyskanie z rynku środków w wysokości 4-9 mld zł na dwóch aukcjach standardowych. Pierwsza aukcja lutowa, która odbywała się już w nowych warunkach (bez OFE) okazała się sukcesem. Łączna wartość uplasowanych na rynku obligacji OK0716 i WZ0119 wyniosła 4,81 mld zł (przy popycie 8,42 mld zł na aukcji regularnej i wycenie poniżej rynku wtórnego). Po tej aukcji potrzeby pożyczkowe brutto zostały sfinansowane w prawie 57%. Wszystko wskazuje na to, że na koniec lutego będzie to już 60%.

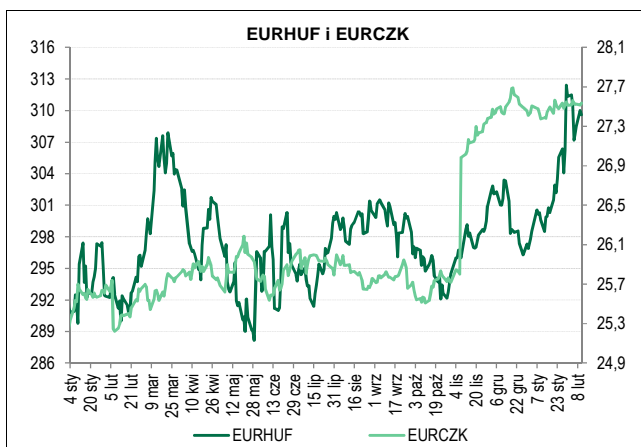
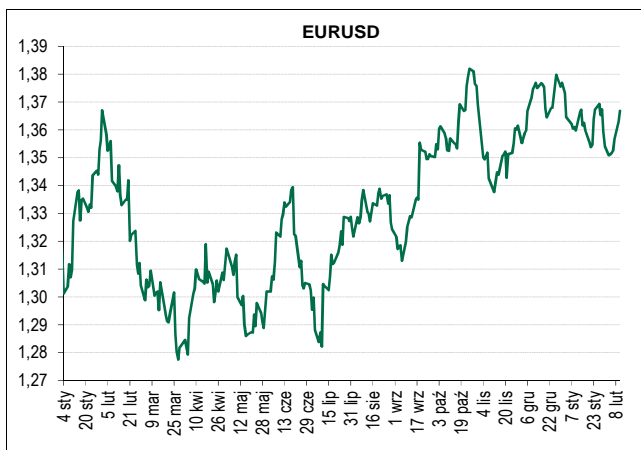
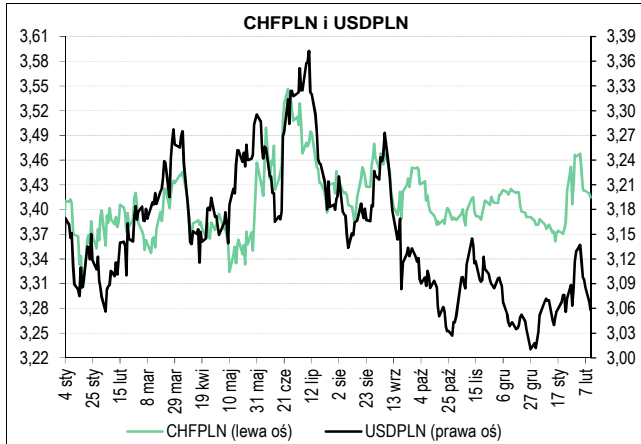
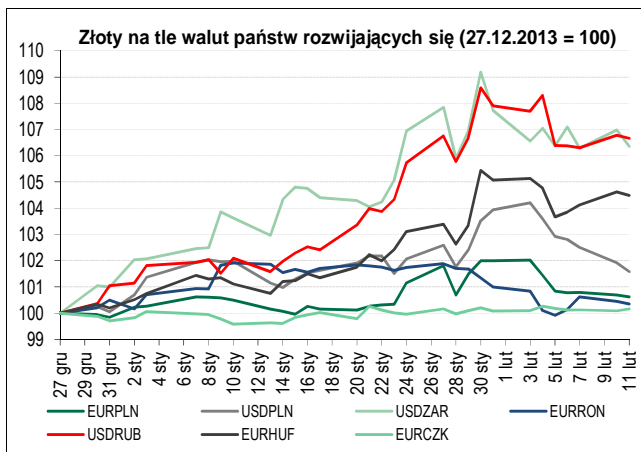
Rynek długu bardziej zależny od globalnych nastrojów

