

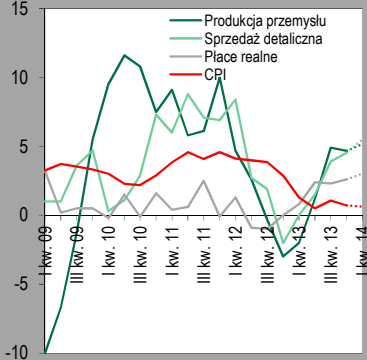
MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

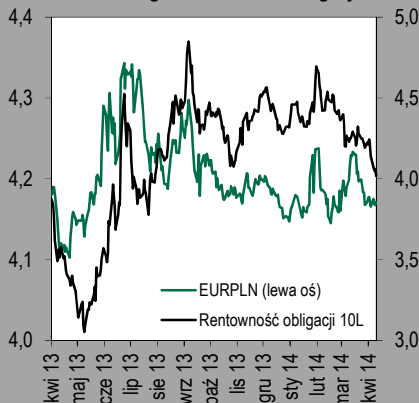
Kwiecień 2014

Wiosenny optymizm

Wskaźniki aktywności gospodarczej (% r/r)



Kurs złotego i rentowność obligacji



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 napływające z krajowej gospodarki napawają wiosennym optymizmem odnośnie obserwowanego tempa ożywienia.** Przyzwoity wzrost produkcji przemysłowej i bardzo wyraźne odbicie w budownictwie (nawet jeśli częściowo wynikające z efektu dobrej pogody), przyspieszenie wzrostu sprzedaży detalicznej, wysoka dynamika eksportu, a także coraz bardziej wyraźna poprawa sytuacji na rynku pracy – to wszystko pozwala wierzyć, że w pierwszym kwartale tego roku tempo wzrostu gospodarczego po raz pierwszy od dwóch lat przekroczyło barierę 3%. Co więcej, w kolejnych kwartałach pozytywne tendencje powinny być kontynuowane, w wyniku czego pod koniec roku polska gospodarka ma szansę rozwijać się już w tempie bliskim 4% (a średnio w całym roku ok. 3,5%). Z zadowoleniem możemy stwierdzić, że realizuje się przewidywany przez nas od dłuższego czasu scenariusz, w którym do wciąż szybko rosnącego popytu zagranicznego dołączają dwa dodatkowe motory wzrostu – konsumpcja prywatna i nakłady inwestycyjne. W efekcie, w tym roku będziemy mieli do czynienia nie tylko z szybszym, ale też bardziej zrównoważonym i mniej podatnym na zaburzenia wzrostem gospodarczym.

■ **Ożywienie w największych rozwiniętych gospodarkach świata również nabiera tempa.** W najnowszej odsłonie prognoz dla gospodarki światowej Międzynarodowy Fundusz Walutowy ocenia, że umacniają się wzrost w krajach najbardziej rozwiniętych (USA, Wielka Brytania, Niemcy) zmniejsza ryzyko wystąpienia kolejnej światowej recesji. Z drugiej strony, pogorszyły się perspektywy dla krajów rozwijających się, w szczególności dla Chin. Czynnikiem niepewności pozostaje też wpływ konfliktu pomiędzy Rosją a USA i Europą w związku z sytuacją na Ukrainie na wzajemne relacje handlowe i dalsze ewentualne skutki dla tempa światowego ożywienia. Na razie wciąż nie przewidujemy scenariusza wydarzeń za granicą, który skłaniałby do rewizji w dół prognoz wzrostu gospodarczego dla Polski.

■ **Chociaż wzrost gospodarczy przyspiesza, inflacja na świecie pozostaje niska, co ma istotny wpływ na politykę banków centralnych.** Amerykański Fed kontynuuje ograniczanie QE3, ale raczej nie będzie spieszył się z podwyżką stóp procentowych, mimo iż rynek dość jastrzębno zinterpretował pierwszą konferencję prasową nowej prezes Janet Yellen. Z kolei EBC wydaje się coraz bliższy decyzji o podjęciu działań niestandardowych, aby uniknąć ryzyka deflacji w strefie euro. Polska Rada Polityki Pieniężnej, po marcowym wydłużeniu horyzontu *forward guidance*, ponownie przeszła w tryb *stand-by*, wyraźnie sygnalizując, że nad zmianą nastawienia zastanowi się dopiero w lipcu i jeśli nie nastąpi nic wyjątkowego, to prawdopodobnie wydłuży wówczas okres stabilizacji stóp do końca tego roku.

■ **Wiosenne nastroje daje się odczuć na rynkach finansowych.** Pomimo utrzymujących się czynników ryzyka (sytuacja na Ukrainie, spowolnienie w Chinach) indeksy giełdowe w USA i w Europie ustanowiły w kwietniu nowe rekordy, a inwestorzy znów bardziej przychylnie zaczęli patrzeć na rynki wschodzące. Zapewne w znacznym stopniu wiązało się to ze zmianą oczekiwań nt. polityki głównych banków centralnych. Na poprawie nastrojów skorzystała również polska waluta oraz krajowy rynek stopy procentowej, któremu dodatkowo sprzyjały gołębie sygnały ze strony RPP. Chociaż czynnik ukraiński nie znika z mapy ryzyka i może jeszcze przyczynić się do korekt na rynku złotego, w średnim horyzoncie nasza waluta powinna się dalej umacniać, wspierana coraz lepszymi informacjami z gospodarki. Z kolei przewidywana przez nas od dłuższego czasu wzrostowa tendencja rentowności obligacji może okazać się wolniejsza i mniej znacząca, ponieważ sugestia ilościowego łagodzenia polityki przez EBC może osłabić wpływ wygaszania skupu aktywów przez Fed na europejskie krzywe rentowności.

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

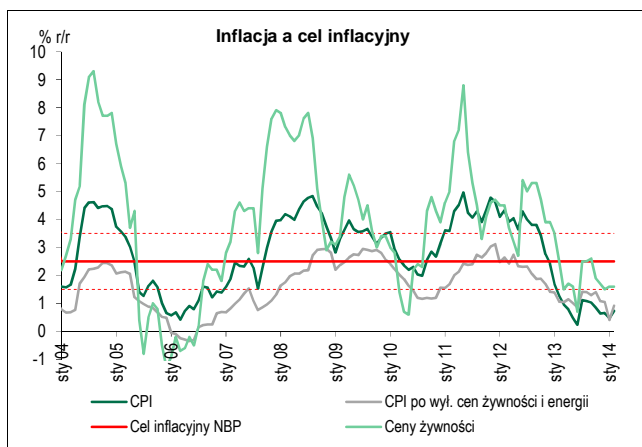
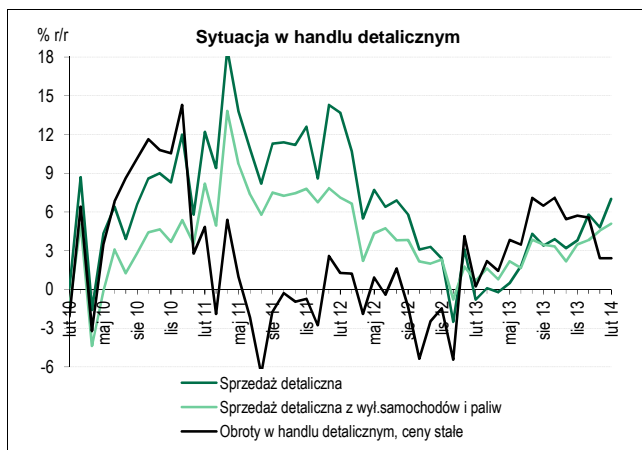
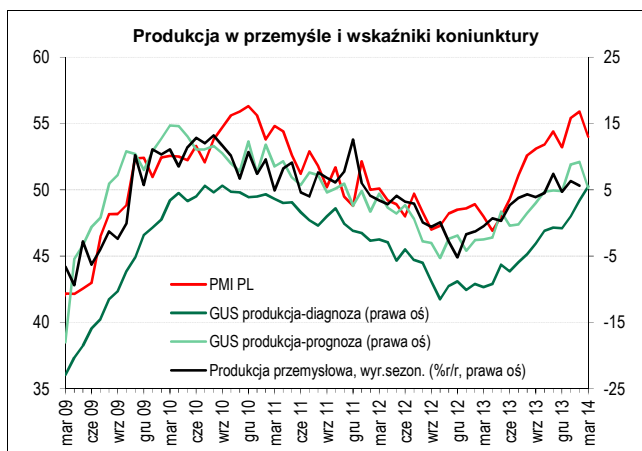
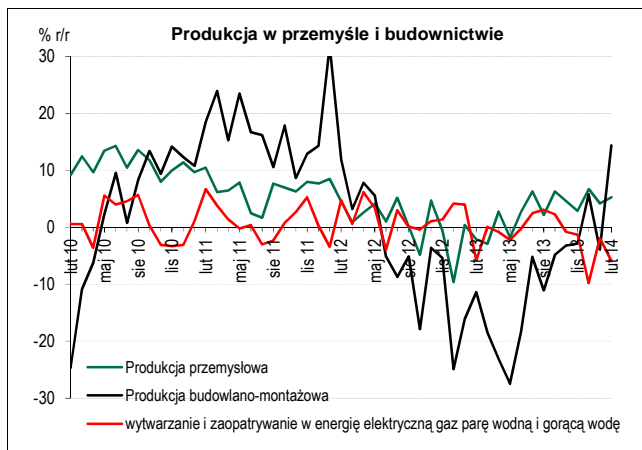
ul. Marszałkowska 142. 00-061 Warszawa fax 22 586 83 40
 email: ekonomia@bzwbk.pl Strona www: skarb.bzwbk.pl
 Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88
 Piotr Bielski 22 534 18 87
 Agnieszka Decewicz 22 534 18 86
 Marcin Luziński 22 534 18 85
 Marcin Sulewski 22 534 18 84

Na rynku finansowym 10 kwietnia 2014 r.:

Stopa depozytowa NBP	1,00	WIBOR 3M	2,72	EURPLN	4,1710
Stopa referencyjna NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	2,92	USDPLN	3,0092
Stopa lombardowa NBP	4,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	3,49	CHFPLN	3,4262

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.04.2014 r.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, Markit, BZ WBK

Produkcja pnie się w górę, korekta wskaźnika PMI

W lutym produkcja przemysłu wzrosła o 5,3% r/r. W przetwórstwie przemysłowym dynamika przyspieszyła do 7,3% r/r z 5,9% r/r miesiąc wcześniej, przy czym największe wzrosty dotyczyły działów w dużym stopniu nastawionych na eksport, m.in. produkcji mebli (o 18%). Produkcja w wytwarzaniu i zaopatrywaniu w energię elektryczną, gaz, parę wodną i gorącą wodę spadła o 5,9% r/r, zapewne głównie w wyniku poprawy warunków pogodowych.

pozytywnie zaskoczyły dane o produkcji budowlano-montażowej, której dynamika na poziomie 14,4% r/r znacząco przewyższała oczekiwania. Był to największy wzrost w tym sektorze od 2 lat, choć w tym przypadku trzeba pamiętać o pozytywnym wpływie wyjątkowo dobrej pogody. Kołem zamachowym tego sektora jest budowa budynków (16,8% r/r) oraz roboty specjalistyczne (25,4% r/r), podczas gdy budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej, czyli sektor w największym stopniu powiązany z inwestycjami publicznymi, jest w stagnacji (0,1% r/r).

