

**BIURO ANALIZ  
MAKROEKONOMICZNYCH**  
research@bankmillennium.pl

**Grzegorz Maliszewski**  
główny ekonomista  
+48 (0) 22 598 22 38  
grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl

**Urszula Kryńska**  
+48 (0) 22 598 20 10  
urszula.krynska@bankmillennium.pl

**Mateusz Sutowicz**  
+48 (0) 22 598 22 36  
mateusz.sutowicz@bankmillennium.pl

PRZEGLĄD GOSPODARCZY .....	2
POLITYKA PIENIĘŻNA .....	6
POLITYKA FISKALNA .....	7
RYNKI FINANSOWE .....	8
Rynek złotego .....	8
Krajowy rynek papierów dłużnych .....	9
Rynki zagraniczne .....	10
PRZEGLĄD DANYCH .....	13
PRZEGLĄD KONWERCENCJI .....	14
DANE I PROGNOZY .....	15
KALENDARIUM .....	16

## Podsumowanie miesiąca

- Dane o wzroście gospodarczym potwierdziły bardzo dobry początek tego roku. Dynamika PKB przyspieszyła w Q1 do 3,4% r/r z 2,7% w Q4 2013. W ujęciu kwartalnym, po wyeliminowaniu wahań sezonowych, wzrost wyniósł 1,1%, najwięcej od Q2 2011. Poza przyspieszeniem tempa wzrostu gospodarczego pozytywnie należy ocenić jego strukturę. Wyraźnie przyspieszyły inwestycje, wsparte częściowo przez czynniki jednorazowe w związku z korzystnymi warunkami pogodowymi oraz możliwością odliczenia podatku VAT od aut z kratką. Rosły też inwestycje w maszyny i urządzenia, co wpisuje się w obraz stopniowej odbudowy aktywności inwestycyjnej firm. Dobra kondycja finansowa sektora przedsiębiorstw oraz rosące wykorzystanie mocy wytwórczych sprzyjają podejmowaniu inwestycji w rozbudowę majątku produkcyjnego. Dane za kwiecień potwierdziły kontynuację tendencji wzrostowych w polskiej gospodarce, choć słabsze odczyty indeksu PMI wskazują na wyhamowanie dynamiki wzrostu w przemyśle. Kolejne kwartały powinny przynieść w naszej ocenie utrzymanie gospodarki na ścieżce wzrostowej, choć dynamika PKB w Q2 tego roku wyhamuje nieznacznie w stosunku do Q1. Oczekujemy dalszej zmiany struktury wzrostu gospodarczego i rosnącej roli popytu krajowego.
- W czerwcu RPP utrzymała stopy procentowe na niezmienionym poziomie. Nastąpiła natomiast modyfikacja treści komunikatu, w którym zawarte zostało zdanie, iż stopy procentowe powinny pozostać niezmienione do końca trzeciego kwartału br. Jeszcze w maju Rada oceniała, że stopy powinny pozostać bez zmian w dłuższym okresie, tj. co najmniej do końca Q3 br. Wymowa komunikatu, a przede wszystkim wypowiedzi prezesa M. Belki na konferencji prasowej po posiedzeniu wskazały na złagodzenie stanowiska Rady i wzrost prawdopodobieństwa obniżek stóp procentowych. Prawdopodobieństwo obniżki oprocentowania wzrosło w ostatnich miesiącach, jednak wciąż pozostaje na relatywnie niskim poziomie. Prezes NBP zwrócił uwagę, że ewentualne cięcie stóp byłoby grzechem śmiertelnym, choć nieco mniejszym niż jeszcze miesiąc temu. Liczne wypowiedzi członków RPP, które zostały opublikowane od posiedzenia potwierdziły, iż wciąż dominującym poglądem jest stabilizacja parametrów stóp. Na lipcowym posiedzeniu, kiedy RPP zapozna się z wynikami nowej projekcji inflacji i PKB, oczekiwać można natomiast zmiany sposobu komunikacji. Rada prawdopodobnie zrezygnuje z forward guidance tj. wskazywania perspektywy utrzymania stóp procentowych na obecnym poziomie. Zwiększy to przestrzeń do działania w sytuacji wyhamowania dynamiki PKB i ułatwi decyzję o ewentualnej obniżce stóp. To właśnie pogorszenie perspektyw gospodarki i spadek tempa wzrostu gospodarczego będą katalizatorem ewentualnego złagodzenia polityki pieniężnej.
- Maj to okres stopniowego umacniania się złotego względem euro i franka szwajcarskiego. Źródłem aprecjacji polskiej waluty były oczekiwania, iż EBC zdecyduje o złagodzeniu polityki pieniężnej. Spełnienie tych oczekiwań sprawiło, że kurs EUR/PLN zniżył na początku czerwca do najniższego od 14-miesięcy poziomu 4,09. W ubiegłym miesiącu odmiennie, za sprawą spadku eurodolara, prezentowały się natomiast notowania kursu USD/PLN, który przejściowo wyznaczył najwyższy od początku marca poziom 3,0640.

**Tabela 1. Terminy posiedzeń banków centralnych**

	Aktualny poziom	Data kolejnego posiedzenia	Oczekiwana decyzja
FED - Federal Funds Rate	0%-0,25%	17-18 cze	0-0,25%
SNB - LIBOR target rate (przedział i cel)	0-0,25% (0,0%)	19 cze	0-0,25% (0,0%)
ECB - stopa referencyjna	0,15%	3 lip	0,15%
NBP - stopa referencyjna	2,50%	1-2 lip	2,50%

Źródło: Narodowy Bank Polski, Swiss National Bank, Federal Reserve, European Central Bank

### Wyraźne przyspieszenie popytu krajowego w Q1

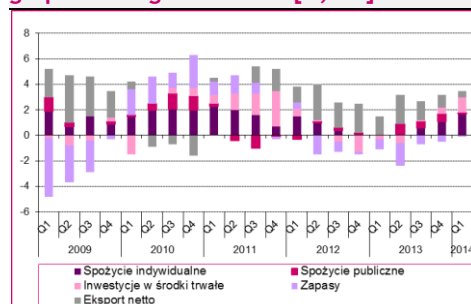
### PRZEGLĄD GOSPODARCZY

Dane o wzroście gospodarczym potwierdziły bardzo dobry początek tego roku. Dynamika PKB przyspieszyła w Q1 do 3,4% r/r z 2,7% w Q4 2013, co było wynikiem wyższym niż początkowy szacunek GUS na poziomie 3,3% r/r. W ujęciu kwartalnym, po wyeliminowaniu wahań sezonowych, wzrost wyniósł 1,1%, najwięcej od Q2 2011. Poza przyspieszeniem tempa wzrostu gospodarczego pozytywnie należy ocenić jego strukturę. Wyraźnie przyspieszyły inwestycje, które w pierwszych trzech miesiącach tego roku wzrosły o 10,7% r/r wobec wzrostu o 2,0% r/r w Q4. Czynnikiem sprzyjającym wzrostowi inwestycji były korzystne warunki pogodowe oraz możliwość odliczenia podatku VAT od aut z kratka, co napędziło inwestycje infrastrukturalne i w środki transportu. Według danych Eurostatu ich wzrost nominalny wyniósł odpowiednio 10,8% r/r i 17,6% r/r. Rostały też inwestycje w maszyny i urządzenia, które zwiększyły się o 7,7% r/r, co wpisuje się w obraz stopniowej odbudowy aktywności inwestycyjnej firm. Dobra kondycja finansowa sektora przedsiębiorstw oraz rosnące wykorzystanie mocy wytwórczych sprzyjają podejmowaniu inwestycji w rozbudowę majątku produkcyjnego. Dalsze przyspieszenie zanotowała konsumpcja prywatna, która wzrosła o 2,6% r/r, czemu pomogła niska inflacja i wzrost realnych dochodów gospodarstw domowych. W rezultacie popyt krajowy wzrósł o 3,0% r/r. Podobna była też jego kontrybucja do PKB i tym samym była najwyższa od 4Q 2011r. Dodatni wkład do wzrostu gospodarczego miał także eksport netto, jednak zgodnie z oczekiwaniami stopniowo się obniża i w Q1 wyniósł 0,5 pkt. proc. Wzrost gospodarczy ma więc bardziej zrównoważoną strukturę, co powinno sprzyjać jego utrzymaniu także w kolejnych kwartałach.

### W kwietniu gospodarka pozostała na ścieżce wzrostowej

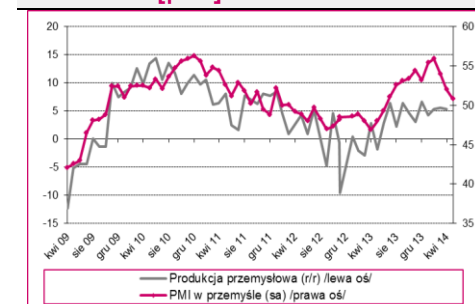
Kwiecień potwierdził kontynuację tendencji wzrostowych w polskiej gospodarce, choć słabsze odczyty indeksu PMI wskazują na wyhamowanie dynamiki wzrostu w przemyśle. Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w kwietniu o 5,4% r/r wobec 5,5% r/r w marcu. Podobnie jak w poprzednich miesiącach najsilniej rosła produkcja przetwórstwa przemysłowego, która zwiększyła się o 6,9% r/r. Wzrosty produkcji objęły 27 z 34 branż, co potwierdza szeroki zakres ożywienia w polskim przemyśle. Zwyżki produkcji zanotowały nie tylko branże eksportowe, ale także zorientowane na rynki krajowe. Nieco wyhamował natomiast wzrost produkcji budowlano-montażowej, który wyniósł w kwietniu 12,2% r/r wobec 17,4% r/r w marcu. Korzystne warunki pogodowe oraz odbudowa inwestycji sprzyjały poprawie kondycji branży, choć w wolniejszym tempie niż w marcu. Wzrost zrealizowanych robót budowlanych odnotowano we wszystkich działach budownictwa, zarówno w porównaniu z kwietniem ub. roku, jak i marcem br. W stosunku do kwietnia ub. roku najsilniej wzrosła produkcja w jednostkach zajmujących się głównie robotami budowlanymi specjalistycznymi.