Po przekazaniu przez OFE portfela nieakcyjnego do ZUS udział zagranicznych inwestorów w rynkowych obligacjach zwiększył się do 41% z 34% na koniec grudnia. To spowoduje, że krajowy dług będzie bardziej wrażliwy na zmiany nastrojów na globalnych rynkach. Utrzymanie pozytywnych nastrojów na globalnym rynku powinno sprzyjać dalszemu spadkowi stawek IRS i obligacji, choć potencjał do spadku rentowności (uwzględniając umocnienie w pierwszym tygodniu lutego) wydaje się już być ograniczony.

Ograniczona wartość oferty SPW będzie czynnikiem wspierającym krajowy dług. Wysoka realizacja potrzeb pożyczkowych pozwala na bardziej elastyczne podejście do podaży SPW w zmiennych warunkach rynkowych.

Źródła: Reuters, BZ WBK

Rynek walutowy



Źródła: GUS, Reuters, BZ WBK

Silne wahania złotego...

▪ Kolejne dni stycznia po opublikowaniu MAKROskopu pokazały, iż deprecjacja złotego, jak też innych walut z rynków wschodzących z samego początku roku była tylko zapowiedzią dalszego narastania awersji do ryzyka w tych regionach świata, a umocnienie po słabych grudniowych danych z amerykańskiego rynku pracy tylko chwilowe. Obawy o wzrost gospodarczy Chin i negatywny wpływ ograniczania QE3 na waluty krajów rozwijających się spowodowały, że m.in. forint, rubel, turecka lira czy też waluty państw Ameryki Południowej odnotowały wielomiesięczne (a nawet rekordowe) minima. Oprócz globalnego pogorszenia nastroju w stosunku do rynków wschodzących, na poszczególnych walutach nadal ciążyły czynniki lokalne. Polskie dane o grudniowej produkcji przemysłowej oraz sprzedaży detalicznej były słabsze od oczekiwań, co również nie pomogło złotemu. W rezultacie, kursy EURPLN, USDPLN, CHFPLN znalazły się tymczasowo na najwyższych poziomach od września, odpowiednio na 4,26, 3,16, 3,49, a GBPPLN osiągnął 5,20, najwyżej od listopada 2012.

▪ Na początku lutego, globalny nastrój ustabilizował się, a styczniowe PMI dla przemysłu Polski, Węgier czy Czech zaskoczyły mocno na plus. Pomogło to złotemu przerwać trwającą już trzy kolejne tygodnie deprecjacje do wspólnej waluty i EURPLN obniżył się do 4,17.

▪ FOMC po raz drugi obniżył skalę miesięcznych zakupów obligacji o 10 mld \$, w styczniu nie zniechęciły go do tego ani fatalne grudniowe dane z rynku pracy USA ani gwałtowne osłabienie walut na rynkach wschodzących. Wydaje się więc, że redukcja rozmiaru QE3 w kolejnych miesiącach będzie kontynuowana i nastroje będą zależeć od tego, jaki wydzźwięk będą miały dane z amerykańskiej gospodarki. Ostatnie tygodnie nie są zbyt optymistyczne (rozczarowujący styczniowy ISM i kolejny gorszy od konsensusu odczyt z rynku pracy, słabe dochody i konsumpcja), co z kolei może skłaniać inwestorów do ostrożności i ograniczać tempo aprecjacji ryzykownych aktywów w najbliższym czasie. Dlatego spodziewamy się, że w lutym EURPLN pozostanie stabilny wokół 4,20 i dopiero w kolejnych miesiącach krajowa waluta wznowi trend na umocnienie.

... i relatywnie niewielkie zmiany EURUSD

▪ Kurs EURUSD wahał się w drugiej połowie stycznia i w pierwszej dekadzie lutego w przedziale 1,35-1,37. Na korzyść wspólnej waluty działały mocne wzrosty PMI dla przemysłu Niemiec oraz strefy euro w styczniu, brak obniżki stóp przez EBC i słabe dane z rynku pracy USA. Potencjał do aprecjacji euro ograniczał odczyt bardzo niskiej wstępnej inflacji za styczeń (0,7% r/r).