Dane o produkcji przemysłowej i budowlano-montażowej wskazują na kontynuację pozytywnych trendów w gospodarce. Nadchodzące miesiące powinny przynieść ich utrzymanie, co powinno się przekładać na dalsze stopniowe przyspieszenie wzrostu gospodarczego. Podtrzymujemy, że w całym roku dynamika PKB przyspieszy do 3,5% r/r.

Indeks PMI dla polskiego przemysłu zanotował w marcu spadek do 54,0 pkt z 55,9 pkt w lutym. Odnotowana wartość jest najniższa od grudnia 2013, a wpływ na spadek miała m. in. niepewność spowodowana przez wydarzenia na Ukrainie. Jednak naszym zdaniem indeks PMI notował ostatnio zbyt mocne wzrosty, nieodpowiadające tempu ożywienia gospodarczego. Spadek uważamy zatem za pewną korektę nadmiernych oczekiwań a nie za zapowiedź spowolnienia, zwłaszcza że indeks wciąż utrzymuje się na bardzo wysokim poziomie. Warto jednocześnie odnotować, że indeks koniunktury GUS (wyrównany sezonowo) dla przemysłu wzrósł w marcu najwyższej od grudnia 2010, a sub-indeks diagnozy produkcji, po trzecim z rzędu mocnym wzroście, zanotował drugą najwyższą wartość od kwietnia 2008.

Popyt konsumentów wspierany ożywieniem na rynku pracy

Luty przyniósł przyspieszenie wzrostu sprzedaży detalicznej do 7% r/r, najwyższego poziomu od maja 2012 r. Był to częściowo efekt wysokiej sprzedaży samochodów z „kratką” oraz niskiej bazy statystycznej. Jednak wg naszych szacunków przyspieszył również wzrost sprzedaży po wyłączeniu samochodów i paliw – do 4,2% r/r (najwyższej od sierpnia 2012).

Wysokiej dynamice sprzedaży i ogólnie popytu konsumentów sprzyja ożywienie na rynku pracy, którego skutkiem jest szybszy wzrost dochodów osobistych i poprawa nastrojów konsumentów.

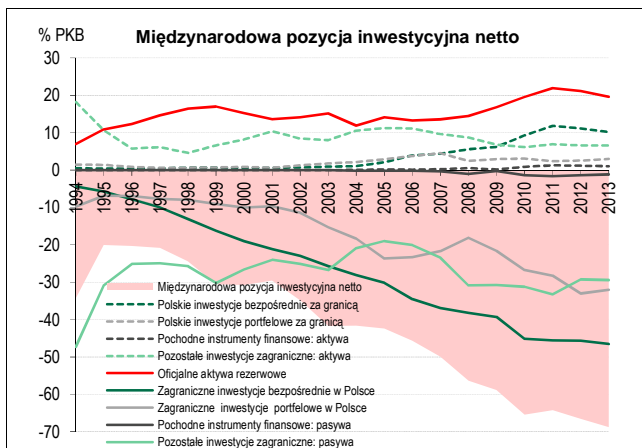
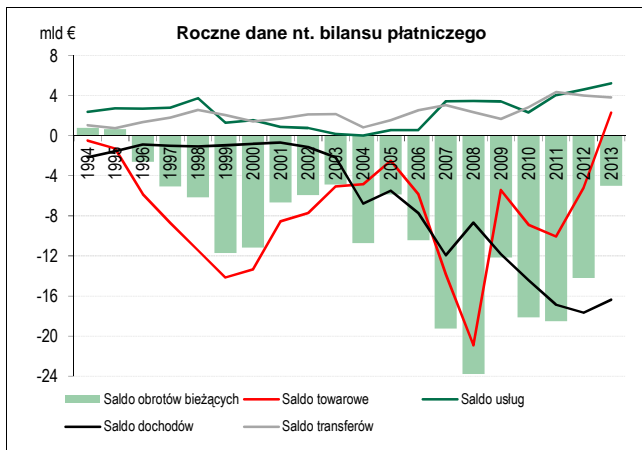
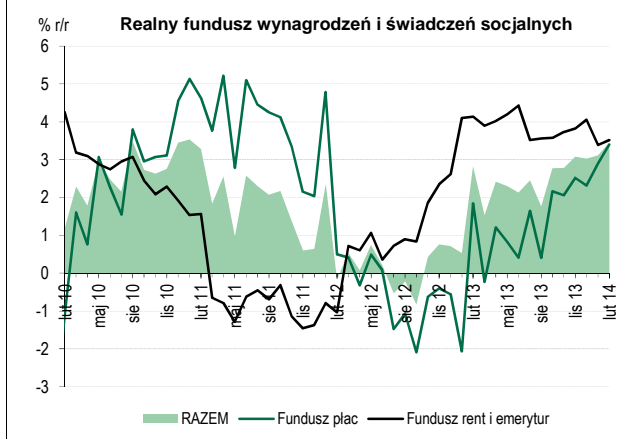
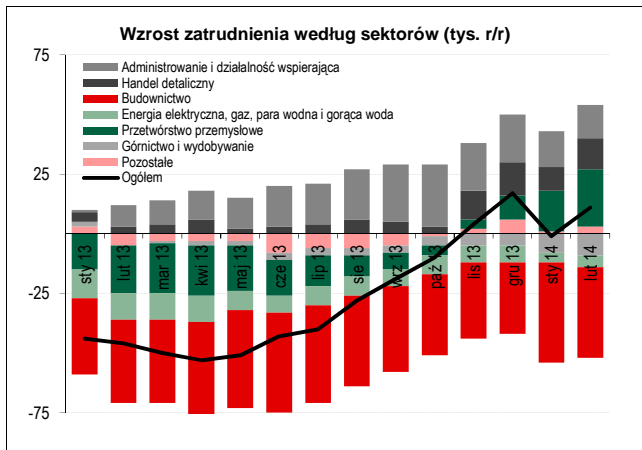
Inflacja nadal niska

Inflacja w lutym wyniosła 0,7% r/r, mniej niż oczekiwano, a wstępne dane styczniowe zrewidowano w dół o 0,2 pkt. proc., do 0,5% r/r pod wpływem zmiany wag w koszyku inflacyjnym. Naszym zdaniem zmiana wag będzie miała znacznie mniejszy wpływ na CPI na koniec roku niż na inflację styczniową (obniżając wskaźnik grudniowy o 0,02-0,03 pkt. proc.).

Przez większą część tego roku dynamika cen będzie niska, nie wykraczając istotnie powyżej poziomu 1%. Dopiero w ostatnim kwartale spodziewamy się rozpoczęcia trwalszej tendencji wzrostowej CPI.

W ostatniej dekadzie okresy znacznego wzrostu inflacji poprzedzane były zwykle wyraźnymi podwyżkami cen żywności. Niewykluczone, że tak będzie i tym razem. Z jednej strony, już teraz widoczny jest mocny wzrost cen zbóż na rynkach światowych (efekt suszy i Ukrainy), z drugiej strony za kilka miesięcy może się na to nałożyć mniejsza podaż wieprzowiny (krajowi hodowcy ograniczyli produkcję po informacjach o wykryciu afrykańskiego pomoru świń).

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, BZ WBK

Firmy coraz śміiej zatrudniają, bezrobocie spada

W lutym zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 0,2% r/r. Warto przypomnieć, że miesiąc temu dane o zatrudnieniu były negatywną niespodzianką (0,0% r/r), co wyjaśnialiśmy efektem zmiany próby badanych firm i sugerowaliśmy, że kolejne dane będą lepsze. I faktycznie, w kolejnym miesiącu liczba zatrudnionych wzrosła o 2,1 tys. m/m i był to pierwszy wzrost zatrudnienia w lutym od 2011 r. Wzrost zatrudnienia jest generowany głównie w przetwórstwie przemysłowym, handlu detalicznym oraz administrowaniu i działalności wspierającej. W handlu hurtowym oraz w transporcie zatrudnienie jest w stagnacji, a w budownictwie wciąż notuje ujemną dynamikę. Wyraźna poprawa sytuacji w budownictwie będzie zapewne miała w końcu przełożenie na zatrudnienie w tym sektorze, a poprawa ogólnej sytuacji gospodarczej powinna także wesprzeć handel hurtowy i transport. Zatem nawet gdyby „wyczerpał” się potencjał wzrostu zatrudnienia w dotychczasowych sektorach wiodących, to wzrost liczby pracujących w sektorze przedsiębiorstw powinien być kontynuowany.

Dane o płacach w sektorze firm zaskoczyły w górę, pokazując w lutym wzrost o 4,0% r/r. Jest to najszybsze tempo wzrostu wynagrodzeń od roku. Łączny fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw urosł w lutym o 4,2% r/r nominalnie i 3,4% r/r realnie, co jest najwyższą stopą wzrostu od stycznia 2012 r. i stanowi istotne wsparcie dla konsumpcji prywatnej w pierwszym kwartale 2014 r.