**Wykres 1 Struktura wzrostu gospodarczego w Polsce [% , r/r]**



Źródło: GUS

**Wykres 2 Produkcja przemysłowa [% , r/r] i indeks PMI [pkt.]**



Źródło: GUS, Reuters

### Święta Wielkanocne wsparły sprzedaż detaliczną w kwietniu

W kwietniu nastąpiło przyspieszenie sprzedaży detalicznej, czemu sprzyjało przesunięcie Świąt Wielkanocnych. W rezultacie jej roczna dynamika przyspieszyła do 8,4% r/r z 3,1% r/r w marcu. Sprzedaż najsilniej przyrosła w kategoriach żywność (+15,9% r/r) oraz pozostała sprzedaż w niewyspecjalizowanych sklepach, obejmująca głównie hipermarkety i dyskonty (+14,4% r/r). Wyhamowała natomiast dynamika większości pozostałych kategorii, w tym sprzedaż dóbr trwałego użytku, po ich wyraźnym

*Kolejne kwartały powinny przynieść utrzymanie gospodarki na ścieżce wzrostowej, choć dynamika PKB w Q2 tego roku wyhamuje nieznacznie*

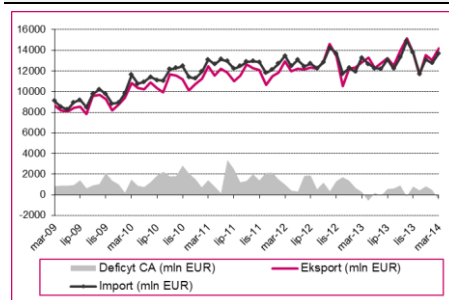
przyspieszeniu we wcześniejszych miesiącach. W ujęciu realnym sprzedaż wzrosła w kwietniu o 8,9% r/r, potwierdzając, iż niska inflacja ma pozytywny wpływ na wyniki konsumpcji w Polsce.

Kolejne kwartały powinny przynieść utrzymanie gospodarki na ścieżce wzrostowej, choć dynamika PKB w Q2 tego roku wyhamuje nieznacznie w stosunku do Q1, kiedy aktywność ekonomiczna została częściowo wsparta przez czynniki jednorazowe. Sugerują to także odczyty indeksu PMI, które w ostatnich dwóch miesiącach obniżyły się, wskazując na osłabienie dynamiki wzrostu w przemyśle. Pomimo to, polska gospodarka powinna utrzymać się na ścieżce wzrostu. Oczekujemy dalszej zmiany struktury wzrostu gospodarczego i rosnącej roli popytu krajowego. Perspektywy dalszego wyraźnego przyspieszenia konsumpcji prywatnej wydają się obecnie ograniczone, szczególnie w kontekście niskiej presji płacowej, choć powinna stanowić solidne wsparcie gospodarki. Dynamika inwestycji, po wyraźnym przyspieszeniu w Q1 wyhamuje nieznacznie w związku z wygaśnięciem wpływu czynników jednorazowych, napędzających inwestycje infrastrukturalne i w transport. Oczekujemy jednak kontynuacji inwestycji prywatnych firm w maszyny i urządzenia. Rosnąca produkcja, nawet w nieco wolniejszym tempie, a także wysokie wykorzystanie mocy wytwórczych, przy dobrej kondycji finansowej sektora przedsiębiorstw, powinny sprzyjać zwiększonej aktywności inwestycyjnej firm. Wpływ eksportu netto będzie stopniowo wygasł i w drugiej połowie roku jego kontrybucja powinna być ujemna.

*Powrót do nadwyżki obrotów bieżących w marcu*

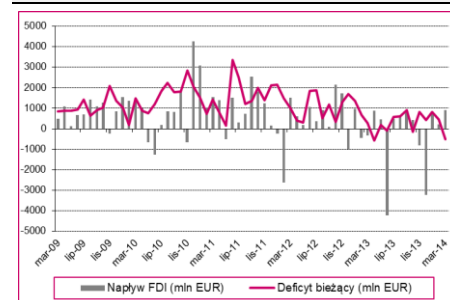
W marcu rachunek obrotów bieżących zamknął się nadwyżką 517 mln EUR wobec deficytu 463 mln EUR w lutym. Czynnikiem sprzyjającym poprawie salda na rachunku obrotów bieżących był większy napływ środków unijnych, co przełożyło się na wzrost nadwyżki na rachunku transferów bieżących z 17 mln EUR do 911 mln EUR w marcu. Nieznacznie wzrosła też nadwyżka na rachunku obrotów towarowych, która wyniosła w marcu 475 mln EUR wobec 303 mln EUR miesiąc wcześniej. Przyspieszyły też dynamiki eksportu i importu. Eksport wzrósł w marcu o 10,9% r/r wobec 5,1% r/r w lutym, natomiast import zwiększył się o 3,1% r/r wobec 6,9% r/r miesiąc wcześniej.

**Wykres 3 Eksport, import i deficyt na rachunku bieżącym [mln EUR]**



Źródło: NBP

**Wykres 4 Saldo rachunku bieżącego i napływ inwestycji bezpośrednich**



Źródło: NBP, GUS

*Sprzedaż do strefy euro rekompensuje spadek eksportu do Rosji i na Ukrainę*

Pogorszenie koniunktury w Rosji i na Ukrainie, a także ograniczenia administracyjne w eksporcie żywności do Rosji negatywnie wpływają na wymianę handlową ze Wschodem. Według wstępnych danych GUS eksport do Rosji w pierwszych trzech miesiącach tego roku spadł o 7,1% r/r, zaś na Ukrainę o 20,6% r/r. Eksport do krajów Europy Środkowej i Wschodniej obniżył się o 7,8% r/r, licząc w euro. Ubytek wymiany ze Wschodem rekompensowany jest wzrostem eksportu do strefy euro, który w Q1 był o 11,1% wyższy niż przed rokiem. Dynamicznie rośnie eksport do m.in. Hiszpanii (27,2% r/r), Szwecji (+19,4% r/r), Węgier (15,2% r/r), Niemiec (+11,0% r/r). W rezultacie udział strefy euro w polskim eksporcie wzrósł w Q1 tego roku do 54,1% z 52,0% przed rokiem. W tym samym czasie udział Europy Środkowo Wschodniej spadł o 1,2 pkt. proc. do 7,4%. Reorientacja rynków zbytu pozwala więc złagodzić ubytek wymiany handlowej ze Wschodem, przez co negatywny wpływ zawirowań wokół Ukrainy i Rosji na polski wzrost gospodarczy będzie mniejszy.

*Wskaźnik PMI sugeruje wyhamowanie eksportu*

Odczyty indeksu PMI wskazują na możliwe nieznaczne wyhamowanie eksportu w najbliższych miesiącach. Sezonowo zmodyfikowany Wskaźnik Zamówień Eksportowych

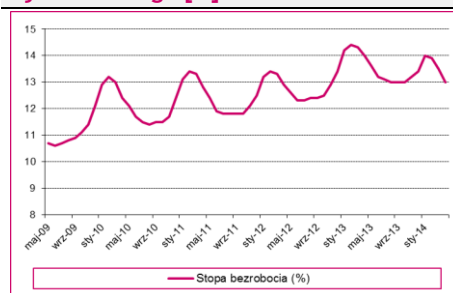
opracowywany w ramach badania PMI osiągnął w maju poziom nieznacznie poniżej neutralnego progu 50.0 i był 10 punktów poniżej rekordu z października 2013. Pierwszy od jedenastu miesięcy spadek portfela zamówień eksportowych przedsiębiorcy uzasadniali częściowo niekorzystną polityczną sytuacją na Ukrainie i w Rosji.

Ewentualne wyhamowanie eksportu nie powinno jednak wiązać się ze znacznym pogorszeniem salda handlowego, ponieważ prawdopodobny spadek importochłonności polskiej gospodarki będzie powodował, że przyspieszenie wzrostu gospodarczego, w tym popytu krajowego nie będzie przekładał się na dynamiczne wzrosty importu. Tendencje w zakresie bilansu płatniczego nie stanowią więc ryzyka dla stabilności gospodarki.

### Dalsza poprawa na rynku pracy

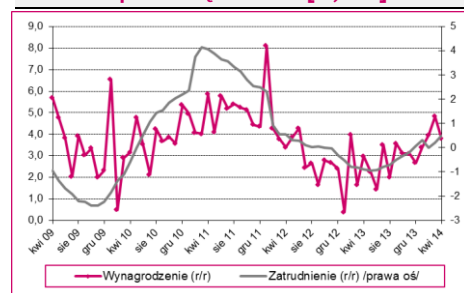
Sytuacja na rynku pracy ulega systematycznej poprawie. Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła do w kwietniu do 13,0% i była o 1,0 pkt. proc. niższa niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. Liczba zarejestrowanych bezrobotnych była natomiast o 4,7% niższa niż przed rokiem. Kontynuacja ożywienia w gospodarce sprzyja wzrostowi popytu na pracę. Liczba wyrejestrowanych bezrobotnych z tytułu podjęcia pracy wzrosła o 7,8% r/r i grupa ta stanowiła 45,4% wyrejestrowanych ogółem. Liczba ofert pracy zgłoszonych do urzędów pracy wzrosła w kwietniu o 20,0% r/r, przy czym oferty z sektora prywatnego wzrosły o 31,0% r/r. Przedsiębiorstwa coraz śmielej zwiększają zatrudnienie, na co wskazują wyniki badań koniunktury. W majowym badaniu PMI firmy z sektora przetwórstwa przemysłowego wskazywały na kolejny, dziesiąty miesiąc z rzędu, wzrost zatrudnienia, choć tempo tworzenia miejsc nieco osłabło w stosunku do poprzedniego miesiąca. Potwierdziły to także dane z sektora przedsiębiorstw, gdzie zatrudnienie wzrosło o 0,7% r/r, choć w skali miesiąca spadło o 0,9 tys. etatów.