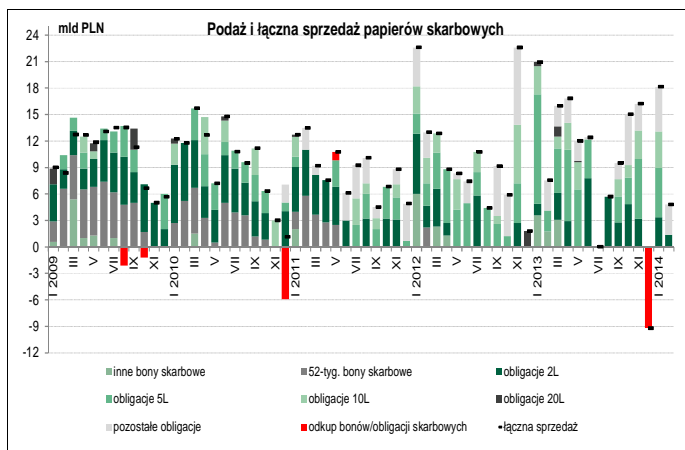
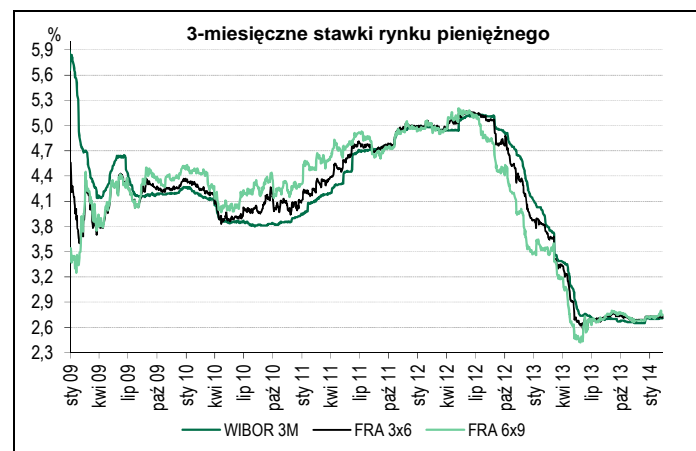
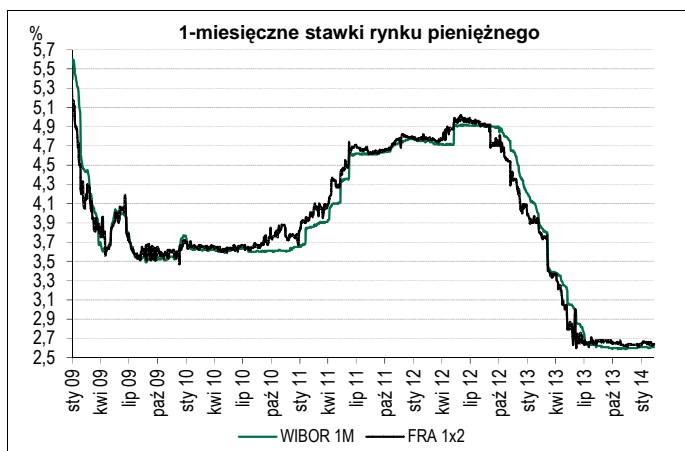
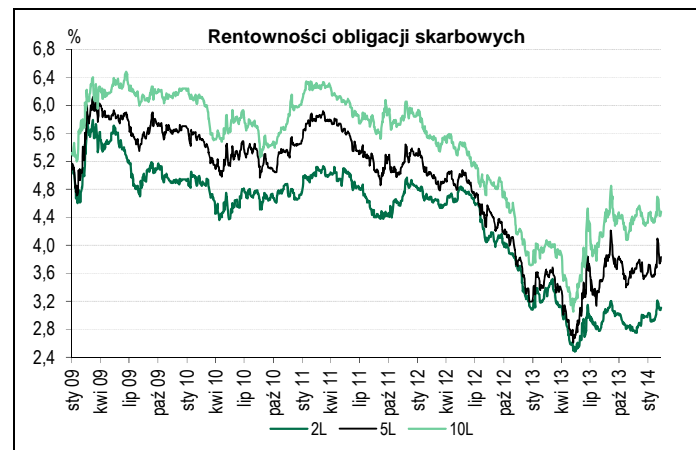
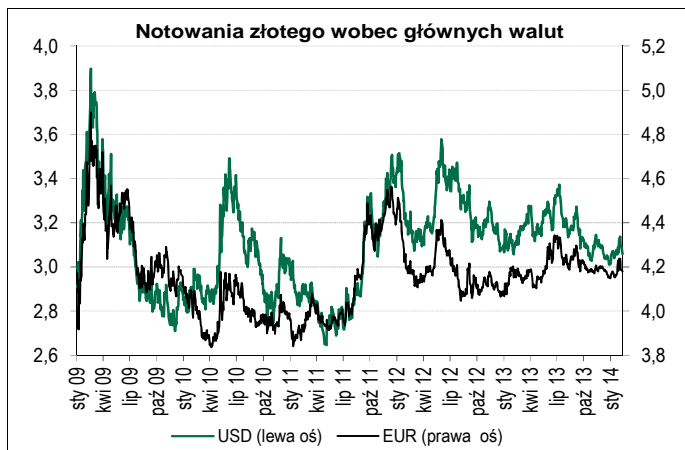
▪ W pierwszych dniach lutego kurs waha się nieco powyżej 1,36 i w naszej ocenie EURUSD będzie na koniec miesiąca w pobliżu tego poziomu. Na rynku nadal ścierać się będą niezłe dane ze strefy euro i ryzykiem podjęcia dalszych działań w kierunku poluzowania polityki pieniężnej przez EBC. Istotnym czynnikiem dla notowań EURUSD będzie marcowe posiedzenie EBC, na którym pozna on nowe prognozy CPI i PKB dla strefy euro i na tej podstawie EBC może podjąć decyzje o ewentualnych dalszych działaniach.