Według danych MPIPS, w marcu stopa bezrobocia rejestrowanego spadła do 13,6% a liczba bezrobotnych zmniejszyła się o 72 tysiące w skali miesiąca. Był to najlepszy wynik w marcu od 2008 r., czyli przedkryzysowego szczytu koniunktury. W skali r/r stopa bezrobocia spadła już o 0,7 punktu procentowego, podczas gdy jeszcze w grudniu była na poziomie sprzed roku. Bezrobocie spada bardzo szybko i to głównie ze względu na ożywienie na rynku pracy, gdyż siła interwencji Ministerstwa Pracy jest mniej więcej taka sama jak przed rokiem.

Pozytywne tendencje w bilansie płatniczym

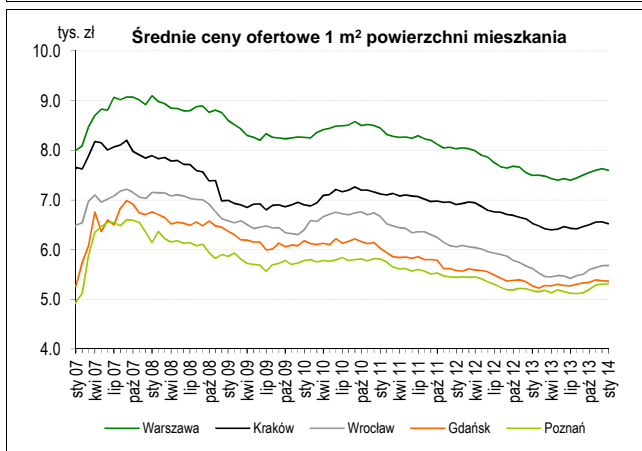
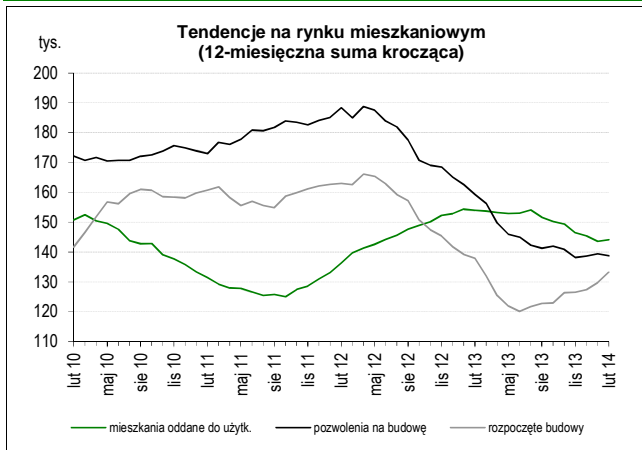
Rok 2013 był wyjątkowy pod względem tendencji w bilansie płatniczym. Po raz pierwszy od wczesnych lat 90. wartość polskiego eksportu przekroczyła wartość importu, a deficyt obrotów bieżących spadł do zaledwie 1,3% PKB (najniżej od 1995 r.). Co więcej, suma rachunku obrotów bieżących i rachunku kapitałowego osiągnęła wartość dodatnią, co oznacza, że po raz pierwszy od 1994 r. polska gospodarka nie była skazana na wzrost uzależnienia od zagranicznego finansowania.

Efektom tego było m.in. wyhamowanie wzrostowej tendencji zadłużenia zagranicznego – jego wartość na koniec 2013 r. wyniosła 275 mld € (ok. 2 mld € mniej niż w 2012), a relacja do PKB obniżyła się drugi rok z rzędu (do 70%). Krótkoterminowe zadłużenie zagraniczne wzrosło na koniec 2013 r. do 75,5 mld € (ok. 7% r/r), ale – jak pisaliśmy m.in. w lutowej edycji w MAKROskopu – jego finansowanie nie powinno na razie budzić poważnych obaw, tym bardziej, że jak wskazał NBP w ostatnim *Raporcie o inflacji*, znaczną część zadłużenia krótkoterminowego stanowi dług wobec inwestorów bezpośrednich i w ramach grup kapitałowych.

Międzynarodowa Pozycja Inwestycyjna (MPI) Polski osiągnęła na koniec 2013 r. rekordowy poziom -1,12 bln zł, czyli -68,7% PKB i był to już osiemnasty z rzędu rok nieprzerwanego powiększania się tego ujemnego salda. Jednak naszym zdaniem wzrost MPI w ub.r. wynikał wyłącznie ze zmiany wyceny aktywów i różnic kursowych.

Ostatnie dane wskazują na kontynuację pozytywnych tendencji w handlu zagranicznym – w styczniu dynamika polskiego eksportu po raz drugi z rzędu utrzymała się powyżej 10% r/r, a na rachunku towarowym ponownie pojawiła się nadwyżka (419 mln €). Spodziewamy się utrzymania nadwyżki handlowej w najbliższych kwartałach, w wyniku czego deficyt obrotów bieżących spadnie na koniec roku do ok. 0,7% PKB. Dzięki temu dług zagraniczny i MPI netto nie powinny się powiększać w tym roku.

Rynek nieruchomości



Kontynuacja ożywienia na rynku mieszkaniowym w 2014 r.?

- 2013 był rokiem spowolnienia wzrostu podaży mieszkań w Polsce. Liczba mieszkań oddawanych do użytku (145,4 tys.) spadła o ok. 5% r/r, liczba rozpoczętych budów (127,4 tys.) o ok. 10%, a liczba wydanych pozwoleń na budowę (138,7 tys.) o 16%. Wprawdzie liczba rozpoczętych budów powoli odbija, ale zakładamy, że podaż nowych mieszkań w br. ponownie będzie ponownie nieco niższa (ok. 140 tys.).
- Z drugiej strony, zaobserwowano aktywizację popytu na mieszkania. Według danych REAS, w IV kw. 2013 r. sprzedaż na rynku pierwotnym w największych polskich miastach wzrosła aż o 17%. Jednocześnie, wg danych ZBP, wartość nowo podpisanych umów kredytów hipotecznych wyniosła w 2013 r. 36,5 mld zł, najmniej od kilku lat, zatem popyt był napędzany głównie przez tzw. klientów gotówkowych, którzy postanowili skorzystać z niskich cen. Warto zauważyć, że kredyty walutowe prawie całkiem znikły z rynku – 99,07% kredytów udzielonych w 2013 r. to były kredyty złotowe.
- Zmniejszenie nierównowagi między podażą a popytem doprowadziło do zatrzymania spadkowej tendencji cen, obserwowanej od kilku lat. Pod koniec 2013 r. i na początku 2014 r. ceny były nawet nieco wyższe niż przed rokiem. Niemniej, wzrost cen wciąż jest słaby (1-2% r/r).
- W ciągu najbliższych kwartałów spodziewamy się wzrostu popytu na mieszkania, zwłaszcza finansowanego kredytem, wobec kontynuacji ożywienia na rynku pracy, lepszych perspektyw gospodarczych i niskich stóp procentowych. Podaż pozostanie przytłumiona, co może się przełożyć na stopniowy wzrost średnich cen. Pewnym ograniczeniem dla wzrostu popytu mogą być restrykcyjne warunki kredytowe, np. wzrost marż, czy wycofanie kredytów o zerowym wskaźniku LtV. W horyzoncie kilkuletnim potencjał do wzrostu popytu na mieszkania jest naszym zdaniem całkiem spory, m.in. dzięki naturalnej tendencji poprawy warunków mieszkaniowych (które nadal odstają od średnich europejskich) wraz ze wzrostem dochodów.

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragmenty komunikatu RPP w kwietniu

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

Dane o krajowej aktywności gospodarczej potwierdzają kontynuację stopniowego ożywienia wzrostu w Polsce. W pierwszych miesiącach roku nastąpiło przyspieszenie wzrostu produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. W lutym zwiększyła się także produkcja budowlano-montażowa. Na wzrost aktywności w kolejnych kwartałach wskazują korzystne wskaźniki koniunktury.

Ożywienie gospodarcze stopniowo przekłada się na sytuację na rynku pracy. Pojawiają się sygnały wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw oraz spadku bezrobocia. Mimo niewielkiego spadku w lutym, stopa bezrobocia jest nadal podwyższona, co ogranicza dynamikę wynagrodzeń.

W lutym 2014 r. inflacja CPI wyniosła 0,7%, pozostając wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Na niskim poziomie ukształtowała się także inflacja bazowa. Utrzymał się również spadek cen produkcji sprzedanej przemysłu. Towarzyszyło temu utrzymywanie się niskich oczekiwań inflacyjnych.

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 ocenia, że stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione w dłuższym okresie, tj. co najmniej do końca trzeciego kwartału br.

Do lipca komunikacja RPP bez zmian

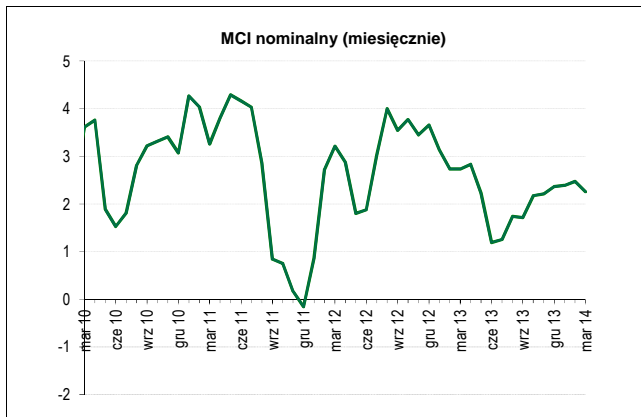
▪ Zgodnie z oczekiwaniami na kwietniowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian. Również ton oficjalnego komunikatu RPP praktycznie się nie zmienił od poprzedniego posiedzenia. Nie było to dla nas żadnym zaskoczeniem, ponieważ zaledwie miesiąc wcześniej Rada podjęła decyzję o wydłużeniu horyzontu stabilizacji stóp procentowych (tzw. *forward guidance*) przynajmniej do końca III kwartału i od tego czasu nie pojawiły się informacje, które mogłyby w znaczący sposób zmienić perspektywy inflacji i wzrostu PKB w Polsce.

