

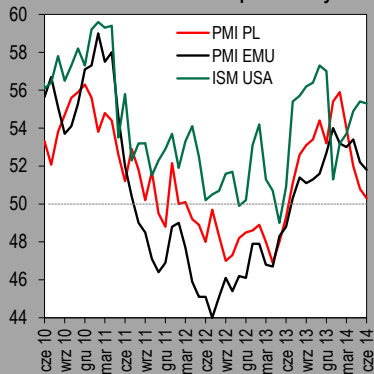
MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

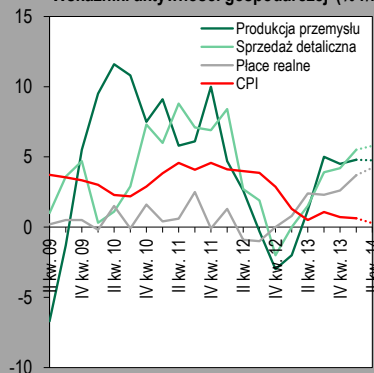
Lipiec-Sierpień 2014

Naturalnie neutralnie

Koniunktura w sektorze przetwórczym



Wskaźniki aktywności gospodarczej (% r/r)



W tym miesiącu:

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

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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

■ Rada Polityki Pieniężnej zdecydowała się w lipcu na porzucenie formuły *forward guidance*, czyli deklaracji o stabilności stóp do końca III kwartału br. Czy to oznacza, że należy się spodziewać obniżki stóp we wrześniu? Zdecydowanie nie, co wprost stwierdził prezes NBP na konferencji po posiedzeniu Rady. Podkreślił on również, że prawdopodobieństwo rozluźnienia polityki pieniężnej jest nadal w ocenie RPP bardzo niskie. Należy podkreślić, że Rada utrzymała ocenę niskiego prawdopodobieństwa obniżek po zapoznaniu się z najnowszą projekcją NBP, która nie jest nadmiernie optymistyczna – zakłada stabilizację (a nawet lekkie osłabienie) wzrostu PKB, inflację poniżej zera w najbliższych kilku miesiącach i jej powolny powrót do celu w średnim okresie. Tak naprawdę RPP powróciła w lipcu do nieformalnego neutralnego nastawienia w polityce pieniężnej. Ostatnie wypowiedzi przedstawicieli RPP wskazują dość jasno, że czynnikami, które mogą zmienić ich ocenę sytuacji i przekonać do obniżek są: mocne spowolnienie wzrostu gospodarczego i/lub gwałtowna aprecjacja złotego. Ujemne odczyty inflacji w najbliższych miesiącach nie będą dla RPP zaskoczeniem i nie powinny wpłynąć na zmianę jej decyzji.

■ Publikacje danych w najbliższych miesiącach pokażą, czy zmierzamy w kierunku spowolnienia gospodarki, czy też ostatnie słabsze od prognoz odczyty były jedynie przejściowym zaburzeniem trendu i aktywność ekonomiczna w kolejnych kwartałach będzie ponownie rozwijać się w niezłym tempie. Ten drugi scenariusz jest naszym zdaniem bardziej prawdopodobny i nawet, jeśli w II kw. zobaczymy niewielkie spowolnienie wzrostu PKB w porównaniu z I kw., to nie powinien być argument, aby bank centralny przystąpił do działania. Można wręcz argumentować, że I kwartał był wyjątkowo dobry pod względem wzrostu gospodarczego (m.in. za sprawą pogody, wspierającej budownictwo i inwestycje), więc pewne odreagowanie w II kw. wydaje się naturalne. A przy tym nasze prognozy wskazują, że ani wzrost sprzedaży detalicznej, ani produkcji w przemyśle i budownictwie nie spowolniły znacząco w II kw. Tak naprawdę ważne będą pierwsze miesięczne wskaźniki z III kwartału i spodziewamy się, że pokażą one kontynuację pozytywnych tendencji. Nie zmieniamy prognozy wzrostu PKB w tym roku o 3,5%.

■ Jeśli chodzi o inflację, spodziewamy się, że najbliższa publikacja (za czerwiec) pokaże odczyt podobny jak w maju. W lipcu i sierpniu stopa inflacji spadnie poniżej zera. Będzie to spowodowane bardzo niską inflacją cen żywności (de facto w tej kategorii mamy deflację już od maja) oraz silnym efektem bazy. Zgadzaemy się z wnioskami z ostatniego Raportu o inflacji NBP, że to przejściowe zjawisko nie powinno być powodem do obaw i w zasadzie jest nawet pozytywne dla realnych dochodów. Nasza średnioterminowa prognoza inflacji (2015-16) jest nieco powyżej tej wynikającej z projekcji NBP.