Korona bez dużych zmian, forint niestabilny

▪ Zawirowania na światowym rynku odcisnęły piętno na węgierskiej walucie. Nagły odwrót inwestorów z rynków wschodzących, dalsze obniżki stóp procentowych (i możliwość kolejnych cięć) oraz wciąż nierozwiązana kwestia kredytów walutowych pchnęły kurs EURHUF powyżej 314, najwyżej od roku. W pierwszych dniach lutego forint, podobnie jak złoty, odrobił część strat, EURHUF spadł do ok. 306.

▪ Tymczasem z Czech napłynęły dane sugerujące nieco lepszy od wstępnych szacunków wzrost PKB w IV kw. oraz dość wyraźne odbicie inflacji w styczniu. Zmniejszyło to nieco ryzyko podniesienia dolnego ograniczenia kursu EURCZK i ograniczyło potencjał do osłabienia korony w trakcie dość silnych wahań w regionie. Czeskiej walucie pomógł zapewne także fakt, że na tamtejszym rynku długu tylko relatywnie niewielki udział mają inwestorzy zagraniczni.

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
luty '13	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	5000-10000	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	6000-2000	12019,9	16.10	EUR20140203**	445,0
listopad	7.11	OK0116/PS0718	4000-7000	7964,2	13.11	USD20140115**	100	132	20.11	OK0114/PS0414	DS1023/WS/WZ/IZ
grudzień									5.12	OK0114/PS0414	PS0416/WZ0119
styczeń'14	9.01	PS0718/WZ0124	3000-5000	6013,0	23.01	OK/PS/WZ/DS	6000-10000	12129,7			
luty	6.02	OK0716/WZ0119	2000-4000	4810,0	13.02	PS0718/DS1013	3000-5000				