▪ Prezes NBP Marek Belka powiedział wprost na konferencji prasowej, że jeśli nie wydarzy się nic nadzwyczajnego, to do lipca (czyli do momentu publikacji nowej projekcji NBP) Rada nie zamierza zmieniać swojego nastawienia i tonu komunikacji z rynkiem. W zawiązku z tym wydaje się jasne, że czekają nas jeszcze dwa mało ekscytujące posiedzenia Rady, których wynik będzie wyjątkowo łatwy do przewidzenia.

▪ Jednocześnie, Belka przypomniał o tym, że w ostatnim okresie coraz częściej wśród członków RPP pojawiają się opinie, że okres stabilności stóp procentowych może trwać dłużej niż do końca III kwartału. Jest to wyraźna sugestia, że jeśli do lipca nie nastąpi jakaś istotna zmiana perspektyw gospodarczych, bardzo prawdopodobne jest wówczas kolejne wydłużenie horyzontu *forward guidance* (zapewne do końca 2014 r.).

▪ Podtrzymujemy opinię, że stopy procentowe NBP pozostaną bez zmian do końca tego roku, natomiast na początku 2015 r. czeka nas pierwsza podwyżka stóp procentowych, w reakcji na umacniający się wzrost gospodarczy i podwyższające się stopniowo prognozy inflacji (która naszym zdaniem zacznie odbijać w górę szybciej niż wynika z obecnych projekcji NBP).

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



Delikatny spadek MCI, ale to tylko odchylenie od trendu

- Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, indeks restrykcyjności polityki pieniężnej MCI zanotował nieznaczny spadek w marcu, głównie pod wpływem osłabienia kursu złotego (średni EURPLN w marcu wyniósł 4,20 wobec 4,18 w lutym) przy stabilizacji stawek rynku pieniężnego.
- Ten ruch był jednak naszym zdaniem tylko wahnięciem w trendzie, spowodowanym przejściowymi czynnikami (niepewność co do sytuacji na Ukrainie) – oczekiwane przez nas umocnienie złotego pod wpływem lepszych perspektyw gospodarczych oraz nadchodzącej podwyżki stóp procentowych przez RPP (w dalszej perspektywie) spowodują zaostrzenie warunków monetarnych i popchną indeks MCI w górę.



Rzońca (1,44)

Winiecki (1,45)

Bratkowski (0,58)

Kaźmierczak (1,41)

Hausner (1,03)

Belka (0,96)

Zielińska-Głębocka (0,81)

Głapiński (1,38)

Chojna-Duch (0,73)

Osiatyński



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

Coraz większa część RPP za wydłużeniem okresu stabilnych stóp

Z wypowiedzi członków RPP w ostatnich tygodniach wynika dość jasno, że większość z nich skłania się ku wydłużeniu okresu stabilnych stóp aż do końca 2014 r. Jerzy Hausner, który jeszcze nie tak dawno nie wykluczał rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp w tym roku, przyznał, że zmienił zdanie i „moment na zmianę polityki odsunął się w czasie”. Andrzej Bratkowski wprawdzie wciąż uważa, że podwyżka w IV kw. 2014 jest możliwa, ale on również dostrzega rosnące szanse na dłuższą stabilizację stóp. Najbardziej „gołębi” w Radzie Jerzy Osiatyński gotów jest utrzymać rekordowo niskie stopy nawet do końca 2015 r. Prezes NBP Marek Belka przyznał w jednym z niedawnych wywiadów, że sentyment w RPP jest coraz bardziej „gołębi”, bo „taka jest rzeczywistość gospodarcza”, a na konferencji prasowej po ostatnim posiedzeniu przypomniał o rosnącej liczbie zwolenników dłuższej stabilizacji stóp niż do końca III kw. Wszystko to sugeruje, że po zapoznaniu się z nową projekcją NBP Rada najprawdopodobniej ponownie wydłuży horyzont *forward guidance*, tym razem do końca br.

Sytuacja na Ukrainie i działania EBC mogą mieć wpływ na RPP

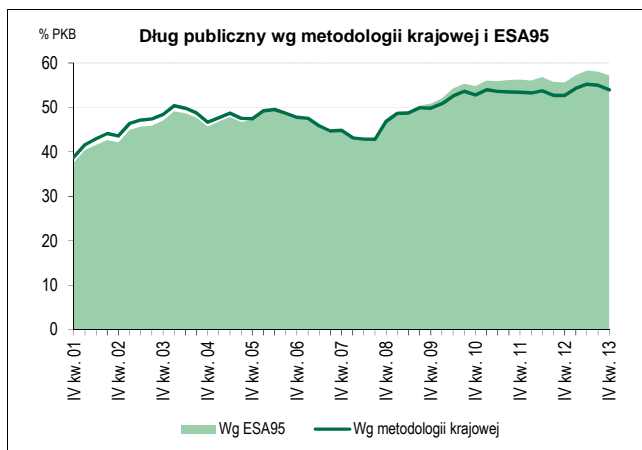
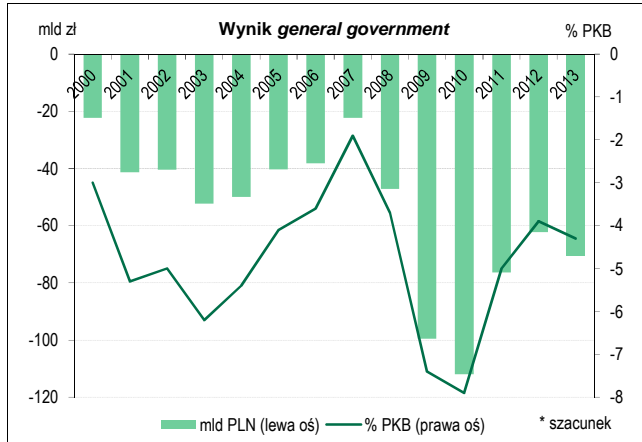
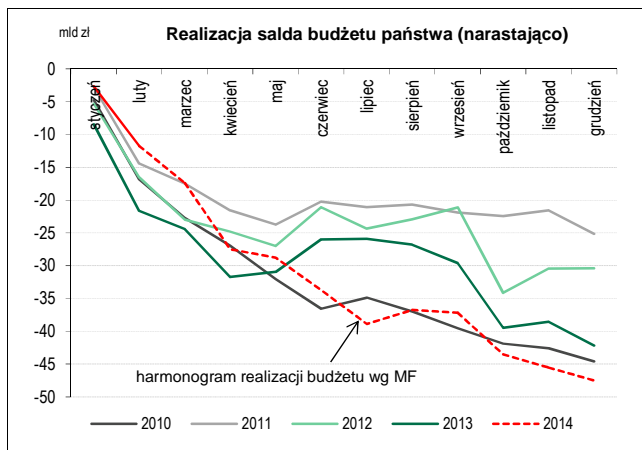
Marek Belka powiedział na konferencji prasowej RPP, że ewentualna recesja na Ukrainie i bardzo słaby wzrost gospodarczy w Rosji, powiązane z ewentualnymi sankcjami w handlu, mogą wpłynąć na inflację i PKB – w obu przypadkach obniżając je. Przypomnijmy, że już miesiąc wcześniej padło stwierdzenie, że wydarzenia na Ukrainie przyspieszyły decyzję Rady o wydłużeniu *forward guidance* i wydaje się, że będzie to czynnik nadal pilnie obserwowany przez bank centralny. Z drugiej strony, Belka przyznał, że trzeba mieć świadomość proporcji – skala wpływu tych zaburzeń na polską gospodarkę nie będzie olbrzymia.

Prezes NBP przyznał też, że ewentualne rozpoczęcie skupu aktywów przez EBC może zmienić środowisko dla polityki pieniężnej w naszym kraju – mogłoby to m.in. poprzez aprecjację złotego „tonująco” wpłynąć na inflację. Ale z drugiej strony przypomniał o perspektywie dalszego odchodzenia od ultra-luźnej polityki pieniężnej w USA i możliwym szybszym od oczekiwań zaostrzeniu polityki w Wielkiej Brytanii.

Zwiększenie liczby członków RPP dopiero w 2015?

Wiceminister finansów zasugerował ostatnio, że zmiana w ustawie o NBP, której efektem będzie przejściowe zwiększenie liczby członków RPP do 12 osób, prawdopodobnie wejdzie w życie dopiero w 2015 r. Jak już pisaliśmy w MAKROskopie w grudniu 2013, gdyby troje nowych członków Rady miało zbliżone poglądy do mianowanego niedawno Jerzego Osiatyńskiego, mogłoby to przesunąć bilans sił w Radzie w kierunku bardziej gołębim. Jednak odsunięcie w czasie rozszerzenia składu RPP zmniejsza naszym zdaniem ryzyko tego, że Rada będzie nadmiernie długo zwlekała z rozpoczęciem zacieśniania polityki pieniężnej – do pierwszej podwyżki stóp dojdzie naszym zdaniem na początku 2015 r., czyli jeszcze przed rozszerzeniem składu RPP.

Pod lupą: polityka fiskalna



	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	10.04	zmiana od 11.03.14	zmiana od 31.12.13	10.04	zmiana od 11.03.14	zmiana od 31.12.13
Polska	247	-14	9	72	-8	-6
Czechy	50	-7	-9	58	-1	-3
Węgry	414	-23	37	232	-8	-24
Grecja	439	-93	-222	80	13	44
Hiszpania	162	-6	-59	91	-26	-63
Irlandia	138	-3	-14	74	-14	-46
Portugalia	233	-37	-176	173	-37	-173
Włochy	161	-13	-54	114	-25	-55
Francja	50	-8	0	47	-3	-7
Niemcy	-	-	-	21	-3	-5

Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, GUS, BZ WBK

Ożywienie gospodarcze sprzyja wpływom z podatków

Deficyt budżetu państwa po lutym wyniósł 9,5 mld zł, a po marcu może wg MF sięgnąć 17,4 mld zł, czyli 36,6% rocznego planu. Ścieżka wykonania deficytu przebiega na razie wyraźnie poniżej tych z poprzednich kilku lat. Pomaga w tym ożywienie gospodarki, a w szczególności popytu krajowego, którego efektem jest poprawa wpływów podatkowych (m.in. wzrost VAT 27% r/r). Widzimy szanse na realizację tegorocznego deficytu budżetowego poniżej planu.