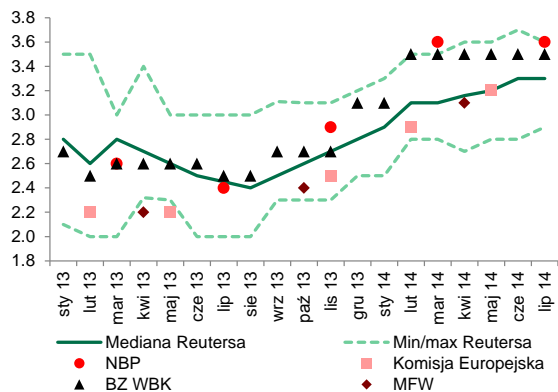
Na rynku finansowym 10 lipca 2014 r.:

Stopa depozytowa NBP	1,00	WIBOR 3M	2,68	EURPLN	4,1341
Stopa referencyjna NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	2,44	USDPLN	3,0323
Stopa lombardowa NBP	4,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	2,93	CHFPLN	3,4040

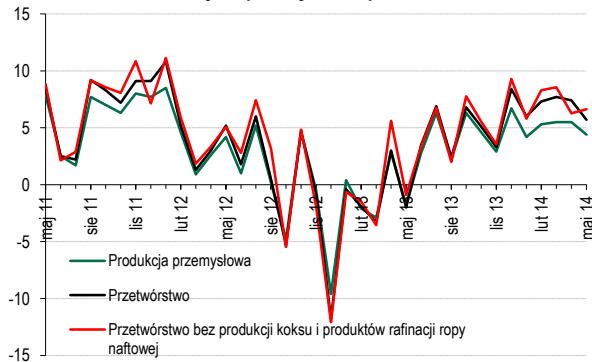
Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.07.2014 r.

Gospodarka Polski

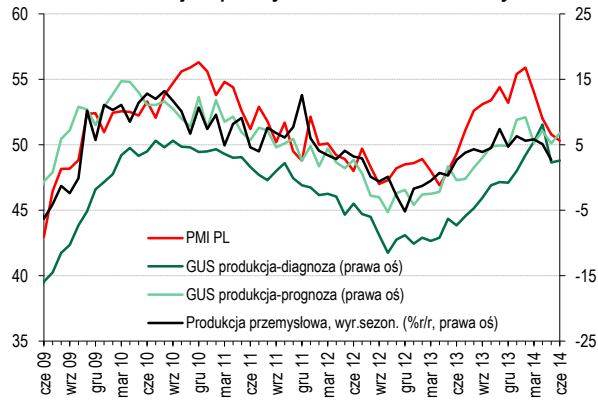
Zmiany prognoz PKB w 2014 r.



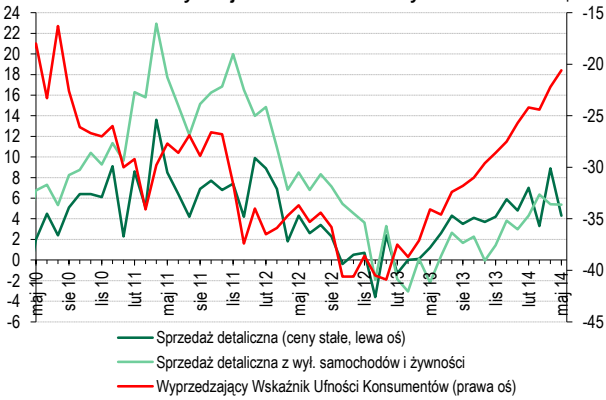
Produkcja w przemyśle i w przetwórstwie



Produkcja w przemyśle i wskaźniki koniunktury



Sytuacja w handlu detalicznym



Źródła: GUS, NBP, Markit, Reuters, KE, MFW, BZ WBK

Obawy o spowolnienie przesadzone

▪ Ostatnie informacje z gospodarki były rozczarowujące, a główne wskaźniki, np. PMI, produkcja przemysłu, czy budowlana, zaskakiwały w dół. To wzmogło obawy, że ożywienie może być słabsze od oczekiwań, lub że polska gospodarka znowu może zacząć spowalniać. Naszym zdaniem wzrost gospodarczy w II kw. mógł być nieco słabszy niż w I kw., ale różnica była minimalna i obserwowana obecnie słabość głównych wskaźników to jedynie lekka zadyszka a nie wstęp do spowolnienia. Co ciekawe, ostatnie słabe dane nie spowodowały rewizji rynkowych prognoz wzrostu PKB (por. wykres obok).