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja odkupu

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
10 lutego	11	12 CZ: CPI (I) EZ: Produkcja przemysłowa (XII) PL: Bilans płatniczy (XII)	13 US: Sprzedaż detaliczna (I)	14 PL: CPI (I) PL: Podaż pieniądza (I) PL, HU, CZ, DE, EZ: wstępny PKB (IV kw.) US: Produkcja przemysłowa (I) US: Wstępny indeks Michigan (II)
17	18 PL: Place i zatrudnienie (I) DE: Indeks ZEW (II) HU: Decyzja banku centralnego	19 PL: Produkcja przemysłowa (I) PL: PPI (I) US: Rozpoczęte budowy domów (I) US: Pozwolenia na budowę domów (I) US: Minutes FOMC	20 PL: Minutes RPP CN: Wstępny PM – przemysł (II) DE: Wstępny PMI – przemysł (II) EZ: Wstępny PMI – przemysł (II) US: CPI (I) US: Indeks Philly Fed (II)	21 US: Sprzedaż domów (I)
24 PL: Sprzedaż detaliczna i stopa bezrobocia (I) DE: Ifo (II) EZ: HICP (I)	25 DE: PKB (IV kw.) US: S&P/Case-Shiller (XII) US: Indeks nastrojów konsumentów (II)	26 US: Sprzedaż nowych domów (I)	27 US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (I)	28 PL: PKB (IV kw.) PL: Oczekiwania inflacyjne (II) EZ: Wstępny HICP (II) US: Drugi szacunek PKB (IV kw.) US: Niezakończona sprzedaż domów (I)
3 marca PL: PMI – przemysł (II) CN: PMI – przemysł (II) DE: PMI – przemysł (II) EZ: PMI – przemysł (II) US: ISM – przemysł (II) US: Dochody osobiste (I) US: Wydatki konsumentów (I)	4 HU: Decyzja banku centralnego	5 PL: Decyzja RPP DE, EZ: PMI – usługi (II) HU: PKB (IV kw.) EZ: PKB (IV kw.) US: Raport ADP (II) US: ISM-usługi (II) US: Beżowa Księga Fed	6 EZ: Decyzja EBC DE: Zamówienia przemysłowe (I) CZ: PKB (IV kw.) US: Zamówienia przemysłowe (I) CN: Wstępny PMI – przemysł (I) DE: Wstępny PMI – przemysł (I) EZ: Wstępny PMI – przemysł (I)	7 DE: Produkcja przemysłowa (I) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (II) US: Stopa bezrobocia (II)
10 CZ: CPI (II)	11 DE: Eksport (I) HU: CPI (II)	12 EZ: Produkcja przemysłowa (I)	13 US: Sprzedaż detaliczna (II)	14 PL: CPI (II) PL: Podaż pieniądza (II) CZ: Produkcja przemysłowa (I) US: Wstępny Michigan (III)
17 PL: Inflacja bazowa (II) PL: Bilans płatniczy (I) EZ: HICP (II) US: Produkcja przemysłowa (II)	18 PL: Place i zatrudnienie (II) DE: Indeks ZEW (III) US: CPI (II) US: Rozpoczęte budowy domów / pozwolenia na budowę (II)	19 PL: Produkcja przemysłowa (II) PL: PPI (II) US: Decyzja Fed	20 PL: Minutes RPP US: Indeks Philly Fed (III) US: Sprzedaż domów (II)	21