Deficyt sektora finansów publicznych w 2013 poniżej prognoz

Wg nieoficjalnych danych deficyt sektora finansów publicznych (*general government*) wzrósł w 2013 r. do 4,3% PKB z 3,9% PKB rok wcześniej, kształtując się nieco poniżej oczekiwań Komisji Europejskiej (4,4%) i wcześniejszych szacunków Ministerstwa finansów (4,8%).

Lepsza realizacja (GUS oficjalne dane opublikuje 16 kwietnia) nie jest zaskoczeniem. To efekt z jednej strony ożywienia w gospodarce, które przybrało na sile w II połowie 2013 r., a z drugiej strony niższych realizacji deficytów: centralnego (o ok. 9 mld zł wobec planu po nowelizacji) i samorządowego (o ok. 8 mld zł).

W tym roku, w wyniku wprowadzenia zmian w OFE, sektor publiczny wg metodologii ESA95 wykaże jednorazową nadwyżkę w wysokości 4,4% PKB (nasze oczekiwania są zbliżone do prognoz KE). Natomiast w 2015 r. planowana jest dalsza konsolidacja finansów publicznych. Szczegółowe plany ministra finansów poznamy w aktualizacji Programu Konwergencji, która powinna być gotowa do końca kwietnia. W jednym z niedawnych wywiadów zapowiedział on podjęcie działań, które pozwolą na trwałe obniżenie deficytu poniżej 3% PKB, zgodnie z sugestią KE.

Dług publiczny w górę w 2013, w dół w tym roku...

Ministerstwo Finansów podało, że państwowy dług publiczny na koniec 2013 r. wyniósł 880,2 mld zł i stanowił 53,9% PKB (wobec 52,7% PKB w 2012 r.). Natomiast dług sektora finansów publicznych wg ESA95 wzrósł do 57,1% PKB z 55,6% PKB w 2012 r. Największy wpływ na przyrost długu w obu przypadkach miało finansowanie potrzeb pożyczkowych netto, które w ubiegłym roku wyniosły 57,4 mld zł.

Wprowadzenie w życie reformy funduszy emerytalnych, zgodnie z którą na początku lutego OFE przekazały do ZUS aktywa o wartości 153,2 mld zł, obniżyło państwowy dług publiczny o ponad 8% PKB, a dług sektora finansów publicznych o ponad 9% PKB.

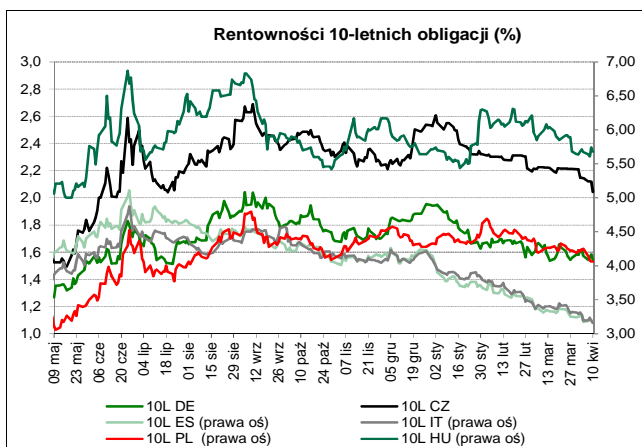
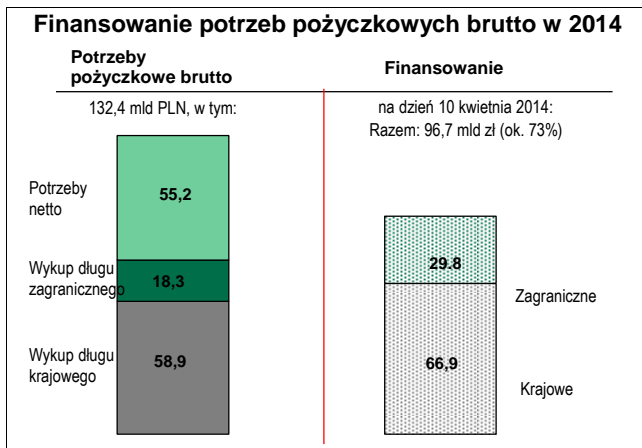
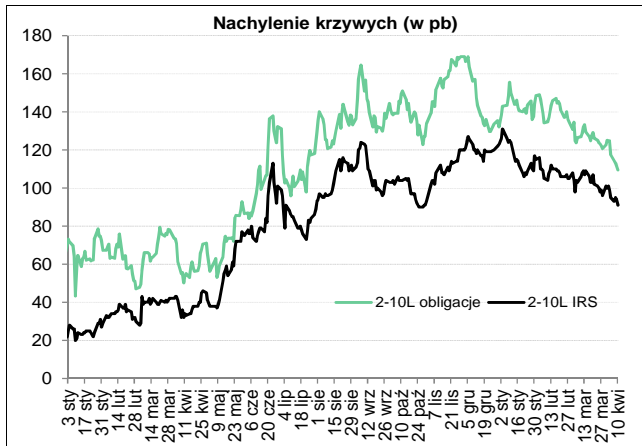
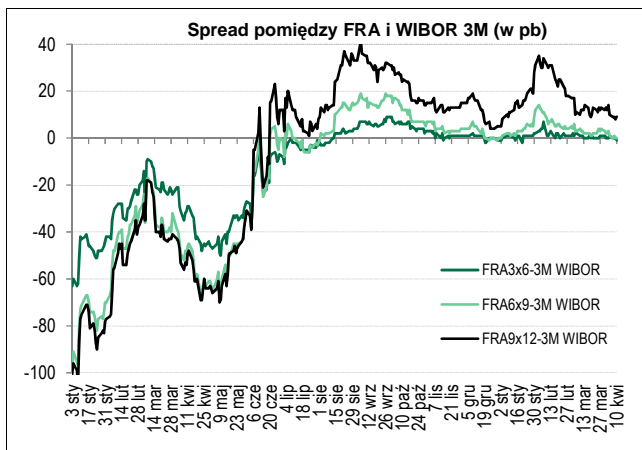
Agencja ratingowa Fitch uważa, że reforma OFE jest neutralna dla oceny kredytowej Polski, ponieważ zmniejszeniu zadłużenia (w wyniku umorzenia obligacji) towarzyszy przyrost zobowiązań emerytalnych w przyszłości. Fitch zakłada, że konsolidacja fiskalna w naszym kraju będzie kontynuowana (mimo zbliżających się wyborów) dzięki sprzyjającemu otoczeniu makroekonomicznemu, a agencja chce poczekać na jej efekty zanim podejmie decyzję o ewentualnym podwyższeniu ratingu Polski.

Obietnice działania przez EBC wspierają globalne rynki długu

Marzec i początek kwietnia przyniosły kontynuację pozytywnych tendencji na bazowych rynkach długu. Rentowność 10-letniej niemieckiej obligacji, po krótkotrwałych wzrostach powyżej 1,60%, stabilizowała się nieco poniżej tego poziomu. Poprawa perspektyw gospodarczych sprzyjała dalszej aprecjacji obligacji krajów peryferyjnych, w tym hiszpańskie i włoskie 10-letnie obligacje osiągnęły najniższe poziomy w historii. To sprzyjało poprawie miar oceny ryzyka – spready wobec niemieckich obligacji zacieśniły się, spadły stawki CDS.

Perspektywa dalszych działań EBC powinna sprzyjać stabilizacji rentowności niemieckich obligacji, ale również papierów krajów peryferyjnych w najbliższych tygodniach. Niemniej wyraźne sygnały poprawy gospodarczej będą powodowały presję na wzrost rentowności w średnim i długim terminie.

Rynek stopy procentowej



Źródła: Reuters, BZ WBK

Retoryka RPP stabilizuje stawki rynku pieniężnego

W marcu stawki WIBOR od 1M do 9M pozostały stabilne, podczas gdy stawka 12M wzrosła o 1 pb mimo wydłużenia przez RPP okresu stabilnych stóp przynajmniej do końca III kw. 2014 r. W tym samym okresie stawki FRA, dostosowując się do nowej retoryki RPP, spadły o 1-4 pb, co spowodowało zacieśnienie spreadu FRA-WIBOR 3M. Po marcowej decyzji RPP inwestorzy przesunęli swoje oczekiwania co do terminu pierwszej podwyżki stóp NBP, oczekując, że nastąpi to w perspektywie roku (przejściowo rynek wycenił nawet nieco dłuższy horyzont).

Napływające w tym miesiącu krajowe dane powinny potwierdzić kontynuację pozytywnych tendencji w gospodarce przy braku presji inflacyjnej. Perspektywa wydłużenia okresu stabilnych stóp do końca roku oraz wciąż niska inflacja (oczekujemy, że w najbliższych miesiącach wskaźnik inflacji pozostanie poniżej 1% r/r) powinna stabilizować stawki FRA blisko bieżących poziomów. Z drugiej strony kontynuacja spadku rentowności i stawek IRS może (krótkoterminowo) przyczynić się do dalszego obniżenia stawek FRA.