Górnictwo obniża wynik przemysłu, ale ogólnie nie jest źle

▪ Wzrost produkcji przemysłowej spowolnił w maju do 4,4%. Odsezonowany wzrost wyniósł zaledwie 2,7% r/r, najmniej od roku. Jednakże, spośród 34 działów przemysłu 27 wciąż wykazywało wzrost w ujęciu r/r, przy czym najwyższe wzrosty utrzymywały się w działach nastawionych na eksport (np. meble 18,3% r/r, maszyny i urządzenia 13,2% r/r, wyroby z metali 11,6% r/r, komputery 11,6% r/r). Warto też zwrócić uwagę, że wynik całego przemysłu, podobnie jak w poprzednich miesiącach, był w maju zaniżony słabą dynamiką produkcji w górnictwie (-8,7% r/r) i w energetyce (-1,7% r/r). W samym przetwórstwie przemysłowym tempo wzrostu produkcji wyniosło 5,7% r/r. Dodatkowo, ujemny wpływ na ten wynik miała produkcja koksu i produktów rafinacji ropy naftowej, mocno powiązana z górnictwem.

▪ Górnictwo jest w opałach ze względu na spadające globalne ceny węgla, czyniące import tego surowca bardziej opłacalnym. Ten czynnik będzie zapewne jeszcze obecny ze względu na strukturalne problemy polskiego górnictwa. Jednakże, inne sektory notują dobre wyniki, pokazując nawet dwucyfrowe tempo wzrostu. A zatem nie widzimy żadnego szerokiego spowolnienia w przemyśle i naszym zdaniem ogólna tendencja wciąż pozostaje wzrostowa.

Wskaźniki koniunktury nie dają jednoznacznych sygnałów

▪ Krajowy indeks PMI w przemyśle ponownie rozczarował w czerwcu, spadając do 50,3 pkt., czyli najniższego poziomu od roku. Indeks nowych zamówień spadł w okolice 50 pkt, podczas gdy indeks nowych zamówień eksportowych obniżył się i przebywa poniżej granicy 50 pkt. już od dwóch miesięcy. Indeksy dla zatrudnienia i produkcji zanotowały lekki wzrost, ale nie zmienia to ogólnej negatywnej wymowy danych.

▪ Jednakże, PMI wciąż porusza się powyżej 50 pkt, czyli granicy między ekspansją a spadkiem aktywności. A zatem nie sugeruje on jeszcze spowolnienia. Dodatkowo, przekaz wynikający z badania PMI nie jest zgodny ze wskaźnikami koniunktury GUSu, które w czerwcu zanotowały poprawę we wszystkich sektorach.

Wydatki publiczne wspierają produkcję budowlaną

▪ Wzrost produkcji budowlano-montażowej również rozczarował w maju i wyniósł 10% r/r, wobec prognoz rynkowych na poziomie 14% r/r. Odsezonowany wzrost wyniósł 8,3% r/r, najmniej od stycznia.