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

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2014 roku

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

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

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		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	lut 14
PMI	pkt.	48,6	48,9	48,0	46,9	48,0	49,3	51,1	52,6	53,1	53,4	54,4	53,2	55,4	55,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	0,4	-2,1	-2,9	2,8	-1,8	2,8	6,3	2,2	6,3	4,6	2,9	6,6	3,1	7,7
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-16,1	-11,4	-18,5	-23,1	-27,5	-18,3	-5,2	-11,1	-4,8	-3,2	-2,9	5,8	0,0	7,3
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	3,1	-0,8	0,1	-0,2	0,5	1,8	4,3	3,4	3,9	3,2	3,8	5,8	3,1	5,9
Stopa bezrobocia	%	14,2	14,4	14,3	14,0	13,5	13,2	13,1	13,0	13,0	13,0	13,2	13,4	14,0	14,1
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	0,4	4,0	1,6	3,0	2,3	1,4	3,5	2,0	3,6	3,1	3,1	2,7	3,1	3,3
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,3	1,2	1,4
Eksport (w euro)	% r/r	6,4	4,3	-1,2	11,0	0,3	5,4	6,6	1,9	8,1	0,7	1,2	8,1	1,7	1,6
Import (w euro)	% r/r	1,1	-6,2	-1,3	1,6	-6,1	-1,9	2,8	-0,9	3,2	2,8	-0,8	1,7	6,6	7,6
Bilans handlowy	mIn EUR	-64	426	-502	630	1	570	78	264	677	68	7	-500	-664	-278
Rachunek bieżący	mIn EUR	-1 375	-668	-272	569	-176	100	-661	-533	-877	-213	-984	-1 083	-1 885	-694
Rachunek bieżący	% PKB	-3,5	-3,3	-3,1	-2,8	-2,8	-2,3	-1,9	-2,0	-1,9	-1,8	-1,8	-1,6	-1,7	-1,7
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-8,4	-21,7	-24,4	-31,7	-30,9	-26,0	-25,9	-26,8	-29,6	-39,5	-38,5	-42,5	-6,0	-20,0
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	16,4	42,0	47,3	61,6	60,0	50,4	50,3	51,9	57,4	76,6	74,7	82,4	12,6	41,9
Inflacja (CPI)	% r/r	1,7	1,3	1,0	0,8	0,5	0,2	1,1	1,1	1,0	0,8	0,6	0,7	0,7	0,9
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	1,4	1,1	1,0	1,1	1,0	0,9	1,4	1,4	1,3	1,4	1,1	1,0	1,3	1,6
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,2	-0,3	-0,7	-2,1	-2,5	-1,3	-0,8	-1,1	-1,4	-1,4	-1,5	-0,9	-0,9	-0,8
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	4,4	5,5	6,6	7,4	6,5	7,0	6,6	6,1	6,1	5,9	5,7	6,1	6,4	6,1
Zobowiązania	% r/r	5,0	5,2	6,6	7,1	6,0	6,5	5,6	5,8	6,0	5,9	5,2	6,1	6,0	5,4
Należności	% r/r	3,6	3,7	3,5	2,3	1,4	3,5	3,7	3,3	3,7	2,9	3,8	4,1	3,5	4,4
EUR/PLN	PLN	4,14	4,17	4,16	4,14	4,18	4,28	4,28	4,23	4,24	4,19	4,19	4,18	4,18	4,20
USD/PLN	PLN	3,11	3,12	3,21	3,18	3,22	3,25	3,27	3,18	3,17	3,07	3,10	3,05	3,07	3,10
CHF/PLN	PLN	3,37	3,39	3,39	3,39	3,36	3,47	3,46	3,43	3,43	3,40	3,40	3,41	3,39	3,42
Stopa referencyjna ^b	%	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	2,50
WIBOR 3M	%	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	2,71
Rentowność obligacji 2L	%	3,25	3,36	3,26	2,89	2,55	2,86	2,87	2,98	3,07	2,90	2,80	2,94	2,99	3,10
Rentowność obligacji 5L	%	3,46	3,56	3,46	3,03	2,80	3,43	3,36	3,67	3,86	3,62	3,64	3,65	3,67	3,90
Rentowność obligacji 10L	%	3,91	4,00	3,93	3,50	3,28	3,95	3,97	4,31	4,50	4,28	4,38	4,41	4,42	4,55