Nadzieje na działania EBC wzmacniają rynek stopy

Marzec i początek kwietnia przyniosły dość znaczące spadki stawek IRS i rentowności obligacji. Był to efekt kilku czynników, spośród których najważniejsze to: (1) marcowa decyzja RPP o wydłużeniu okresu stabilnych stóp procentowych przynajmniej do końca III kw. i sugestie członków Rady, że ten okres może zostać jeszcze wydłużony, (2) brak eskalacji kryzysu na Ukrainie (choć na początku kwietnia siła tego czynnika ryzyka ponownie wzrosła) oraz (3) sugestie ze strony EBC, że może w końcu podjąć niestandardowe działania (ilościowe łagodzenie polityki, ujemne stopy procentowe). Na wartości zyskiwał głównie środek i długi koniec krzywych, podczas gdy krótki koniec pozostawał relatywnie stabilny. W rezultacie krzywe dość znacząco się spłaszczyły; spread 2-10L zawężił się do 109 pb dla obligacji (najniższy poziom od lipca 2013) oraz 91 pb dla IRS (najniższy poziom od października 2013). Rentowność obligacji 10-letniej testowała poziom 4%, a stawka IRS 10L poziom 3,90%, osiągając tym samym tegoroczne minima.

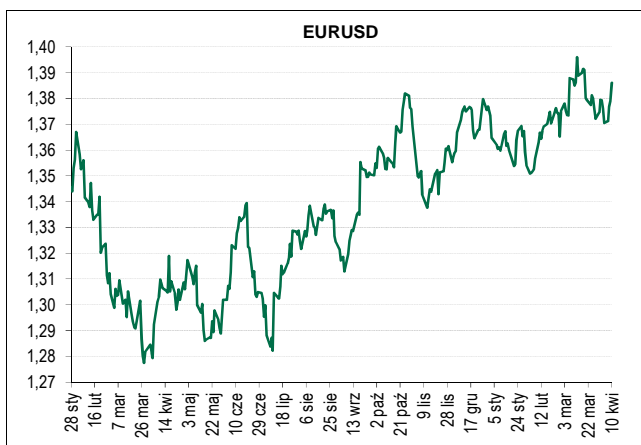
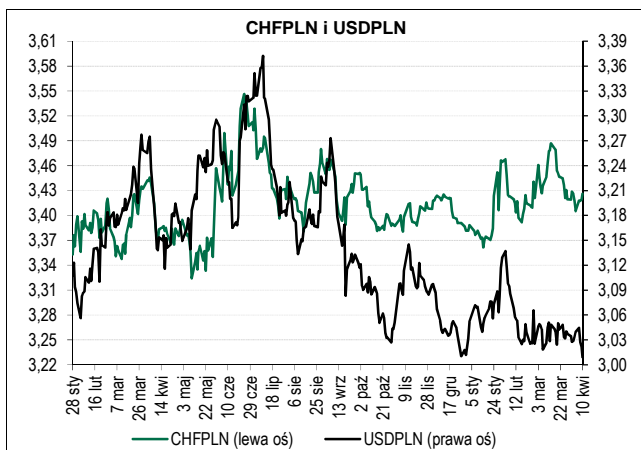
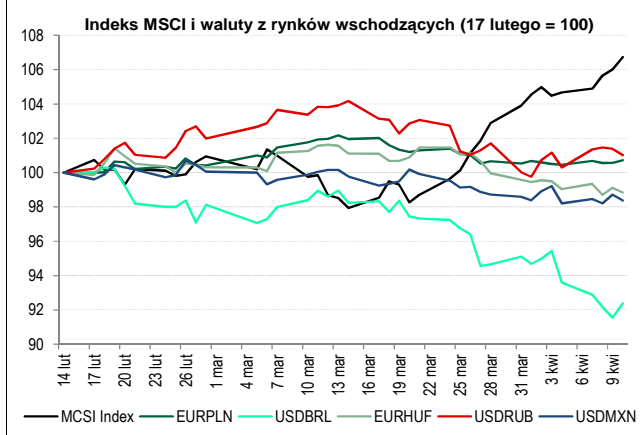
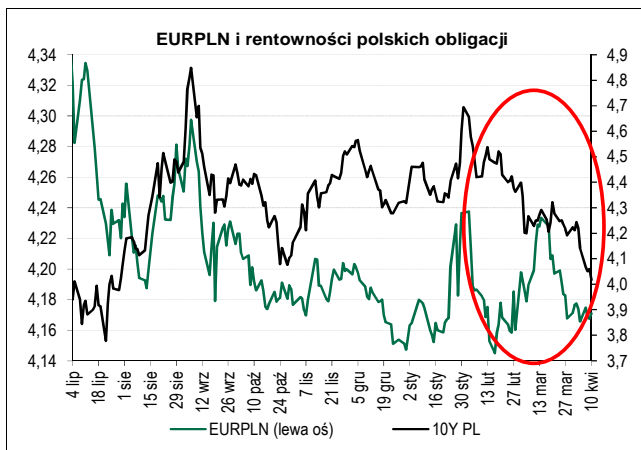
Wyniki aukcji krajowego długu były również wspierające dla nastrojów rynkowych. Zgłaszany przez inwestorów popyt był solidny, co umożliwiało resortowi finansów plasowanie obligacji po cenie rynkowej, a nawet nieznacznie powyżej. W efekcie, po pierwszej aukcji kwietniowej tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto są sfinansowane w ok. 73%. Przy utrzymaniu wysokiego popytu na krajowy dług (sprzyja temu bieżąca sytuacja rynkowa) rośnie prawdopodobieństwo pokrycia potrzeb pożyczkowych na poziomie 80% na koniec kwietnia oraz 100% na koniec pierwszego półrocza.

W średnim terminie wciąż oczekujemy wzrostów rentowności

W pierwszych tygodniach kwietnia polskie obligacje dość znacząco zyskały na wartości spośród długu krajów rozwijających się. Oczekiwania na działania EBC (w tym możliwość wprowadzenia programu QE) będą głównym czynnikiem umacniającym krajowy dług w najbliższych tygodniach.

Sytuacja na rynkach bazowych pozostaje istotna dla zachowania się krajowych obligacji ze środka i długiego końca krzywych. Kontynuacja spadku rentowności niemieckiego długu może skutkować dalszym spadkiem rentowności krajowych papierów, a przynajmniej stabilizacją blisko bieżących poziomów. Co więcej, przy braku istotnych czynników ryzyka nie można wykluczyć dalszego wypłaszczenia krzywych. Jednak coraz silniejsze sygnały ożywienia w gospodarce w średnim i długim terminie będą generowały impuls do wzrostu rentowności, choć jego tempo może okazać się nieco słabsze niż wcześniej sądziliśmy.

Rynek walutowy



Źródła: GUS, Reuters, BZ WBK

Ukraina (chwilowo?) w cieniu, plany EBC mogą wspierać złotego

Po kolejnej fali deprecjacji w pierwszych tygodniach marca, druga połowa miesiąca przyniosła wyraźne odreagowanie – złoty korzystał z braku eskalacji konfliktu na Ukrainie po krymskim referendum. W dodatku, MFW zdecydował się udzielić temu państwu pożyczki, a tamtejszy parlament uchwalił pakiet reform antykrzysowych. Dzięki temu, złoty odrobił niemal całość strat poniesionych w stosunku do euro w pierwszej połowie marca – EURPLN spadł z 4,25 do ok. 4,16. W naszej ocenie, część tego ruchu wynika także ze słabości wspólnej waluty na globalnym rynku (więcej w kolejnym akapicie).

Patrząc szerzej na ostatnie zmiany na polskim rynku walutowym można zauważyć, że ostatnie osiem tygodni w wykonaniu EURPLN to niemal powtórka zmian, jakie odnotowano od połowy stycznia do połowy lutego tego roku. Wówczas po trzech tygodniach wzrostów (wywołanych awersją do ryzyka na rynkach wschodzących), kolejne dwa tygodnie przyniosły ruch w dół EURPLN (z 4,26 do 4,14).

Warto zwrócić uwagę na fakt, iż polskie obligacje ucierpiały istotnie tylko w trakcie pierwszej tegorocznej fali awersji do ryzyka. Kolejne miesiące przyniosły dość zauważalny spadek rentowności, któremu tylko przez pewien czas towarzyszyło umocnienie złotego. Poza tym, indeks giełdowy MSCI dla rynków wschodzących wzrósł już o prawie 7% od kiedy sytuacja na Ukrainie wyraźnie się zaostrzyła (w połowie lutego). Podobnie w przypadku walut Ameryki Południowej można odnotować pozytywne zmiany – aprecjacja o 5-8% do euro czy też dolara. Tymczasem, obok rubla (który wcześniej najmocniej tracił i teraz wyraźnie odreagował), najwięcej spośród walut CEE do euro zyskał forint (2,6%), a do dolara złoty (0,5%).