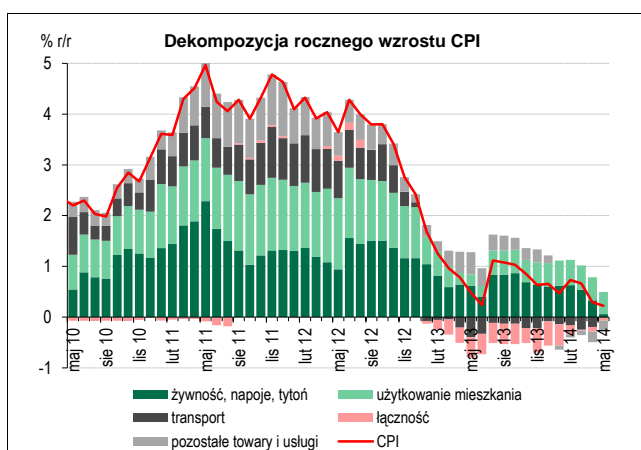
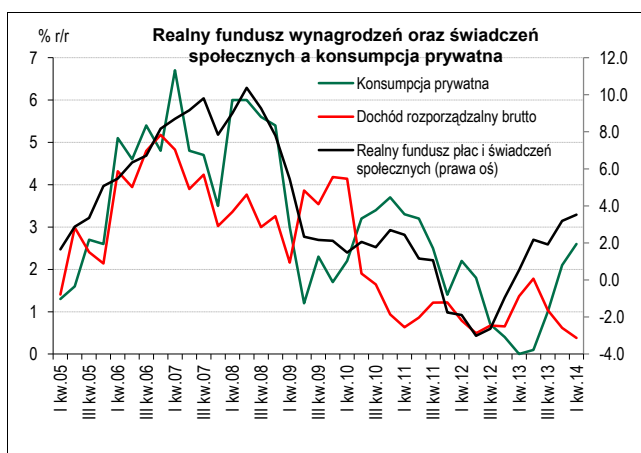
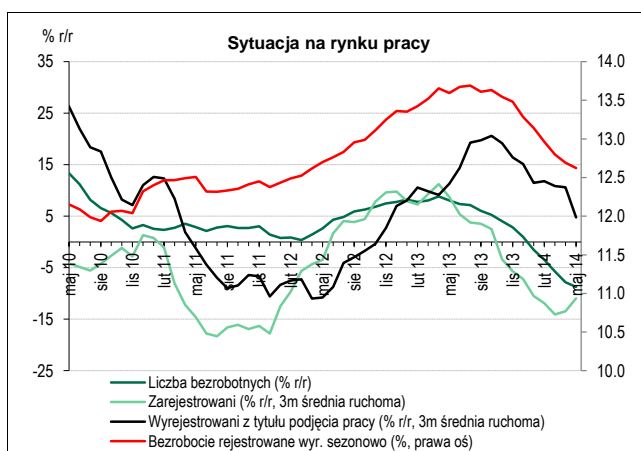
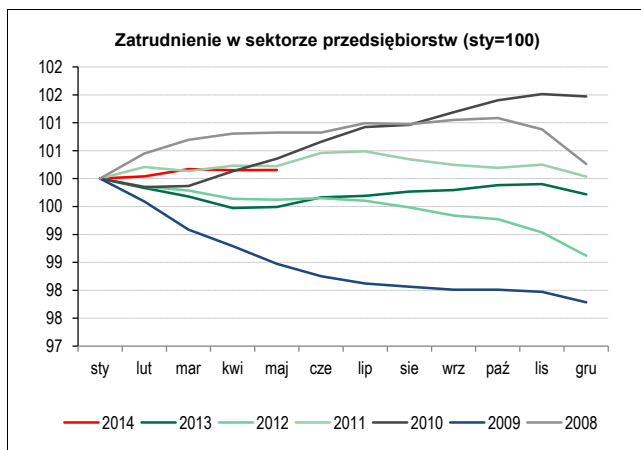
▪ Spowolnienie w budownictwie wynika głównie z niższej liczby nowych budynków mieszkalnych, co ma związek z obserwowaną ostatnio nadpodażą mieszkań. Wzrost w tym sektorze zapewne pozostanie słaby jeszcze przez jakiś czas, ale inne gałęzie budownictwa (np. inżynieria lądowa) zostaną zapewne wsparte przez wydatki publiczne i środki z UE.

Wyniki sprzedaży zakłócone

▪ Wzrost sprzedaży detalicznej w maju wyniósł 3,8% r/r, wobec 8,4% r/r w kwietniu i 3,1% r/r w marcu.

▪ Spadek zakupów pojazdów mocno pociągnął sprzedaż w dół – po bardzo mocnych wzrostach w I kw., wynikających z przyspieszonych zakupów aut wobec wygasania ulg podatkowych. Przez ten i inne statystyczne efekty (data Wielkanocy, która zakłóciła sprzedaż w marcu/kwietniu), nie jest łatwo wskazać trend w sprzedaży. Nasze szacunki wskazują, że realna sprzedaż wzrosła o 5,5% w I kw. i o 5,8% w II kw, co pokazuje siłę popytu konsumenckiego, który wciąż będzie wspierany przez dobrą sytuację na rynku pracy.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, Eurostat, Markit, BZ WBK

Spadek tempa poprawy na polskim rynku pracy

▪ Ostatnie dane z rynku pracy pokazały pewne spowolnienie tempa poprawy, zarówno jeśli chodzi o zatrudnienie, jak i bezrobocie.