**Wykres 5 Stopa bezrobocia rejestrowanego [%]**



Źródło: GUS

**Wykres 6 Dynamika płac i zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw [% r/r]**



Źródło: GUS

### Brak presji na wzrost płac

Presja płacowa pozostaje niska. Dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw wyhamowała w kwietniu do 3,8% r/r z 4,8% r/r w marcu, co potwierdziło naszą tezę, iż przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń w marcu było związane z przesunięciem wypłat premii w części branż. Siła przetargowa pracowników pozostaje ograniczona, w związku z tym nie należy oczekiwać istotnego nasilenia presji płacowej. Niska inflacja pomaga jednak zwiększyć siłę nabywczą dochodów z pracy. W ujęciu realnym płaca w sektorze przedsiębiorstw wzrosła w kwietniu o 3,5% r/r wobec 4,1% w marcu. Natomiast fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw wzrósł w kwietniu o 4,5% r/r nominalnie i 4,2% r/r w ujęciu realnym.

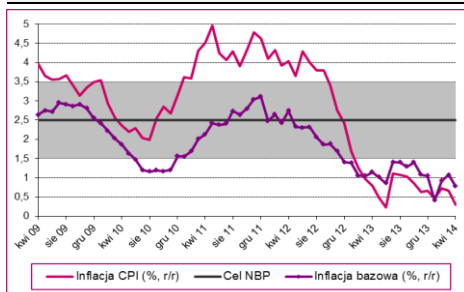
Według szacunków Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w maju do 12,5%, a miesiące letnie powinny przynieść jej dalszą nieznaczną zniżkę. Na koniec tego roku może ona wynieść nieco mniej niż nasza dotychczasowa prognoza na poziomie 12,8%.

### Zaskakujący spadek inflacji w kwietniu

Inflacja ponownie zaskoczyła, a jej spadek w kwietniu do 0,3% r/r był wyraźnie głębszy od oczekiwań. Dezinflacji w Polsce sprzyjają spadki cen żywności, które obniżyły się trzeci miesiąc z rzędu. Najbardziej w skali miesiąca potaniały cukier (7,2% m/m), mąka pszenna (2,4%) oraz warzywa (1,7% m/m). Ograniczenia w eksporcie wieprzowiny na rynki wschodnie sprzyjały dalszej zniżce cen mięsa wieprzowego. Wyraźnie obniżyły się też ceny łączności (-1,5% m/m) oraz paliw (-1,0% m/m). W rezultacie powyższych zmian obniżyły się wszystkie liczone przez NBP miary inflacji bazowej, a indeks CPI po wyłączeniu cen żywności i energii obniżyła się do 0,8% z 1,1% r/r w marcu.

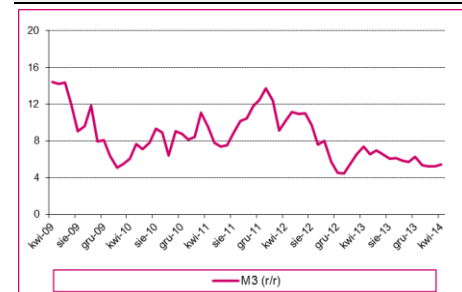
Ścieżka inflacji przebiega wyraźnie poniżej oczekiwań z początku roku, czemu sprzyjają korzystne szoki podażowe oraz mocniejszy złoty. Nawet przy spodziewanym wzroście pod koniec tego roku, wskaźnik CPI będzie znacznie niższy od dolnej granicy odchylenia inflacji od celu.

Wykres 7 Inflacja CPI i bazowa [% r/r]



Źródło: GUS, NBP

Wykres 8 Dynamika M3 [% r/r]



Źródło: NBP

*W lipcu możliwy spadek inflacji poniżej zera nie będzie równoznaczny z deflacją*

W lipcu br., ze względu na efekty bazy statystycznej wskaźnik CPI zbliży się do zera. Przy utrzymaniu spadków cen żywności, może przyjąć nawet wartości ujemne. W naszej ocenie nie będzie to jednak równoznaczne z deflacją. Deflacja to długotrwały spadek ogólnego poziomu cen, często wiążący się z ograniczeniem podaży pieniądza. W tej definicji należy podkreślić trwałość tego procesu, gdyż deflacją jest zjawisko o co najmniej średniookresowym horyzoncie, a nie krótkotrwały spadek wskaźnika CPI poniżej zera. Perspektywa pojawienia się w gospodarce deflacji nie rodzi pozytywnych emocji, ponieważ jej wystąpienie wywiera niekorzystny wpływ na gospodarkę poprzez wystąpienie spirali deflacyjnej, wpędzającą gospodarkę w recesję. Przy aktualnym scenariuszu makroekonomicznym pojawienie się w Polsce deflacji, rozumianej jako trwały spadek ogólnego poziomu cen, wydaje się mało prawdopodobne, choć nie niemożliwe. Jej źródłem mogłoby być odwrócenie dotychczasowych tendencji w zakresie popytu krajowego, jako następstwo pogorszenia perspektyw wzrostu w strefie euro, lub zawirowań na Ukrainie i w Rosji, skutkujące silnym spadkiem aktywności gospodarczej także w Polsce. Taki scenariusz wydaje się jednak mało prawdopodobny.

*Spadki cen producentów utrzymują się*

Na poziomie producentów utrzymuje się deflacja, a wskaźnik PPI osiemnasty miesiąc z rzędu był ujemny, wynosząc w kwietniu -0,7% r/r wobec -1,3% r/r w marcu. W skali miesiąca natomiast ceny produkcji sprzedanej przemysłu zmniejszyły się o 0,1%. Utrzymywanie się deflacji cen produkcji wynika ze spadków cen w górnictwie oraz w przetwórstwie przemysłowym, co odzwierciedla niższe ceny surowców oraz wysoką presję konkurencyjną na rynkach produktów gotowych.

### POLITYKA PIENIĘŻNA

*Stopy procentowe bez zmian, jednak RPP bardziej gotębia*

Czerwcowe posiedzenie RPP zakończyło się utrzymaniem stóp procentowych na niezmiennym poziomie, co było decyzją zgodną z oczekiwaniami. Stopa referencyjna wynosi nadal 2,50%. Nastąpiła natomiast modyfikacja treści komunikatu w stosunku do poprzednich miesięcy. Zawarte zostało w nim zdanie, iż stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione do końca trzeciego kwartału br. Jednocześnie dodano, że pełniejsza ocena perspektyw polityki pieniężnej i ewentualnego dostosowania poziomu stóp procentowych będzie możliwa po zapoznaniu się z napływającymi informacjami, w tym lipcową projekcją NBP. Jeszcze w maju natomiast Rada oceniała, że stopy procentowe powinny pozostać niezmienione w dłuższym okresie, tj. co najmniej do końca trzeciego kwartału br.

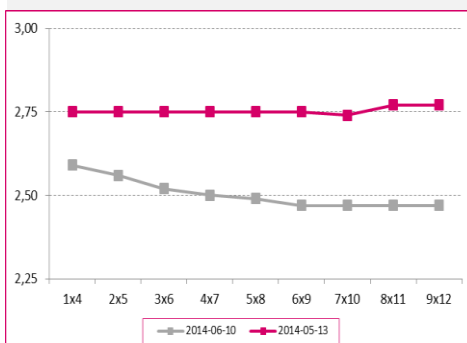
*Ryzyko obniżki stóp wzrosło, jednak to wciąż scenariusz alternatywny*

Wymowa komunikatu, a przede wszystkim wypowiedzi prezesa M. Belki na konferencji prasowej po posiedzeniu wskazały na złagodzenie stanowiska Rady i wzrost prawdopodobieństwa obniżek stóp procentowych. Prawdopodobieństwo obniżki oprocentowania wzrosło w ostatnich miesiącach, jednak wciąż pozostaje na relatywnie niskim poziomie. Prezes NBP zwrócił uwagę, że ewentualne cięcie stóp procentowych byłoby grzechem śmiertelnym, choć nieco mniejszym niż jeszcze miesiąc temu. Zdaniem prezesa NBP należy unikać procyklicznej polityki pieniężnej i w warunkach przyspieszenia wzrostu gospodarczego polityka pieniężna nie powinna być łagodzona. Zaskakująco niska inflacja jest źródłem dyskomfortu dla Rady, choć należy pamiętać, że proces dezinflacji jest w dużej mierze efektem czynników zewnętrznych, a także szoków podaźowych, na które polityka pieniężna nie ma wpływu. Zwiększa to jednak oczekiwania na obniżki stóp procentowych w Polsce, szczególnie w kontekście złagodzenia polityki pieniężnej przez ECB. Z drugiej strony jednak gospodarka się rozwija, a wyniki za Q1 potwierdzają wyraźną odbudowę popytu krajowego.

*RPP studzi oczekiwania na obniżki i sugeruje wycofanie się z forward guidance*

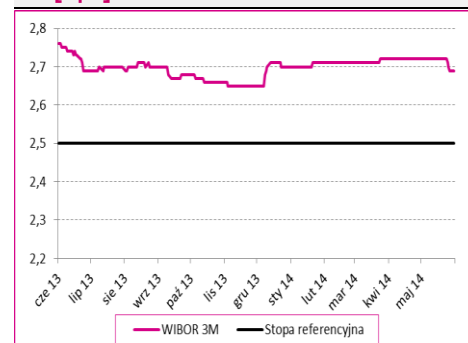
Liczne wypowiedzi członków RPP, które zostały opublikowane od czerwcowego posiedzenia Rady potwierdziły, iż dominującym poglądem jest wciąż stabilizacja parametrów polityki pieniężnej. Na lipcowym posiedzeniu, kiedy RPP zapozna się z wynikami nowej projekcji inflacji i PKB, oczekiwać można zmiany sposobu komunikacji Rady. Biorąc pod uwagę ryzyka dla wzrostu gospodarczego i inflacji Rada prawdopodobnie zrezygnuje z tzw. forward guidance tj. wskazywania perspektywy utrzymania stóp procentowych na obecnym poziomie. Zwiększy to przestrzeń do działania w sytuacji wyhamowania wzrostu gospodarczego i decyzji o ewentualnej obniżce stóp. To właśnie pogorszenie perspektyw gospodarki i spadek tempa wzrostu gospodarczego będą katalizatorem ewentualnego złagodzenia polityki pieniężnej.