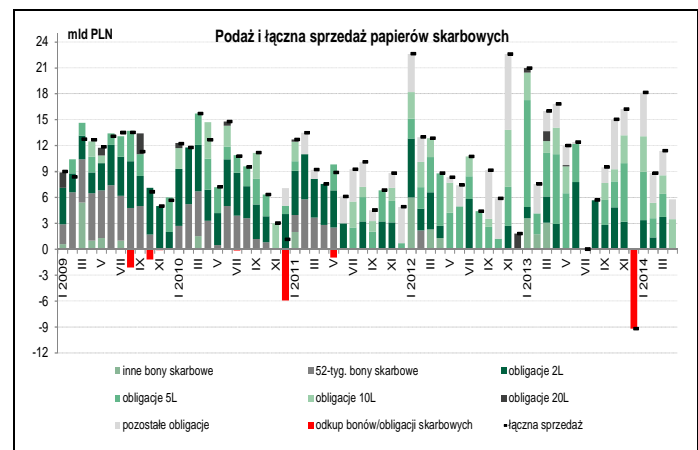
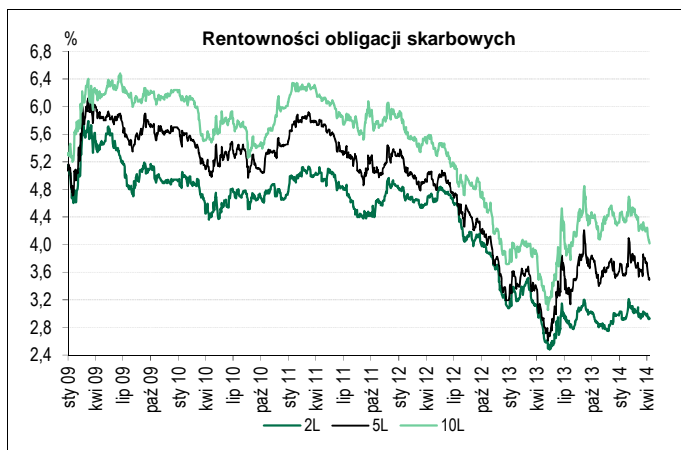
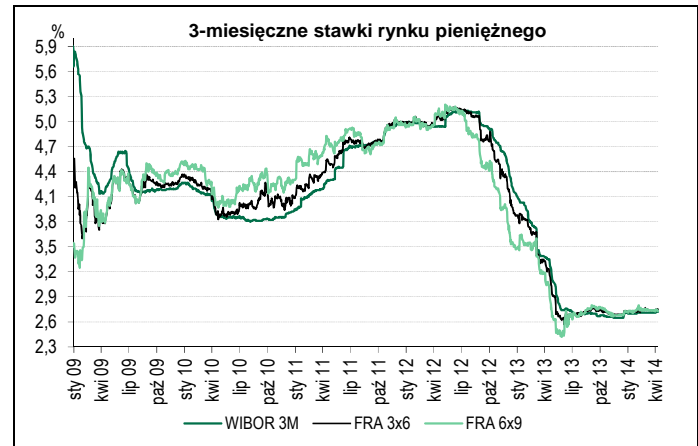
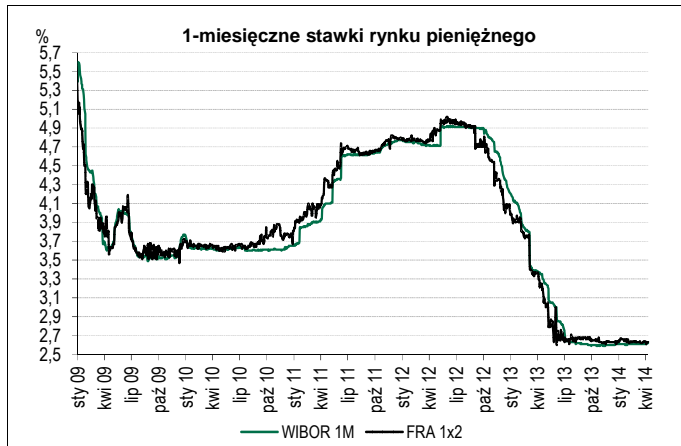
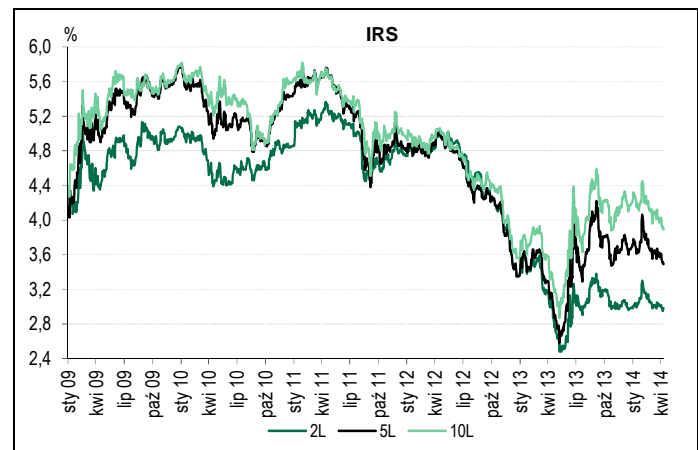
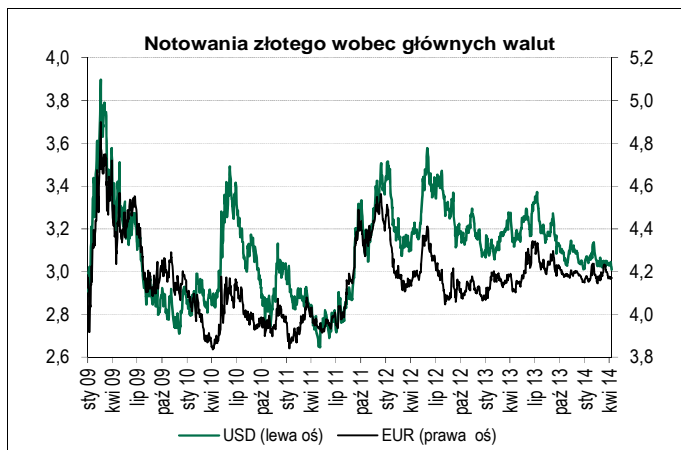
Powyższe okoliczności sugerują, że wobec braku zaangażowania się na większą skalę państw Zachodu w konflikt Ukrainy z Rosją, wątek ten przestał być – przynajmniej na ten moment – kluczowym czynnikiem wpływającym na notowania. Biorąc jednak pod uwagę ostatnie wydarzenia za naszą wschodnią granicą, jest jednocześnie wg nas zbyt wcześnie, aby temat ten wykreślić z listy czynników ryzyka dla scenariusza aprecjacyjnego złotego. Chociaż możliwe jest umocnienie złotego do ok. 4,14 za euro, to nie spodziewamy się obecnie, by taki ewentualny ruch był trwały w kontekście trwających zamieszek oraz działań separatystycznych na wschodzie Ukrainy. Z drugiej strony, nie spodziewamy się, aby kurs EURPLN przebił w najbliższym czasie szczyty dwóch ostatnich fal wzrostowych (4,25-4,26). Czynnikiem stabilizującym ryzykowne aktywa, w tym złotego, mogą być w najbliższym czasie nadzieje na dalsze luzowanie polityki pieniężnej przez EBC. Spodziewamy się, że EURPLN pozostanie w kwietniu w przedziale 4,14-4,25.

Kwietniowa inflacja w strefie euro w centrum uwagi

Deprecjacja euro obserwowana od połowy marca na globalnym rynku wskazuje, że wysocy rangą przedstawiciele EBC, którzy od kilku tygodni podkreślali gotowość banku centralnego do podjęcia dalszych niestandardowych działań, aby uchronić Euroland przed deflacją, osiągnęli swój cel – kurs EURUSD zanotował trzy tygodnie spadków z rzędu (z prawie 1,40 do 1,37). Od kiedy nastrój na rynku poprawił się po krymskim referendum, wspólna waluta osłabiła się w relacji do niemal wszystkich walut z rynków wschodzących (z wyjątkiem hrywny czy argentyńskiego peso) i do większości walut państw rozwiniętych. Wsparciem dla dolara był za to zaskakująco jastrzębi komunikat po marcowym posiedzeniu FOMC i wypowiedzi jego członków oraz niezłe dane z USA.

W trakcie konferencji prasowej po kwietniowym posiedzeniu EBC, prezes Draghi wzmocnił nadzieje na dalsze działania banku w celu oddalenia ryzyka deflacji. Podkreślił także znaczenie kwietniowych danych o inflacji dla podjęcia decyzji w tej kwestii. Wstępny HICP za kwiecień poznamy na koniec miesiąca, tego samego dnia decyzję ogłosi FOMC. Ostatnie dni kwietnia mogą więc obfitować w spore wahania EURUSD. Podtrzymujemy scenariusz aprecjacji wspólnej waluty do dolara w kolejnych miesiącach roku, ale uruchomienie w strefie euro programu QE lub obniżenie stopy depozytowej poniżej 0% byłoby istotnym czynnikiem ryzyka dla tych prognoz.

Monitor rynku



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
Kwiecień'13	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	OK0116
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/WZ/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			
lut	6.02	OK0716/WZ0119	2000-4000	4810,0	13.02	PS0718/DS1013	3000-5000	4011,0			
marzec	6.03	OK0716/WZ0119	2500-5500	6573,0					20.03	PS0414/OK0714	PS0718/DS1023
kwiecień	3.04	DS1023/WZ0119	3000-5000	5781,0	23.04	OK0716/PS1016/PS0718	5000-10000				

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja odkupu

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
7 kwietnia CZ: Produkcja przemysłowa (II) DE: Produkcja przemysłowa (II)	8	9 PL: Decyzja RPP CZ: CPI (III) US: Minutes FOMC	10	11 PL: Bilans płatniczy (II) HU: CPI (III) US: Wstępny Michigan (IV)
14 PL: Podaż pieniądza (III) EZ: Produkcja przemysłowa (II) US: Sprzedaż detaliczna (III)	15 PL: CPI (III) DE: Indeks ZEW (IV) US: CPI (III)	16 PL: Inflacja bazowa (III) PL: Place i zatrudnienie (III) EZ: HICP (III) US: Rozpoczęte budowy domów / pozwolenia na budowę (III) US: Produkcja przemysłowa (III) US: Beżowa Księga Fed	17 PL: Produkcja przemysłowa (III) PL: PPI (III) PL: Minutes RPP US: Indeks Philly Fed (IV)	18
21 PL: Dzień wolny	22 US: Sprzedaż domów (III)	23 CN: Wstępny PMI – przemysł (IV) DE: Wstępny PMI – przemysł (IV) EZ: Wstępny PMI – przemysł (IV) US: Sprzedaż nowych domów (III)	24 PL: Sprzedaż detaliczna (III) PL: Stopa bezrobocia (III) DE: Ifo (IV) US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (III)	25 US: Indeks Michigan (IV)
28 US: Niezakończona sprzedaż domów (III)	29 HU: Decyzja banku centralnego US: Indeks nastrojów konsumentów (IV)	30 PL: Oczekiwania inflacyjne (IV) EZ: Wstępny HICP (IV) US: Raport ADP (IV) US: Pierwszy szacunek PKB (I kw.) US: Decyzja Fed	1 maja PL: Dzień wolny US: Dochody osobiste (III) US: Wydatki konsumentów (III) US: ISM – przemysł (IV)	2 PL: PMI – przemysł (IV) CN: PMI – przemysł (IV) DE: PMI – przemysł (IV) EZ: PMI – przemysł (IV) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (IV) US: Stopa bezrobocia (IV)
5 US: ISM – usługi (IV)	6 EZ: PMI – usługi (IV) DE: PMI – usługi (IV)	7 PL: Decyzja RPP DE: Zamówienia przemysłowe (III) CZ: Produkcja przemysłowa (III) CZ: Decyzja banku centralnego	8 EZ: Decyzja EBC DE: Produkcja przemysłowa (II)	9 DE: Eksport (III)
12 CZ: CPI (IV)	13 HU: CPI (IV) DE: Indeks ZEW (V) US: Sprzedaż detaliczna (IV)	14 PL: CPI (IV) PL: Podaż pieniądza (IV) EZ: Produkcja przemysłowa (III)	15 PL: Pierwszy szacunek PKB (I kw.) PL: Inflacja bazowa (IV) PL: Bilans płatniczy (III) GE, CZ, HU, EZ: Pierwszy szacunek PKB (I kw.) EZ: HICP (IV) US: CPI (IV) US: Produkcja przemysłowa (IV) US: Indeks Philly Fed (V)	16 US: Rozpoczęte budowy domów / pozwolenia na budowę (IV) US: Wstępny Michigan (V)