▪ Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wyniosło w maju 5,515 mln, odrobinę więcej niż w kwietniu. Roczne tempo wzrostu zatrudnienia utrzymało się drugi miesiąc z rzędu na poziomie 0,7% r/r. Wzrostowy trend liczby etatów, który był obserwowany w poprzednich miesiącach, uległ pewnemu wyhamowaniu. Nasze prognozy wskazują, że w dalszej części roku popyt na pracę powinien jeszcze lekko przyspieszyć, m.in. pod wpływem ożywienia inwestycji. Warto jednak obserwować te dane w kolejnych miesiącach, ponieważ jeśli zatrudnienie nie zacznie ponownie iść w górę, może to sygnalizować ewentualne osłabienie wzrostowych tendencji w gospodarce.

▪ W maju stopa bezrobocia rejestrowanego spadła do 12,5%. Liczba bezrobotnych była niższa o 8,7% niż rok temu (w maju o 7,8%), jednak naszym zdaniem dane zaczynają już wskazywać na pewne spowolnienie pozytywnych tendencji na rynku pracy. Liczba nowo zarejestrowanych bezrobotnych obniżyła się o 5,4% r/r wobec dwucyfrowego spadku w okresie styczeń-kwiecień. Z kolei liczba bezrobotnych wyrejestrowanych z tytułu podjęcia pracy była niższa niż rok wcześniej. Wprawdzie pewien udział w tym spowolnieniu ma efekt bazy (rok temu rynek pracy zaczął się ożywiać), ale dane odsezonowane również pokazują, że poprawa nie jest tak silna jak w lutym czy marcu. W związku z tym spodziewamy się dalszego spadku stopy bezrobocia rejestrowanego, ale zapewne nie będzie on tak silny jak dotychczas.

▪ Warto zauważyć, że stopa bezrobocia BAEL wróciła do poziomów obserwowanych w 2010/2011 (ok. 9,5%), a stopa bezrobocia rejestrowanego będzie tam niedługo (ok. 12,0-12,5% po odsezonowaniu). To oznacza, że stopa bezrobocia jest już relatywnie niska, przynajmniej jak na warunki pokrzyżosowe.

Fundusz płac rośnie zdrowo, dochód do dyspozycji słaby

▪ Wzrost płac przyspieszył w maju do 4,8% r/r, najwyższy od stycznia 2012. Rosnące tempo wzrostu płac w połączeniu z niską inflacją i lekkim wzrostem zatrudnienia oznaczają wyraźny wzrost wartości nabywczej dochodów z pracy. Realny wzrost funduszu płac w sektorze przedsiębiorstw wyniósł 5,1% r/r, najwięcej od czerwca 2011. Taka dynamika dochodów z pracy powinna sprzyjać dalszemu ożywieniu popytu konsumpcyjnego w kolejnych kwartałach. Spodziewamy się dalszego wzrostu funduszu płac i świadczeń społecznych o ponad 4% w tym roku, co będzie wspierało stopniowy wzrost cen.

▪ Pomimo przyspieszających dochodów z pracy, kwartalne rachunki sektorowe pokazują, że wzrost dochodów do dyspozycji gosp. domowych jest słaby i spowalniający. Jednak, konsumpcja prywatna zdaje się bardziej podążać za wzrostem funduszu płac i świadczeń społecznych niż za dochodem do dyspozycji (patrz wykres).

Inflacja rekordowo niska

▪ Stopa inflacji obniżyła się w maju do 0,2% r/r (wyrównując rekord z lipca 2013 r.). Do spadku inflacji głównie przyczyniły się ceny żywności i napojów bezalkoholowych, które spadły o 0,4% m/m, a ich roczna dynamika obniżyła się poniżej zera (-0,8% r/r) po raz pierwszy od czerwca 2006 r. Potaniały głównie warzywa i cukier.

▪ Spodziewamy się, że CPI wzrośnie nieznacznie w czerwcu do 0,3% r/r (nasza prognoza jest powyżej konsensusu) a potem zejdzie poniżej zera w lipcu i sierpniu. Przypomnijmy, że w Polsce na pewno nie będzie deflacji w stylu japońskim. Ujemny odczyt to tylko ciekawostka statystyczna i dość ważny znak na długiej drodze od hiperinflacji w latach 90 (1108% r/r w styczniu 1990 r.) do obserwowanej obecnie stabilności cen. W kolejnych kwartałach inflacja pójdzie w górę pod wpływem ożywienia popytu krajowego.

▪ Inne miary inflacji nie pokazują sygnałów rosnącej presji cenowej.

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragmenty komunikatu RPP w lipcu

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 gospodarkach, w tym w strefie euro oraz krajach Europy Środkowo-Wschodniej.