**Wykres 9 Notowania kontraktów FRA [%]**



Źródło: Reuters, NBP, Bank Millennium

**Wykres 10 Stopa referencyjna i WIBOR 3M [bps]**



Źródło: Ecwin, NBP, Bank Millennium

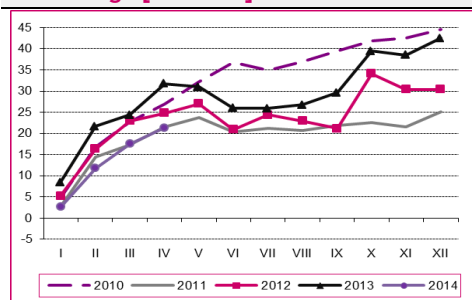
W naszym bazowym scenariuszu zakładamy stabilizację stóp procentowych, a pierwszej podwyżki stóp oczekujemy nie wcześniej niż w połowie przyszłego roku. Ryzyko obniżki szacujemy nie wyżej niż 30%. Obecnie rynki finansowe wyceniają obniżkę kosztu pieniądza o 25 bps w perspektywie najbliższych trzech miesięcy.

*Realizacja budżetu po kwietniu  
lepsza niż zakładano w  
harmonogramie*

### POLITYKA FISKALNA

Po pierwszych czterech miesiącach deficyt budżetu państwa wyniósł 21,31 mld PLN i stanowił 44,85% planu na cały rok. W samym kwietniu natomiast deficyt wyniósł 3,8 mld PLN. Wynik ten jest też wyraźnie niższy od harmonogramu, który zakładał niedobór po kwietniu w kwocie 27,49 mld PLN. Ożywienie w zakresie popytu krajowego sprzyja budżetowi i lepszej realizacji dochodów podatkowych, które po kwietniu były o 11,5% wyższe niż przed rokiem, przy czym najsilniej wzrosły dochody z podatków pośrednich (+15,6% r/r). W samym kwietniu dochody z podatków pośrednich zwiększyły się o 22,9% r/r, z czego z podatku VAT o 34,1% r/r po ich spadku o 14,9% r/r w marcu. Łączne dochody budżetu stanowiły po kwietniu 34,4% planu na cały rok wobec 89,3% w analogicznym okresie roku ubiegłego. Rząd utrzymuje też dyscyplinę po stronie wydatków, które po czterech miesiącach tego roku były o 1,5% niższe niż przed rokiem, a ich realizacja wyniosła 35,9% planu rocznego. Najsilniej w stosunku do roku ubiegłego obniżyły się koszty obsługi długu krajowego. Biorąc pod uwagę dotychczasową realizację budżetu oraz ożywienie popytu krajowego deficyt budżetu w całym bieżącym roku może nie przekroczyć 40 mld PLN.

**Wykres 11 Wykonanie deficytu budżetu centralnego [mld PLN]**



Źródło: MinFin

**Wykres 12 Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych [% PKB]**



Źródło: Eurostat, Komisja Europejska

*Komisja Europejska zaleca  
zawieszenie procedury nadmiernego  
deficytu wobec Polski*

Komisja Europejska ocenia, że Polska podjęła skuteczne działania, by ograniczyć deficyt do wyznaczonego poziomu i zaleciła zawieszenie procedury nadmiernego deficytu wobec Polski. Decyzja ta stanowi uznanie dla dotychczasowych działań na rzecz konsolidacji fiskalnej, jednak należy pamiętać, że nie oznacza ona zamknięcia procedury nadmiernego deficytu, w której Polska znajduje się od 2009r. Komisja zastrzegła, że nadal będzie obserwować sytuację budżetową w Polsce, a trwała korekta nadmiernego deficytu w wyznaczonym terminie jest nadal obarczona ryzykiem. Biorąc jednak pod uwagę perspektywy polskiej gospodarki oraz działania zaprezentowane w Wieloletnim Planie Finansowym na lata 2014-2017 oczekiwać można, że całkowite zdjęcie z Polski procedury nadmiernego deficytu nastąpi w roku 2016.

*Rząd przyjął założenia do projektu  
budżetu na rok 2015*

W założeniach do projektu budżetu na 2015 rok przyjęto, że wzrost gospodarczy w przyszłym roku przyspieszy do 3,8% z 3,3% w roku 2014, średnioroczna inflacja wyniesie 2,3% wobec 1,2% w 2014, zaś stopa bezrobocia rejestrowanego na koniec 2015r. spadnie do 12,2%. Popyt krajowy, który ma kluczowe znaczenie dla realizacji wpływów z podatków pośrednich, wzrośnie według założeń rządowych o 3,8% wobec 2,8% w 2014 r. Nie są planowane zasadnicze zmiany w systemie podatkowym. Nie zmienią się stawki VAT. Nie będą waloryzowane progi podatkowe oraz zryczałtowane koszty uzyskania przychodów i kwoty zmniejszające podatek, co oznacza, że efektywne stawki podatku PIT ponownie wzrosną. Nadal zamrożony będzie fundusz wynagrodzeń w podsektorach rządowym i ubezpieczeń społecznych. Z tej regulacji zostaną wyłączone wynagrodzenia pracowników publicznych szkół wyższych. Założenia do budżetu uznać należy za realne, choć oczekiwania co do inflacji wydają się nie wysokie. Nie powinno to jednak zagrozić realizacji budżetu przygotowanego w oparciu o przyjęty scenariusz makroekonomiczny.

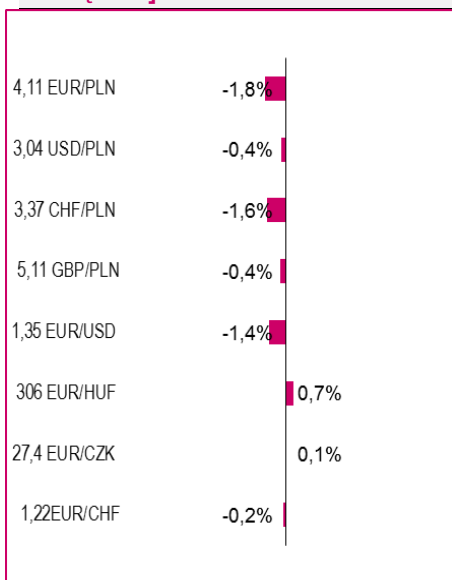
### RYNKI FINANSOWE

#### Rynek złotego

Maj to okres stopniowego umacniania się złotego względem euro i franka szwajcarskiego. Źródłem aprecjacji polskiej waluty były oczekiwania, iż EBC zdecyduje o złagodzeniu polityki pieniężnej. Spełnienie tych oczekiwań sprawiło, że zniżkował na początku czerwca do najniższego od 14-miesięcy poziom 4,09. W ubiegłym miesiącu odmiennie, za sprawą spadku eurodolara, prezentowały się natomiast notowania kursu USD/PLN, który przejściowo wyznaczył najwyższy od początku marca poziom 3,0640W ubiegłym miesiącu odmiennie, za sprawą spadku eurodolara, prezentowały się natomiast notowania kursu USD/PLN, który przejściowo wyznaczył najwyższy od początku marca poziom 3,0640. W omawianym okresie, poza sytuacją zewnętrzną, wpływ na notowania złotego miały także czynniki krajowe, w szczególności sugestie przedstawicieli RPP na temat ewentualnej obniżki stóp procentowych i, wiążący się z tymi oczekiwaniami, napływ kapitału na rynek obligacji.

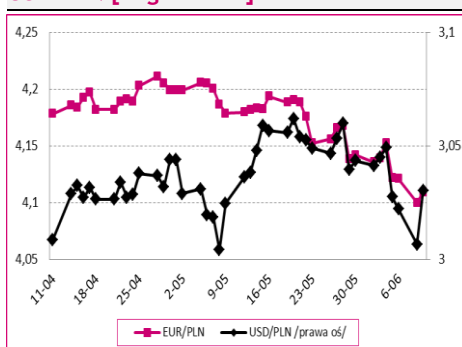
Już posiedzenie ECB w maju było istotne dla kierunku notowań kursu EUR/PLN ponieważ deklaracja prezesa M. Draghiego o gotowości do podjęcia niestandardowych działań w czerwcu, w przypadku gdyby najnowsza projekcja inflacji potwierdziła przedłużający się okres uporczywie niskiego wzrostu cen, oznaczała przelom w dotychczasowej komunikacji banku. Skutkowało to wyraźnym wzrostem apetytu na ryzyko w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. W tym czasie wyróżniającą się walutą był złoty, który umocnił się do poziomu 4,1730 PLN za EUR. Tego dnia sporo działało się także w notowaniach pary USD/PLN, która początkowo, głównie pod wpływem taniejącego przed konferencją ECB dolara, wyznaczyła najniższy w tym roku poziom 2,9940, by na koniec dnia wybić się powyżej poziomu 3,02. Największa skala umocnienia obserwowana była jednak w notowaniach tureckiej liry, która zyskała ponad 1% w relacji do euro i była najdroższa od końca grudnia ubiegłego roku. Aprecjacja towarzyszyła także notowaniom węgierskiego forinta, który przejściowo był najdroższy względem euro od końca stycznia, mimo iż inflacja CPI na Węgrzech spadła do najniższego poziomu od 1968 roku, co nasiliło oczekiwania na dalsze złagodzenie polityki pieniężnej.