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	25	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		31			30						
Bilans płatniczy	17	12	17	11	15	13						
Podaż pieniądza	14	14	14	14	14	13						
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

		mar 13	kwi 13	maj 13	cze 13	lip 13	sie 13	wrz 13	paź 13	lis 13	gru 13	sty 14	lut 14	mar 14	kwi 14
PMI	pkt.	48,0	46,9	48,0	49,3	51,1	52,6	53,1	53,4	54,4	53,2	55,4	55,9	54,0	54,2
Produkcja przemysłowa	% r/r	-2,9	2,8	-1,8	2,8	6,3	2,2	6,3	4,6	2,9	6,7	4,2	5,3	5,9	5,6
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-18,5	-23,1	-27,5	-18,3	-5,2	-11,1	-4,8	-3,2	-2,9	5,8	-3,9	14,4	10,6	16,9
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	0,1	-0,2	0,5	1,8	4,3	3,4	3,9	3,2	3,8	5,8	4,8	7,0	4,7	10,8
Stopa bezrobocia	%	14,3	14,0	13,5	13,2	13,1	13,0	13,0	13,0	13,2	13,4	14,0	13,9	13,6	13,2
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	1,6	3,0	2,3	1,4	3,5	2,0	3,6	3,1	3,1	2,7	3,4	4,0	3,6	3,2
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-0,9	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,2	0,4	0,7
Eksport (w euro)	% r/r	-1,2	11,0	0,3	5,4	7,4	2,8	9,0	3,8	2,3	10,1	10,6	8,1	14,3	11,4
Import (w euro)	% r/r	-1,3	1,6	-6,1	-1,9	3,1	-0,3	4,2	4,6	0,6	0,0	6,6	8,5	6,1	11,0
Bilans handlowy	mIn EUR	-502	630	1	570	137	299	660	259	-25	-85	419	410	517	753
Rachunek bieżący	mIn EUR	-272	569	-176	100	-566	-618	-907	162	-803	-430	-1 135	-344	199	#N/D!
Rachunek bieżący	% PKB	-3,1	-2,8	-2,8	-2,3	-1,9	-1,9	-1,9	-1,7	-1,6	-1,3	-1,2	-1,1	-1,0	#N/D!
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-24,4	-31,7	-30,9	-26,0	-25,9	-26,8	-29,6	-39,5	-38,5	-42,2	-2,6	-11,7	-17,4	-27,5
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	47,3	61,6	60,0	50,4	50,3	51,9	57,4	76,5	74,7	81,8	5,6	24,7	36,6	57,9
Inflacja (CPI)	% r/r	1,0	0,8	0,5	0,2	1,1	1,1	1,0	0,8	0,6	0,7	0,5	0,7	0,7	0,7
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	1,0	1,1	1,0	0,9	1,4	1,4	1,3	1,4	1,1	1,0	0,4	0,9	1,0	0,9
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-0,7	-2,1	-2,5	-1,3	-0,8	-1,1	-1,4	-1,4	-1,5	-1,0	-1,0	-1,4	-0,9	-0,4
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	6,6	7,4	6,5	7,0	6,6	6,1	6,1	5,9	5,7	6,2	5,4	5,3	4,5	5,4
Zobowiązania	% r/r	6,6	7,1	6,0	6,5	5,6	5,8	6,0	5,9	5,2	6,0	4,9	4,7	4,0	4,3
Należności	% r/r	3,5	2,3	1,4	3,5	3,7	3,3	3,7	2,9	3,8	4,0	4,2	4,7	4,7	5,4
EUR/PLN	PLN	4,16	4,14	4,18	4,28	4,28	4,23	4,24	4,19	4,19	4,18	4,18	4,18	4,20	4,18
USD/PLN	PLN	3,21	3,18	3,22	3,25	3,27	3,18	3,17	3,07	3,10	3,05	3,07	3,06	3,04	3,05
CHF/PLN	PLN	3,39	3,39	3,36	3,47	3,46	3,43	3,43	3,40	3,40	3,41	3,39	3,42	3,45	3,43
Stopa referencyjna ^b	%	3,25	3,25	3,00	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
WIBOR 3M	%	3,48	3,29	2,86	2,74	2,70	2,70	2,69	2,67	2,65	2,67	2,70	2,71	2,71	2,71
Rentowność obligacji 2L	%	3,26	2,89	2,55	2,86	2,87	2,98	3,07	2,90	2,80	2,94	2,99	3,06	2,99	2,95
Rentowność obligacji 5L	%	3,46	3,03	2,80	3,43	3,36	3,67	3,86	3,62	3,64	3,65	3,67	3,79	3,68	3,50
Rentowność obligacji 10L	%	3,93	3,50	3,28	3,95	3,97	4,31	4,50	4,28	4,38	4,41	4,42	4,47	4,26	4,10

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	1 528,1	1 596,4	1 635,7	1 703,7	377,9	395,7	404,3	453,9	391,5	413,1	422,1	477,1
PKB	% r/r	4,5	2,0	1,6	3,5	0,5	0,8	1,9	2,7	3,1	3,5	3,6	3,8
Popyt krajowy	% r/r	3,6	-0,1	0,0	3,0	-0,9	-1,7	0,5	1,2	1,7	3,5	3,0	3,7
Spożycie indywidualne	% r/r	2,6	1,3	0,8	2,4	0,0	0,2	1,0	2,1	2,2	2,3	2,5	2,6
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	8,5	-1,6	-0,2	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	5,0	-2,0	1,2	4,9	4,7	5,2	4,7	4,6	5,7
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	12,3	-1,0	-10,3	10,9	-15,6	-22,9	-7,0	0,0	7,2	15,5	11,8	8,9
Sprzedż detaliczna ^a	% r/r	11,2	6,0	2,6	6,9	0,9	0,8	4,0	4,5	5,7	7,3	6,5	8,0
Stopa bezrobocia ^b	%	12,5	13,4	13,4	12,4	14,3	13,2	13,0	13,4	13,6	12,3	12,1	12,4
Place brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	5,2	3,7	3,4	4,4	2,6	3,3	4,0	3,6	3,9	4,3	4,5	4,6
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,6	0,0	-0,8	0,4	-0,7	-1,1	-1,2	-0,1	0,0	0,4	0,5	0,5
Eksport (w euro)	% r/r	12,1	5,9	5,0	11,6	3,2	5,5	6,5	5,0	11,0	11,4	11,8	12,0
Import (w euro)	% r/r	12,2	2,3	0,0	9,9	-2,0	-2,2	2,4	1,8	7,0	11,0	10,0	11,5
Bilans handlowy	mIn EUR	-10 059	-5 175	2 309	5 124	-139	1 203	1 094	151	1 345	1 489	1 919	371
Rachunek bieżący	mIn EUR	-18 519	-14 191	-4 984	-2 926	-2 313	486	-2 086	-1 071	-1 280	-61	-855	-730
Rachunek bieżący	% PKB	-5,0	-3,7	-1,3	-0,7	-3,1	-2,3	-1,9	-1,3	-1,0	-1,1	-0,8	-0,7
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-5,0	-3,9	-4,3	4,4	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	4,3	3,7	0,9	1,0	1,3	0,5	1,1	0,7	0,6	0,9	0,8	1,6
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	4,6	2,4	0,7	1,9	1,0	0,2	1,0	0,7	0,7	1,1	1,2	1,9
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	2,4	2,2	1,2	1,1	1,2	1,0	1,4	1,2	0,8	1,1	1,0	1,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	7,6	3,4	-1,3	-1,4	-0,7	-2,0	-1,1	-1,3	-1,1	-1,0	-2,3	-1,1
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	12,5	18,6	8,1	8,8	6,6	7,0	6,1	6,2	4,5	4,8	6,1	7,0
Zobowiązania ^b	% r/r	11,7	20,6	9,8	9,1	6,6	6,5	6,0	6,0	4,0	3,9	5,2	6,7
Należności ^b	% r/r	14,4	36,6	8,7	8,8	3,5	3,5	3,7	4,0	4,7	3,6	3,7	4,8
EUR/PLN	PLN	4,12	4,19	4,20	4,09	4,16	4,20	4,25	4,19	4,19	4,14	4,04	3,99
USD/PLN	PLN	2,96	3,26	3,16	2,97	3,15	3,22	3,21	3,08	3,06	3,02	2,93	2,87
CHF/PLN	PLN	3,34	3,47	3,41	3,28	3,38	3,41	3,44	3,40	3,42	3,38	3,22	3,11
Stopa referencyjna ^b	%	4,50	4,25	2,50	2,50	3,25	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
WIBOR 3M	%	4,54	4,91	3,02	2,74	3,77	2,96	2,70	2,66	2,71	2,72	2,74	2,78
Rentowność obligacji 2L	%	4,81	4,30	2,98	3,01	3,29	2,77	2,98	2,88	3,01	2,95	3,02	3,08
Rentowność obligacji 5L	%	5,44	4,53	3,46	3,63	3,49	3,09	3,63	3,64	3,71	3,50	3,60	3,72
Rentowność obligacji 10L	%	5,98	5,02	4,04	4,22	3,95	3,58	4,26	4,36	4,38	4,03	4,13	4,33

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 10.04.2014 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