W Polsce utrzymuje się stopniowe ożywienie gospodarcze. Dane za maj pokazują jednak, że roczna dynamika produkcji przemysłowej, budowlano-montażowej oraz sprzedaży detalicznej była niższa niż w poprzednich miesiącach. Jednocześnie w ostatnim okresie część wskaźników koniunktury obniżyła się, co sygnalizuje możliwość spowolnienia tempa poprawy koniunktury.

Stopniowo poprawia się sytuacja na rynku pracy. Dane z sektora przedsiębiorstw za maj wskazują na stabilizację zatrudnienia oraz niewielkie przyspieszenie dynamiki wynagrodzeń.

W maju inflacja CPI była niższa od oczekiwań i wyniosła 0,2%, pozostając wyraźnie poniżej celu inflacyjnego NBP (2,5%). Równocześnie wszystkie miary inflacji bazowej pozostały bardzo niskie.

W ocenie Rady w najbliższych miesiącach inflacja pozostanie bardzo niska i może przejściowo obniżyć się poniżej zera. W kolejnych kwartałach trwające ożywienie gospodarcze oraz poprawa sytuacji na rynku pracy powinny sprzyjać stopniowemu wzrostowi inflacji i przybliżaniu się jej do celu w horyzoncie projekcji. Taką ocenę wspiera lipcowa projekcja inflacji i PKB. Utrzymuje się jednak niepewność dotycząca skali dalszego przyspieszenia wzrostu gospodarczego oraz perspektyw powrotu inflacji do celu.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie. Decyzje Rady w kolejnych miesiącach będą uwarunkowane napływającymi informacjami wpływającymi na ocenę perspektyw wzrostu gospodarczego i inflacji w średnim okresie.

Neutralne nastawienie zamiast forward guidance

Rada Polityki Pieniężnej utrzymała w lipcu stabilne stopy procentowe. Jednak znaczące zmiany nastąpiły w treści komunikatu. W szczególności, zgodnie z tym, co sugerowaliśmy w czerwcowym MAKROskopie, z komunikatu zniknęło zdanie deklarujące stabilność stóp procentowych do końca III kw. (tzw. forward guidance). Nie było to dużą niespodzianką, ponieważ RPP sugerowała od dłuższego czasu, że po zapoznaniu się z nową projekcją NBP w lipcu będzie w stanie lepiej ocenić perspektywę polityki pieniężnej i zmodyfikować komunikację z rynkiem.

Zamiast tego napisano, że decyzje RPP będą uzależnione od napływających informacji i ich wpływu na perspektywę wzrostu gospodarczego i inflacji w średnim okresie. Co ważne, Marek Belka podkreślił na początku konferencji prasowej, że zmiana komunikatu nie oznacza, że należy się spodziewać obniżki stóp we wrześniu i że w opinii Rady prawdopodobieństwo obniżek nadal jest bardzo niskie. Dodał też, że w kolejnych miesiącach można się spodziewać wszelkich działań ze strony RPP. De facto Rada powróciła więc do nieformalnego neutralnego nastawienia w polityce pieniężnej.

Warto podkreślić, że RPP podtrzymała opinię o niskich szansach na obniżki stóp po zapoznaniu się z nową projekcją NBP, która nie jest zbyt optymistyczna – zakłada stabilizację (a nawet lekkie osłabienie) wzrostu PKB, inflację poniżej zera w najbliższych miesiącach i jej powolny wzrost w kolejnych kwartałach (patrz niżej). Potwierdza to naszą opinię, że do złagodzenia polityki pieniężnej mogłoby dojść jedynie wtedy, gdyby dane o aktywności ekonomicznej w kolejnych miesiącach były bardzo słabe. Inflacja poniżej zera nie będzie niespodzianką.

Następne posiedzenie decyzyjne RPP odbędzie się dopiero we wrześniu. Do tego czasu poznamy wiele nowych informacji, które pomogą ocenić, czy zmierzamy w kierunku wyraźnego spowolnienia gospodarki, czy (jak oczekujemy) ostatnie słabsze od prognoz dane były przejściowym zaburzeniem trendu i kolejne kwartały przyniosą powrót na ścieżkę przyzwoitego wzrostu gospodarczego (pierwsze miesięczne wskaźniki za III kwartał będą zapewne ważniejsze niż dane o PKB za II kw.). W tym drugim scenariuszu, który jest naszym bazowym, obniżki stóp pozostaną mało prawdopodobne.