**Wykres 13** Kursy walutowe [dzisiejsze otwarcie i zmiana miesięczna]



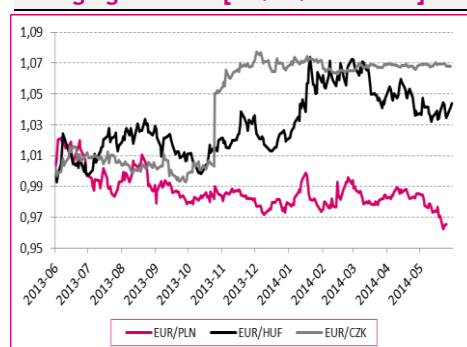
Źródło: Reuters

**Wykres 14** Notowania kursu EUR/PLN i USD/PLN [w groszach]



Źródło: Reuters

**Wykres 15** Notowania wybranych walut emerging markets [03.06.13r = 100]



Źródło: Reuters

*W maju część inwestorów zweryfikowała dotychczasowe oczekiwania, co do perspektyw polityki monetarnej RPP*

W maju źródłem przeceny złotego była niespodzianka inflacyjna. W reakcji na publikację znacząco niższej od konsensusu inflacji CPI w Polsce, która obok wypowiedzi przedstawicielki RPP E. Chojny-Duch, iż powrót do dyskusji o obniżkach jest możliwy, jeśli EBC obniży stopy procentowe lub zastosuje niekonwencjonalną politykę pieniężną, krótkotrwale osłabiła polską walutę. Sytuacja na rynku złotego zmieniła się jednak na początku czerwca, gdy prezes M. Belka podczas konferencji podsumowującej posiedzenia Rady nie wykluczył dostosowania stóp procentowych w tym roku, choć jego zdaniem obniżki stóp nie są planowanym, prawdopodobnym scenariuszem. Ze względu na, związany z wypowiedziami prezesa NBP, dynamiczny napływ kapitału zagranicznego na polski rynek długu, wzrost wartości odnotował również złoty, który był najsilniejszy względem euro od 14 miesięcy.



*Ostatnie gwałtowne zmiany kursu EUR/PLN rodzą w naszej ocenie potrzebę korekty technicznej*

Oczekiwania na złagodzenie polityki pieniężnej ECB i RPP były dominującymi czynnikami, które decydowały o kierunku notowań złotego na początku czerwca. Po tym jak posiedzenie ECB w czerwcu zakończyło się decyzją o obniżce stóp procentowych, w tym sprowadzeniu stopy depozytowej do ujemnych poziomów i wdrożeniem programu mającego na celu ożywienie akcji kredytowej dla przedsiębiorstw kurs EUR/PLN osiągnął 14-miesięczne minimum na poziomie 4,09. W naszej ocenie kolejne tygodnie powinny jednak przynieść odreagowanie dotychczasowego, silnego ruchu aprecjacyjnego w notowaniach złotego. Mimo, iż uważamy, że złoty pozostanie na średniookresowej ścieżce aprecjacji względem euro, to ostatnie gwałtowne zmiany kursu EUR/PLN rodzą w naszej ocenie potrzebę korekty technicznej przed spadkiem do poziomu 4,05 na koniec tego roku. Nie oczekujemy powrotu do łagodzenia polityki pieniężnej przez RPP, co w ocenie rynku jest scenariuszem bazowym na najbliższe miesiące, a obecnie odpowiada za dynamiczny napływ inwestorów zagranicznych na rynek SPW. Podtrzymujemy nasze stanowisko z poprzednich miesięcy, iż kolejnym ruchem RPP będzie podwyżka stóp procentowych, choć jej wdrożenie prawdopodobnie odsunie się na drugą połowę przyszłego roku. Odmienne od zachowania kursu EUR/PLN postrzegamy natomiast przyszłość pary USD/PLN. Dominujący wpływ na zachowanie złotego do dolara będą miały notowania pary EUR/USD, która głównie w wyniku łagodnej retoryki ECB powinna znacząco zniżkować, wprowadzając kurs USD/PLN trwale powyżej 100-dniowej średniej ruchomej zlokalizowanej na poziomie 3,0453.

### Krajowy rynek papierów dłużnych

Maj był miesiącem dynamicznego spadku rentowności obligacji wzdłuż całej krzywej. Źródłem wzrostu cen SPW były zarówno czynniki zewnętrzne tj. oczekiwania na złagodzenie polityki pieniężnej przez ECB przy jednoczesnej strategii rynku nastawionej na poszukiwanie rentowności znajdzie choć częściowe ulokowanie w polskich aktywach oraz krajowe, w postaci coraz łagodniejszych sygnałów z RPP. W rezultacie dochodowość 2-letniego tenoru zniżkowała w maju o 20 bps do poziomu 2,70% tj. najniższego od 11-miesiący. Jeszcze głębszy spadek obserwowany był w segmencie 5- i 10-letnim, gdzie zniżka wyniosła aż 38 bps, a rentowność wyniosła odpowiednio 3,23% i 3,66%. W maju znaczącemu zawężeniu uległ spread pomiędzy polską 10-latką, a niemieckim odpowiednikiem.

Nie bez znaczenia dla wyceny polskiego długu była także malejąca z każdym miesiącem podaż papierów dostępnych na aukcjach Ministerstwa Finansów. Mimo ograniczania ofert, związanego z realizacją ponad 80% potrzeb pożyczkowych, zainteresowanie polskim długiem nie słabło. Świadczy o tym między innymi wynik jednej z majowych aukcji, na której Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje WZ0119 za 1,62 mld PLN, przy popycie 5,54 mld PLN oraz obligacje PS0719 za 4,08 mld PLN, z popytem na poziomie 5,81 mld PLN. Pomimo wysokiego zainteresowania kupujących resort finansów nie zdecydował się na ogłoszenie aukcji dodatkowej, na co wpływ miał fakt, że MinFin z nawiązką zrealizował pierwotny plan podaży zakładający łączną sprzedaż na maksymalnym poziomie 5,0 mld PLN.

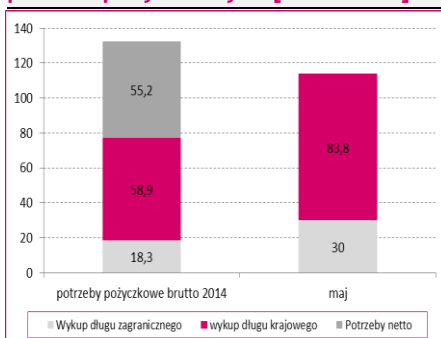
Pod koniec maja o kierunku notowań obligacji decydowały ponadto komentarze członków RPP. W trend spadku rentowności wpięły się między innymi wypowiedzi prezesa NBP, który wspominał o możliwym ryzyku wystąpienia deflacji oraz J. Hausnera, iż obniżki stóp procentowych są bardzo mało prawdopodobne, ale definitywnie nie można ich wykluczyć.

**Tabela 2. Kalendarz oraz wyniki przetargów SPW w roku 2013 i 2014**

		VI 2013		VI 2014	
Data przetargu	Rodzaj papieru	Sprzedaż mld zł	Rodzaj papieru	Podaż mld zł	
06.06.13	PS0718/ WZ0119	4,5			
19.06.13	przetarg zamiany	7,8			
05.06.14			WZ0124. DS0725/ WS0428	5,0	
18.06.14			przetarg zamiany		

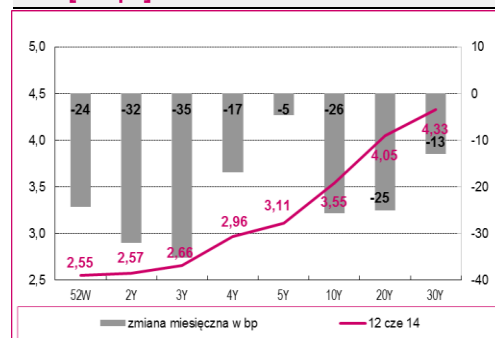
Źródło: MinFin

**Wykres 16 Realizacja tegorocznych potrzeb pożyczkowych [w mld PLN]**



Źródło: MinFin, opracowanie własne

**Wykres 17 Miesięczna zmiana rentowności SPW [w bps]**



Źródło: MinFin, opracowanie własne

Sytuacja w notowaniach SPW uległa zmianie na początku czerwca, gdy w reakcji na posiedzenie RPP, na którym M.Belka nie wykluczył dostosowania stóp procentowych w tym roku, ceny obligacji gwałtownie wzrosły. Wypowiedź prezesa NBP, iż obniżki stóp nie są prawdopodobnym scenariuszem, choć nie można ich wykluczyć sprawiło, że rynek rozpoczął proces dyskontowania łagodzenia polityki pieniężnej w drugim półroczu 2014r. W rezultacie, dochodowość 5-letniego tenoru przejściowo zeszła poniżej poziomu 3%. Zdecydowanemu zawężeniu uległ także spread pomiędzy polskimi 10-latkami, a Bundami. Na początku czerwca wyniósł około 212 bps, mimo iż pod koniec marca sięgał 270 bps.

*Wbrew oczekiwaniom rynku zakładamy, iż RPP nie zdecyduje się na powrót do łagodzenia polityki pieniężnej*

Wbrew oczekiwaniom rynku, które mierzone kontraktami FRA zakładają cięcie stóp procentowych o 25 bps na posiedzeniu we wrześniu, zakładamy, iż RPP nie zdecyduje się na powrót do łagodzenia polityki pieniężnej i utrzyma dotychczasowy koszt pieniądza, co najmniej do połowy przyszłego roku. Realizacja takiego scenariusza, przy agresywnych oczekiwaniach rynku, sprawi że dojdzie dostosowaniu powinny ulec także notowania obligacji, w szczególności o 2-letnim terminie zapadalności, które są najbardziej wrażliwe na potencjalne zmiany w perspektywie polityki pieniężnej. Rentowność dłuższych tenorów obligacji również powinna wzrosnąć, lecz w mniejszym zakresie. Utrzymywaniu niskich, lecz nie rekordowo niskich, poziomów rentowności sprzyjać będzie między innymi zaawansowana realizacja tegorocznych potrzeb pożyczkowych, która według wypowiedzi przedstawicieli Ministerstwa Finansów sięga obecnie ponad 90%. Istotnym argumentem wspierającym ceny obligacji o dłuższych terminach zapadalności będzie także polityka pieniężna ECB. Niestandardowe działania wdrożone podczas czerwcowego posiedzenia banku sprawią, że rynek nastawiony jest na poszukiwanie jakichkolwiek rentowności.