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

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2011	2012	2013	2014	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
PKB	mld PLN	1 523,2	1 595,2	1 628,2	1 702,9	377,9	395,7	404,3	450,3	392,9	413,8	422,7	473,5
PKB	% r/r	4,5	1,9	1,6	3,5	0,5	0,8	1,9	2,8	3,2	3,6	3,6	3,7
Popyt krajowy	% r/r	3,6	-0,2	-0,2	3,0	-0,9	-1,7	0,5	1,0	1,5	3,4	3,1	3,8
Spożycie indywidualne	% r/r	2,6	0,8	0,8	2,4	0,0	0,2	1,0	1,9	2,2	2,3	2,5	2,6
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	8,5	-0,8	-0,4	4,6	-2,1	-3,2	0,6	1,3	1,5	2,0	5,0	7,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	7,7	1,0	2,3	7,2	-2,0	1,2	4,9	4,6	6,4	7,1	7,0	8,3
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	12,3	-1,0	-10,3	8,8	-15,6	-22,9	-7,0	0,0	6,4	16,9	12,0	2,0
Sprzedż detaliczna ^a	% r/r	11,2	6,0	2,6	5,1	0,9	0,8	4,0	4,5	3,6	5,1	4,8	6,9
Stopa bezrobocia ^b	%	12,5	13,4	13,4	12,8	14,3	13,2	13,0	13,4	14,0	12,7	12,5	12,8
Place brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	5,2	3,7	3,4	4,5	2,6	3,3	4,0	3,6	4,0	4,7	4,5	4,7
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,6	0,0	-0,8	0,9	-0,7	-1,1	-1,2	-0,1	0,8	1,0	1,0	0,9
Eksport (w euro)	% r/r	12,1	5,9	4,3	11,4	3,2	5,5	5,6	2,9	11,0	11,4	11,8	11,5
Import (w euro)	% r/r	12,2	2,3	-0,3	9,8	-2,0	-2,2	1,7	1,2	7,0	11,0	10,0	11,0
Bilans handlowy	mldn EUR	-10 059	-5 175	1 656	4 389	-139	1 203	1 017	-425	1 345	1 489	1 829	-273
Rachunek bieżący	mldn EUR	-18 519	-14 191	-6 179	-3 423	-2 313	486	-2 072	-2 280	-526	-22	-845	-2 031
Rachunek bieżący	% PKB	-5,0	-3,7	-1,6	-0,8	-3,1	-2,3	-1,9	-1,6	-1,1	-1,2	-0,9	-0,8
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-5,0	-3,9	-4,4	4,4	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	4,3	3,7	0,9	1,2	1,3	0,5	1,1	0,7	0,9	1,2	1,0	1,8
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	4,6	2,4	0,7	1,9	1,0	0,2	1,0	0,7	1,0	1,4	1,3	1,9
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	2,4	2,2	1,2	1,6	1,2	1,0	1,4	1,2	1,5	1,6	1,4	1,8
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	7,6	3,4	-1,3	0,6	-0,7	-2,0	-1,1	-1,3	-0,6	0,6	0,5	1,9
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	12,5	4,5	6,2	7,0	6,6	7,0	6,1	6,1	5,4	4,8	6,2	7,2
Zobowiązania ^b	% r/r	11,7	4,7	6,0	6,7	6,6	6,5	6,0	6,1	4,8	4,8	6,0	6,7
Należności ^b	% r/r	14,4	1,2	3,6	5,4	3,5	3,5	3,7	4,1	4,3	3,2	3,3	5,4
EUR/PLN	PLN	4,12	4,19	4,20	4,07	4,16	4,20	4,25	4,19	4,18	4,09	4,04	3,99
USD/PLN	PLN	2,96	3,26	3,16	2,97	3,15	3,22	3,21	3,08	3,07	3,00	2,94	2,86
CHF/PLN	PLN	3,34	3,47	3,41	3,24	3,38	3,41	3,44	3,40	3,39	3,27	3,21	3,11
Stopa referencyjna ^b	%	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	2,71	2,74	2,92	3,17
Rentowność obligacji 2L	%	4,81	4,30	2,98	3,30	3,29	2,77	2,98	2,88	3,08	3,18	3,37	3,58
Rentowność obligacji 5L	%	5,44	4,53	3,46	4,04	3,49	3,09	3,63	3,64	3,86	4,07	4,09	4,13
Rentowność obligacji 10L	%	5,98	5,02	4,04	4,68	3,95	3,58	4,26	4,36	4,54	4,65	4,72	4,82

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 10.02.2014 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

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

Email: ekonomia@bzwbk.pl Serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.skarb.bzwbk.pl>

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

tel. 22 5341888, Email: maciej.reluga@bzwbk.pl

Piotr Bielski 22 534 18 87

Agnieszka Decewicz 22 534 18 86

Marcin Luziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5
61-894 Poznań

tel. 61 856 58 14/30

fax 61 856 44 56

Warszawa

ul. Marszałkowska 142
00-061 Warszawa

tel. 22 586 83 20/38

fax 22 586 83 40

Wrocław

ul. Rynek 9/11
50-950 Wrocław

tel. 71 369 94 00

fax 71 370 26 22

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

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