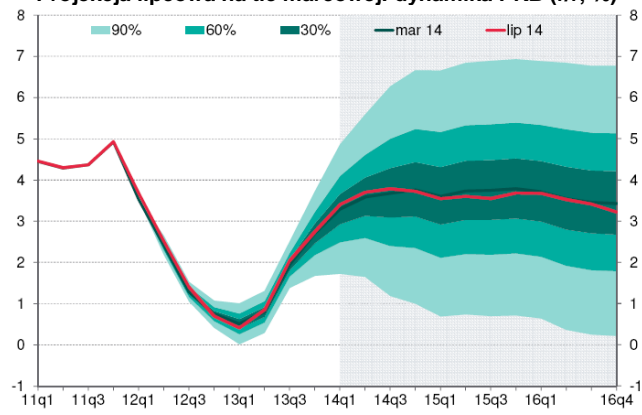
NBP oczekuje stabilizacji wzrostu PKB i niskiej inflacji

Projekcja NBP zakłada ścieżkę wzrostu PKB bardzo zbliżoną do tej przewidywanej w marcu – wzrost gospodarczy stabilizuje się blisko 3,5% w najbliższych trzech latach, przekraczając tempo wzrostu potencjalnego szacowane przez bank centralny. Niemniej, luka popytowa pozostaje ujemna w niemal całym horyzoncie projekcji, domykając się dopiero pod koniec 2016 r. Scenariusz NBP zakłada stopniowe przyspieszenie konsumpcji prywatnej, spójne z naszymi przewidywaniami, ale jednocześnie jest naszym zdaniem zbyt konserwatywny jeśli chodzi o perspektywę wzrostu inwestycji (bank centralny zakłada, że wzrost inwestycji będzie stopniowo zwalniał w kolejnych latach, podczas gdy naszym zdaniem będzie raczej przyspieszał aż do 2016 r.).

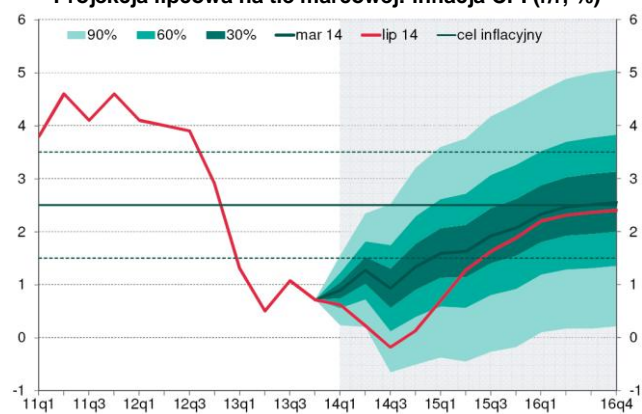
Krótkoterminowa ścieżka inflacji przewidywana przez bank centralny jest wyraźnie poniżej poprzedniej projekcji – po spadku poniżej zera w najbliższych 3-4 miesiącach, wzrost CPI ma powoli piąć się w górę w kierunku celu inflacyjnego. Źródłem rewizji projekcji inflacyjnej w porównaniu z wersją z marca był przede wszystkim niższy wzrost cen żywności i energii, ale również ujemna luka popytowa. Naszym zdaniem powrót inflacji do celu może być szybsze niż zakłada projekcja NBP.

Co ciekawe, w Raplocie o inflacji wskazano na zmiany w mechanizmie transmisji polityki pieniężnej, jakie zaszły w ostatnich latach. W szczególności, badania banku centralnego wykazały spadek wpływu kursu walutowego na inflację i wzrost gospodarczy i większą skalę reakcji inflacji na krótkoterminowe stopy procentowe.

Projekcja lipcowa na tle marcowej: dynamika PKB (r/r, %)



Projekcja lipcowa na tle marcowej: inflacja CPI (r/r, %)