### Rynki zagraniczne

*W marcu kurs EUR/USD wyznaczył 29-miesięczne maksimum*

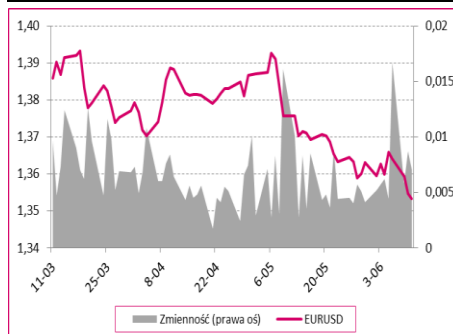
Posiedzenie ECB w maju okazało się decydujące dla kierunku notowań eurodolara. Dyskontowanie przez rynek wdrożenia niestandardowych narzędzi łagodzenia polityki pieniężnej sprawiło, że euro uległo gwałtownej przecenie w relacji do dolara, a kurs EUR/USD zawrócił z 30-miesięcznego maksimum na poziomie 1,40 i po czterech tygodniach oscylował na najniższym od lutego poziomie 1,36.

*Wsparciem dla euro były przede wszystkim mniej gotębie od oczekiwań wypowiedzi prezesa ECB*

W reakcji na posiedzenie ECB w maju kurs EUR/USD zniżkował o ponad 1,5-centa, co było najgłębszym spadkiem notowań od pół roku. Stabość euro widoczna była względem innych walut i była konsekwentnie pogłębianą w kolejnych tygodniach, czemu sprzyjały oczekiwania na podjęcie przez bank działań podczas posiedzenia w czerwcu. Nasiliły je między innymi wypowiedzi przedstawicieli banku. E.Nowotny, stwierdził, że sama obniżka stóp procentowych może okazać się niewystarczającym działaniem, by zwalczyć uporczywie niską inflację, a V.Constancio przyznał, że nie można ignorować wartości euro. Kolejnym argumentem, który zadecydował o spadku kursu EUR/USD w maju była też informacja, iż podczas ostatniego posiedzenia przedstawiciele Fed dyskutowali nad możliwym terminem podwyżki stóp procentowych. Spadek notowań był jednak krótkotrwały, gdyż podwyżka kosztu pieniądza nie będzie miała miejsca w najbliższym

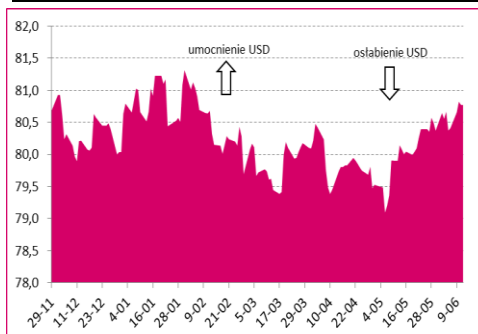
czasie. Na spadek eurodolara wpłynęły ponadto słabsze dane ze strefy euro dotyczące tempa wzrostu gospodarczego w pierwszym kwartale tego roku. Przecena wspólnej waluty obserwowana była także w parze z brytyjskim funtem, który krótkotrwale był najdroższy od połowy stycznia ubiegłego roku i szwajcarskim frankiem.

**Wykres 18 Kurs EUR/USD oraz dzienna zmienność notowań**



Źródło: Reuters

**Wykres 19 Notowania indeksu dolarowego DXY [w USD]**



Źródło: Reuters

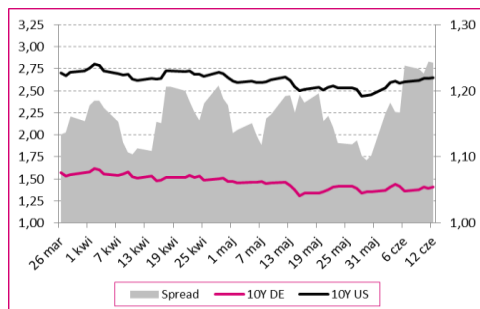
*Prezes M.Draghi poinformował, iż bank rozważa wprowadzenie programu QE*

Posiedzenie ECB w czerwcu przyniosło potwierdzenie zasygnalizowanej przed miesiącem gotowości banku do podjęcie działań. Obniżka stóp procentowych, w tym sprowadzenie stopy depozytowej do ujemnych poziomów i wdrożenie programu mającego na celu ożywienie akcji kredytowej dla przedsiębiorstw poprzez zapewnienie bankom komercyjnym płynności (odpowiednik programu „Funding for lending” prowadzonego przez Bank Anglii) okazały się wystarczające do kontynuowania przeceny euro. Tym bardziej, iż prezes M.Draghi poinformował, iż bank rozważa także wprowadzenie programu QE. W rezultacie kurs EUR/USD zniżył o ponad centa w stosunku do poziomów otwarcia wyznaczając najniższy od początku lutego poziom 1,3502

*Podtrzymujemy naszą opinię, iż nadchodzących tygodniach wyznacznikiem kierunku notowań eurodolara pozostanie kwestia rozbieżnych perspektyw polityki monetarnej w EMU i USA*

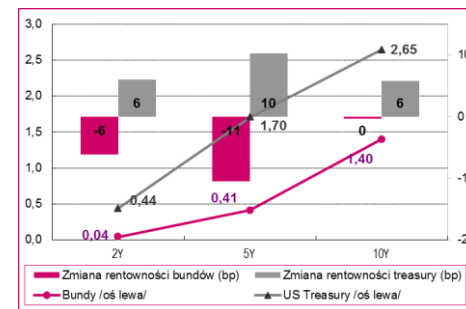
Podtrzymujemy naszą opinię zawartą w poprzednich raportach, iż w nadchodzących tygodniach wyznacznikiem kierunku notowań eurodolara pozostanie kwestia rozbieżnych perspektyw polityki monetarnej w strefie euro i Stanach Zjednoczonych, przy czym silniejszy akcent położony będzie na możliwość podjęcia działań przez ECB, aniżeli FOMC, który konsekwentnie od początku tego roku realizuje proces normalizacji polityki pieniężnej poprzez wygaszanie programu QE3. Uważamy, iż źródłem słabości wspólnej waluty niezmiennie pozostaną niestandardowe działania ECB, których użycie bank ogłosił podczas posiedzenia w czerwcu. Strategia carry trade powinna wspierać wycenę dolara względem euro na międzynarodowym rynku, w szczególności iż oczekiwania rynku zakładają powiększenie się spreadu pomiędzy poziomem stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych, a strefą euro. W naszej ocenie proces normalizacji polityki pieniężnej Fed sprzyjać będzie umocnieniu dolara także w relacji do innych walut.

**Wykres 20 Rentowności 10-letnich obligacji Hiszpanii i USA [%]**



Źródło: Reuters

**Wykres 21 Miesięczna zmiana rentowności Bundów i Treasuries**



Źródło: Reuters, obliczenia własne

*Maj był miesiącem spadku dochodowości wzdłuż całej krzywej zarówno w przypadku Bundów, jak i Treasuries*

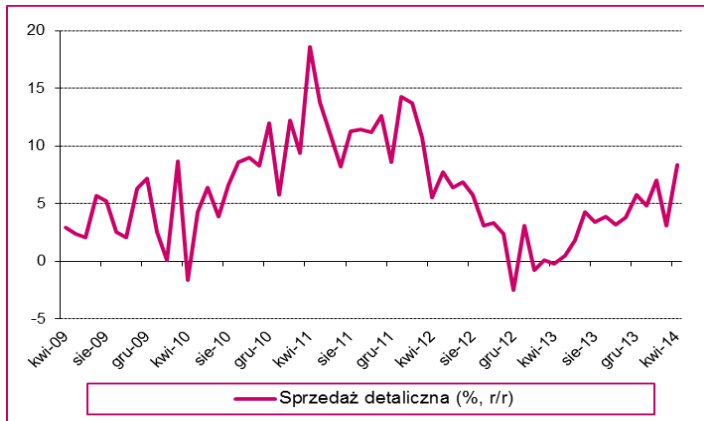
*Należy oczekiwać dalszego rozszerzenia spreadu pomiędzy Treasuries, a ich niemieckimi odpowiednikami*

Maj był miesiącem spadku dochodowości wzdłuż całej krzywej zarówno w przypadku Bundów, jak i Treasuries. W obu przypadkach źródłem wzrostu cen były oczekiwania, co do perspektyw polityki pieniężnej prowadzonej przez ECB i Fed. W rezultacie dochodowość 10-letniego długu USA zniżyła się momentami o 21 bps do poziomu 2,44%, a Bundy straciły maksymalnie 16 bps osiągając poziom 1,31%. O ile oczekiwania, co do wdrożenia niestandardowych narzędzi łagodzenia polityki monetarnej przez ECB zostały zrealizowane skutkując wyznaczeniem rocznych minimów dochodowości niemieckiego długu, to coraz lepsze wyniki amerykańskiej gospodarki ponownie rozbudziły oczekiwania, iż Fed będzie kontynuował proces normalizacji polityki pieniężnej. W rezultacie przełom maja i czerwca to okres powrotu do wzrostów dochodowości Treasuries skutkujący rozszerzeniem się spreadu pomiędzy 10-latkami Niemiec, a ich amerykańskimi odpowiednikami powyżej 120 bps tj. poziomów nie notowanych od lat.

W naszej opinii w nadchodzących tygodniach należy oczekiwać dalszego rozszerzenia się spreadu pomiędzy Treasuries, a ich niemieckimi odpowiednikami w związku z agresywnym, jak na standardy ECB, łagodzeniem polityki pieniężnej w Eurolandzie. Z kolei amerykański dług w obliczu postępującego procesu normalizacji polityki monetarnej w Stanach Zjednoczonych powinien w łagodny sposób ulegać dalszej przecenie. Wsparciem dla wzrostu dochodowości obligacji amerykańskich będą między innymi coraz lepsze wyniki tamtejszej gospodarki, które ugruntują rynkowe oczekiwania na zakończenie programu QE3 w czwartym kwartale tego roku.

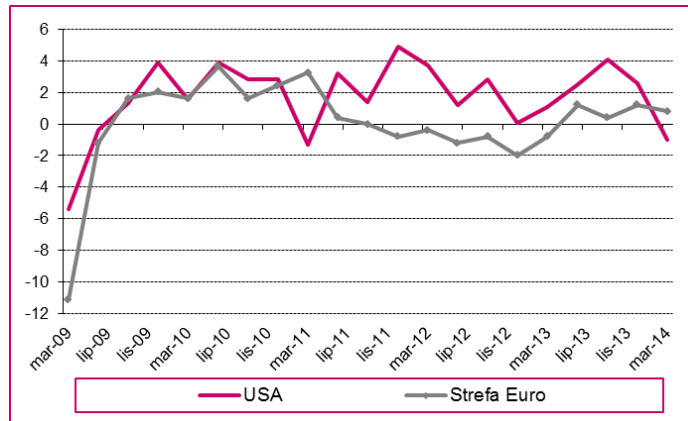
### PRZEGLĄD DANYCH

**Wykres 22 Dynamika sprzedaży detalicznej w Polsce [% , r/r]**



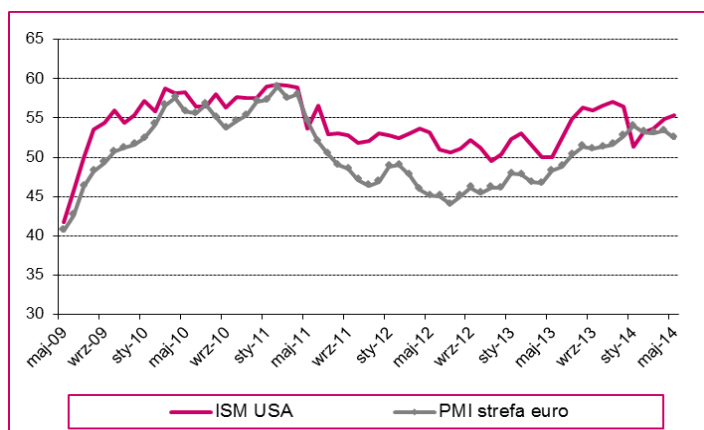
Źródło: EcoWin

**Wykres 23 Zannualizowana zmiana PKB w USA i strefie euro**



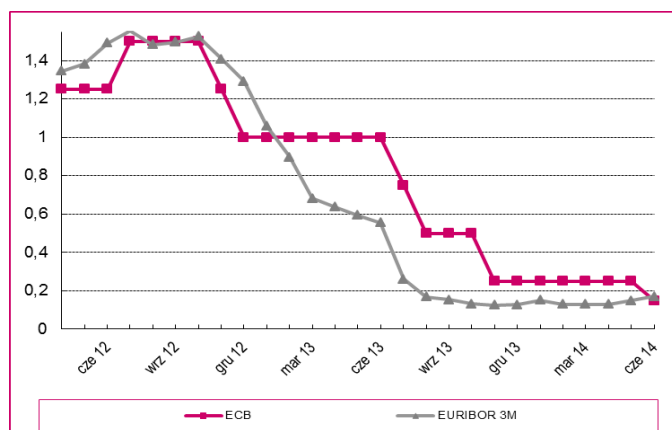
Źródło: EcoWin, obliczenia własne

**Wykres 24 Indeksy koniunktury w przemyśle [pkt.]**



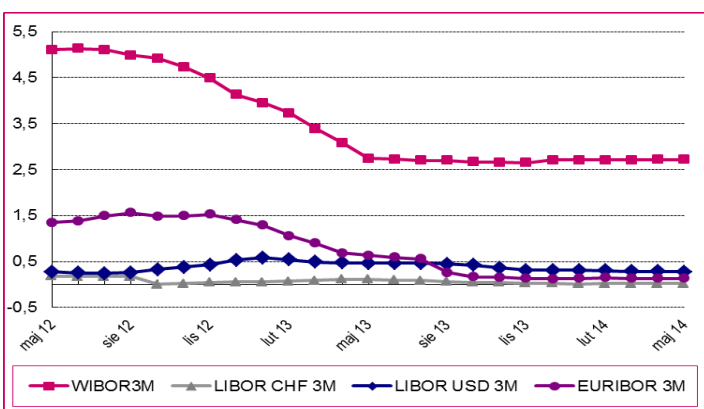
Źródło: EcoWin

**Wykres 25 Stawka EURIBOR 3M i stopa procentowa ECB [%]**



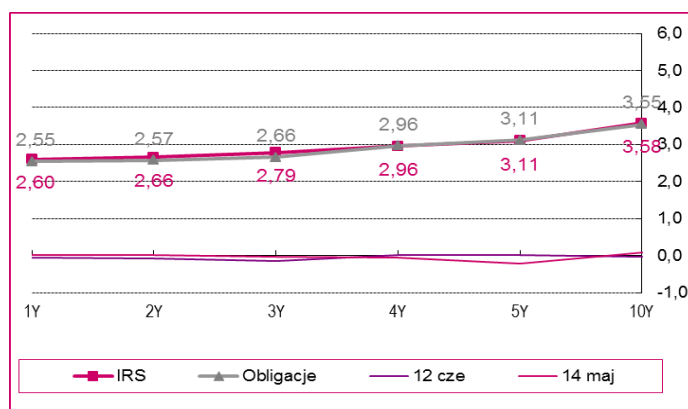
Źródło: Reuters

**Wykres 26 Notowania stawek WIBOR, LIBOR i EURIBOR [bps]**



Źródło: EcoWin, Reuters

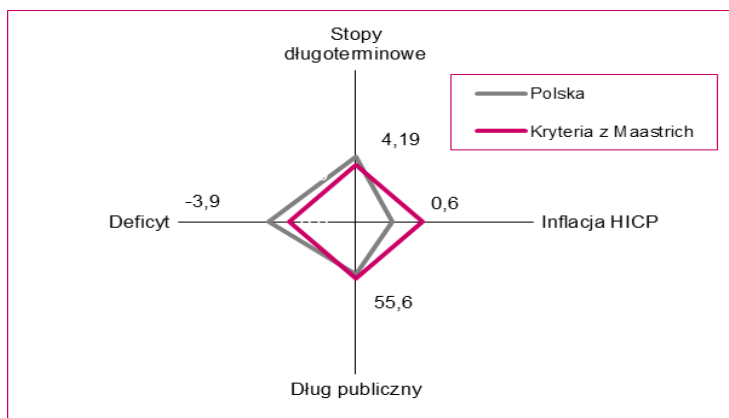
**Wykres 27 Notowania obligacji oraz kontraktów IRS**



Źródło: Reuters

### PRZEGLĄD KONWERCENCJI

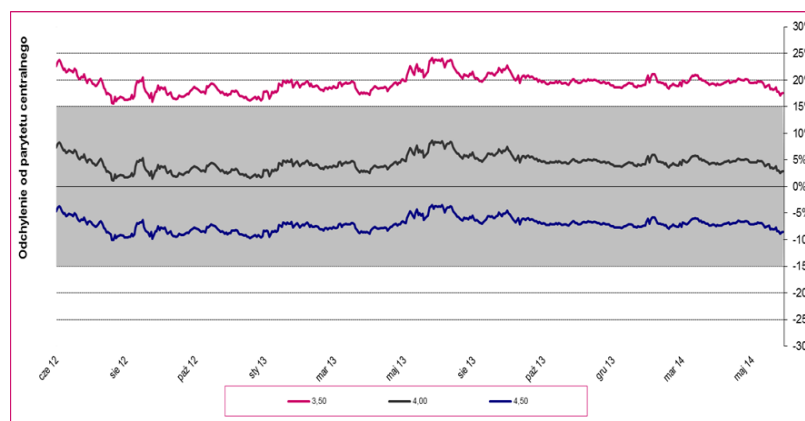
Wykres 28 Kryteria konwergencji dla Polski



Wykres 29 Kryterium inflacyjne i długookresowych stóp procentowych dla krajów NMS12



Wykres 30 Parytet wymiany EUR/PLN i implikowany przedział wahań +/-15%



Źródło: EcoWin, obliczenia własne

#### Kryteria konwergencji

Formalnym warunkiem przyjęcia euro przez państwo członkowskie Unii Europejskiej jest osiągnięcie trwałej konwergencji nominalnej i prawnej. Ocena stopnia konwergencji gospodarczej następuje na podstawie wypełnienia kryteriów dotyczących stabilności cen, poziomu długoterminowej stopy procentowej, dyscypliny budżetowej oraz stabilności kursu walutowego. **Kryterium stabilności cen** oznacza, że średnia stopa inflacji HICP w ciągu poprzednich 12 miesięcy, nie przekracza o więcej niż 1,5 punktu procentowego inflacji trzech Państw Członkowskich o najbardziej stabilnych cenach. **Kryterium konwergencji stóp procentowych** oznacza, że wartość średniej za poprzedzające 12 miesięcy dla nominalnej długoterminowej stopy procentowej Państwa Członkowskiego nie przekracza o więcej niż 2 punkty procentowe średniej stopy procentowej trzech Państw Członkowskich o najbardziej stabilnych cenach, tzn. państw branych pod uwagę przy wyznaczaniu kryterium inflacyjnego. Pomiaru stóp procentowych dokonuje się na podstawie zharmonizowanych długoterminowych stóp procentowych, które z reguły obliczono na podstawie rentowności 10-letnich obligacji rządowych. **Kryterium sytuacji finansów publicznych** oznacza, że Państwo Członkowskie nie jest objęte decyzją Rady stwierdzającą istnienie nadmiernego deficytu budżetowego. W celu zastosowania procedury nadmiernego deficytu w pierwszej kolejności Komisja Europejska sporządza raport w sytuacji, gdy państwo członkowskie nie spełnia wymogów dyscypliny budżetowej, co zasadniczo oznacza, że stosunek planowanego lub rzeczywistego deficytu budżetowego do PKB przekracza wartość 3% PKB lub stosunek długu publicznego do PKB przekracza wartość referencyjną 60% PKB. Istnieją pewne odstępstwa od tej zasady, np. jeśli dług lub deficyt, pomimo, iż jest wyższy od wartości referencyjnej, spada i w zadowalający sposób zbliża się do spełnienia kryterium. Następnie Raport przez jest opiniowany przez Komitet Ekonomiczno-Finansowy. Dopiero potem Rada UE decyduje czy w państwie członkowskim występuje nadmierny deficyt. **Kryterium stabilności kursu walutowego** oznacza uczestnictwo przez okres co najmniej dwóch lat w mechanizmie ERM II bez dewaluacji w stosunku do euro. W przypadku krótszego okresu uczestnictwa zmiany kursu walutowego są analizowane w dwuletnim okresie referencyjnym. Członkostwo w mechanizmie ERM II oznacza utrzymywanie kursu względem euro w paśmie wahań +/- 15% wobec kursu centralnego, przy uwzględnieniu czynników, które mogły spowodować aprecjację.

(Źródło: „Raport o konwergencji. Maj 2008”, ECB 2008)

**DANE I PROGNOZY**
**DANE I PROGNOZY KRÓTKÓTERMINOWE**

	wrz 13	paź 13	lis 13	gru 13	sty 14	lut 14	mar 14	kwi 14	maj 14	cze 14
Inflacja- CPI (% r/r)	1,0	0,8	0,6	0,7	0,5	0,7	0,7	0,3	0,5	0,6
Inflacja bazowa (% r/r)	1,3	1,4	1,1	1,0	0,4	0,9	1,1	0,8	0,9	0,9
Ceny producenta - PPI (% r/r)	-1,4	-1,4	-1,5	-1,0	-1,0	-1,4	-1,3	-0,7	-0,8	-1,3
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	6,1	5,9	5,7	6,2	5,4	5,2	5,2	5,4	5,5	5,2
Produkcja przemysłowa (% r/r)	6,3	4,6	3,0	6,7	4,2	5,3	5,5	5,4	5,9	4,8
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	3,9	3,2	3,8	5,8	4,8	7,0	3,1	8,4	6,1	6,0
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-907	162	-803	-430	-825	-463	517	490	-	-
Eksport (EUR, % r/r)	9,0	3,8	2,3	10,1	10,7	5,7	10,9	7,0	-	-
Import (EUR, % r/r)	4,2	4,6	0,6	0,0	6,6	6,9	3,1	7,9	-	-
Płace, sek. przeds. (% r/r)	3,6	3,1	3,1	2,7	3,4	4,0	4,8	3,8	5,2	4,5
Zatrudnienie, sek. przeds. (% r/r)	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,8	0,8
Stopa bezrobocia (%)	13	13	13,2	13,4	14	13,9	13,5	13	12,5	12,2
Stopa referencyjna (koniec okresu)	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
WIBOR 1M (koniec okresu)	2,59	2,60	2,60	2,61	2,61	2,61	2,61	2,62	2,62	2,60
WIBOR 3M (koniec okresu)	2,67	2,66	2,65	2,71	2,71	2,71	2,71	2,72	2,72	2,68
Obligacja 2-letnia (koniec okresu)	3,07	2,92	2,84	3,03	3,25	3,05	3,01	2,90	2,73	2,63
Obligacja 5-letnia (koniec okresu)	3,88	3,50	3,77	3,65	4,12	3,73	3,76	3,56	3,30	3,22
Obligacja 10-letnia (koniec okresu)	4,50	4,16	4,53	4,35	4,75	4,39	4,23	4,04	3,67	3,60
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	4,22	4,18	4,20	4,15	4,25	4,16	4,17	4,20	4,14	4,15
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	3,12	3,08	3,09	3,02	3,15	3,01	3,03	3,03	3,04	3,06
Kurs EUR/USD (koniec okresu)	1,35	1,36	1,36	1,37	1,35	1,38	1,38	1,39	1,36	1,36

**DANE I PROGNOZY ŚREDNIOTERMINOWE**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014P
PKB (mld PLN)	1176,7	1275,4	1344,5	1416,6	1528,1	1596,4	1637,7	1721,4
PKB (wzrost realny, %)	6,8	5,1	1,6	3,9	4,5	2,0	1,6	3,2
Popyt krajowy (wzrost realny, %)	8,7	5,6	-1,1	4,6	3,6	-0,1	0,0	3,0
Spożycie prywatne (wzrost realny, %)	4,9	5,7	2,1	3,2	2,6	1,3	0,8	2,6
Inwestycje (wzrost realny, %)	17,6	9,6	-1,2	-0,4	8,5	-1,6	-0,2	7,5
Stopa bezrobocia	11,2	9,5	12,1	12,3	12,5	13,4	13,4	12,8
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-6,2	-6,6	-3,9	-5,1	-5,0	-3,7	-1,3	-2,0
Inflacja CPI (średnio w roku, %)	2,5	4,2	3,5	2,6	4,3	3,7	0,9	0,5
Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii (koniec okresu, % r/r)	1,3	2,8	2,8	1,6	3,1	1,4	1,0	1,0
Saldo sektora general government (% PKB)	-1,9	-3,7	-7,4	-7,9	-5,0	-3,9	-4,3	5,7
Stopa referencyjna (koniec okresu)	5,00	5,00	3,50	3,50	4,50	4,25	2,50	2,50
WIBOR 3M (koniec okresu)	5,68	5,88	4,20	3,95	4,99	4,11	2,71	2,75
Kurs EUR/PLN (koniec okresu)	3,60	4,12	4,10	3,95	4,47	4,08	4,15	4,05
Kurs USD/PLN (koniec okresu)	2,47	2,96	2,86	2,97	3,44	3,09	3,01	3,15

Źródło: GUS, NBP, Reuters, prognozy Banku Millennium

**KALENDARIUM**
**Czerwiec/Lipiec**

Poniedziałek		Wtorek		Środa		Czwartek		Piątek	
						12	EZ: produkcja przemysłowa US: sprzedaż detaliczna, liczba nowych bezrobotnych	13	GE: CPI EZ: bilans handlowy PL: podaż pieniądza M3, rachunek obrotów bieżących, CPI US: indeks uniwersytetu Michigan
16	EZ: CPI US: produkcja przemysłowa	17	GE: indeks Zew PL: płace, zatrudnienie US: CPI, liczba nowych budów, pozwolenia na budowę	18	US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, decyzja w sprawie stóp procentowych PL: produkcja przemysłowa, PPI	19	US: liczba nowych bezrobotnych, indeks Filadelfia Fed	20	GE: PPI EZ: rachunek obrotów bieżących PL: opis posiedzenia banku centralnego
23	GE: wstępny PMI EZ: wstępny PMI PL: sprzedaż detaliczna, stopa bezrobocia US: Chicago PMI, sprzedaż domów na rynku wtórnym	24	GE: Ifo US: indeks CaseShiller, Conference Board, sprzedaż nowych domów	25	US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, zamówienia na dobra trwałego użytku, PKB	26	US: liczba nowych bezrobotnych, dochody i wydatki prywatne	27	GE: CPI, sprzedaż detaliczna US: indeks uniwersytetu Michigan
30	EZ: szacunek CPI PL: oczekiwania inflacyjne US: sprzedaż domów na rynku wtórnym	01	PL: PMI w przemyśle EZ: PMI w przemyśle, stopa bezrobocia GE: PMI w przemyśle, stopa bezrobocia US: ISM	02	US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, raport Challenger, ADP zamówienia fabryczne,	03	EZ: sprzedaż detaliczna, decyzja w sprawie stóp procentowych US: bilans handlowy, zmiana zatrudnienia poza sektorem rolniczym, stopa bezrobocia	04	GE: zamówienia fabryczne
07	EZ: indeks Sentix PL: stan rezerw NBP	08	GE: bilans handlowy	09	US: liczba wniosków o kredyt hipoteczny MBA, opis posiedzenia banku centralnego	10	US: liczba nowych bezrobotnych	11	GE: inflacja CPI

PL - Polska; GE - Niemcy; US - Stany Zjednoczone; EZ - strefa euro; HU - Węgry; CZ - Czechy; SZ - Szwajcaria, CH - Chiny, JN - Japonia  
 Źródło: Reuters, Bloomberg, MinFin, PAP



## Zespół

### BIURA ANALIZ MAKROEKONOMICZNYCH

**Grzegorz Maliszewski**

Główny Ekonomista

+48 (0) 22 598 22 38

[grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl](mailto:grzegorz.maliszewski@bankmillennium.pl)**Urszula Kryńska**

Ekonomistka

+48 (0) 22 598 20 10

[urszula.krynska@bankmillennium.pl](mailto:urszula.krynska@bankmillennium.pl)**Mateusz Sutowicz**

Analityk rynków finansowych

+48 (0) 22 598 22 36

[mateusz.sutowicz@bankmillennium.pl](mailto:mateusz.sutowicz@bankmillennium.pl)**Bank Millennium SA**[www.millennet.pl](http://www.millennet.pl)ul. Stanisława Żaryna 2a  
02-593 Warszawa0 801 331 331  
+48 22 598 40 40

Niniejsza analiza jest publikacją marketingową i została przygotowana przez Bank Millennium S.A. („Bank”), w oparciu o dane pochodzące z różnych serwisów informacyjnych, wyłącznie w celach informacyjnych. Nie stanowi ona (ani zawarte w niej informacje) rekomendacji, wyniku doradztwa inwestycyjnego, oferty ani też kierowanego do kogokolwiek (lub jakiegokolwiek grupy osób) zaproszenia do zawarcia transakcji na instrumencie bądź instrumentach finansowych. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank dołożył należytej staranności w celu zapewnienia, iż zawarte informacje nie są błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak Bank i jego pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność jak również za jakiegokolwiek szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.