Źródła: NBP, GUS, BZ WBK

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej

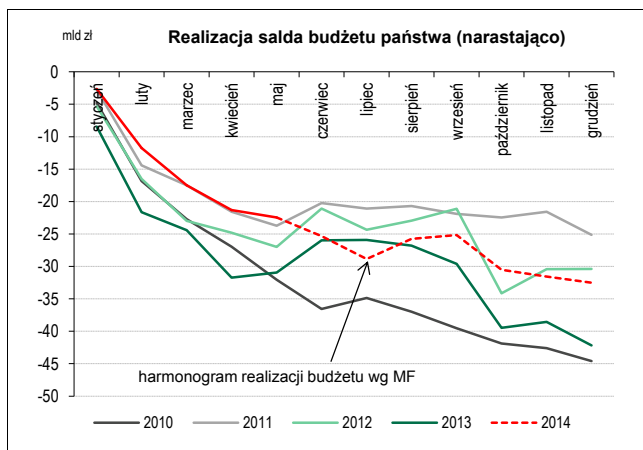
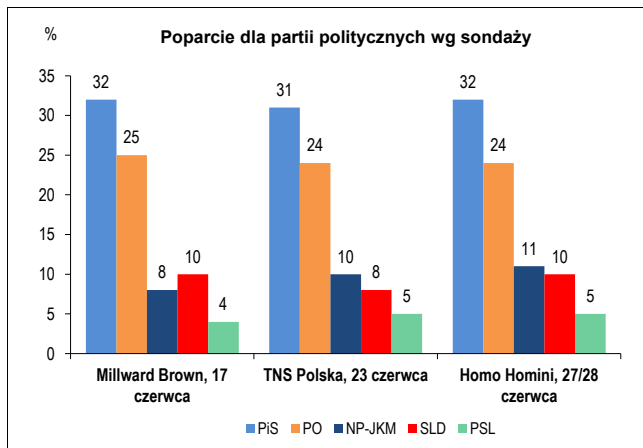
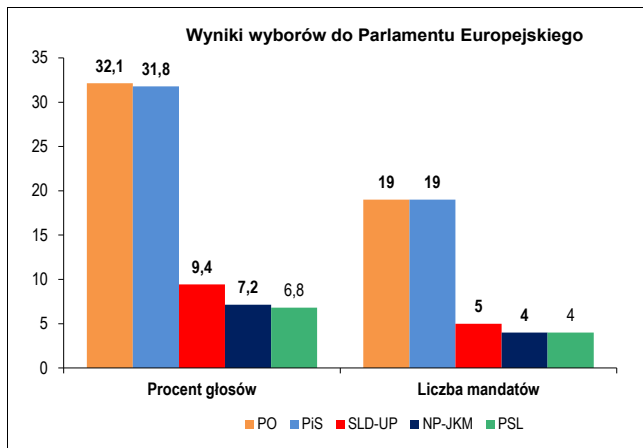
„Afera taśmowa”: Belka zostaje, ale niesmak też

- W połowie czerwca ujawnienie nagranej rozmowy pomiędzy ministrem spraw wewnętrznych Bartłojem Sienkiewiczem a prezesem NBP Markiem Belką rozpętało polityczną burzę. Rozmowa, która odbyła się w lipcu 2013, dotyczyła m.in. zmian w ustawie o NBP. Prezes Belka w niecenzuralny sposób wyrażał się również o Radzie Polityki Pieniężnej i sugerował, że może z nią „zagrać”.
- Główne wątki z powyższej rozmowy podsumowaliśmy w [specjalnym komentarzu](#). Ogólnie mówiąc, o ile wprowadzenie rotacji w składzie RPP i stworzenie bankowi centralnemu możliwości zakupu długu na rynku wtórnym w celu stabilizowania systemu finansowego nie rodzi naszym zdaniem istotnych kontrowersji, to jednak uważamy, że narzędzia służące stabilizacji finansowej powinny znajdować się w kompetencjach RPP.
- Współpraca pomiędzy prezesem NBP a członkami RPP będzie kontynuowana i chociaż relacje z niektórymi mogą być dość szorstkie, raczej nie będą miały znacznego wpływu na ich kluczowe obszary odpowiedzialności.



Źródła: NBP, Reuters, BZ WBK

Pod lupą: polityka fiskalna



	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	10.07	zmiana od 11.06.14	zmiana od 31.12.13	10.07	zmiana od 11.06.14	zmiana od 31.12.13
Polska	217	5	-20	58	-1	-21
Czechy	30	2	-28	45	-7	-15
Węgry	318	5	-59	167	-23	-89
Grecja	506	70	-155	103	5	67
Hiszpania	161	38	-60	71	-6	-154
Irlandia	114	9	-39	50	-9	-70
Portugalia	275	71	-135	175	6	-171
Włochy	173	38	-42	94	-11	-75
Francja	33	0	-16	40	-3	-14
Niemcy				22	0	-5

Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, GUS, BZ WBK

Sytuacja polityczna stabilna pomimo „afery taśmowej”

W drugiej połowie czerwca opinią publiczną wstrząsnęła „afera taśmowa”. Na światło dzienne wyszły potajemnie nagrywane kontrowersyjne rozmowy pomiędzy czołowymi politykami (m.in. prezesa NBP), co wywołało obawy o destabilizację rządu i wcześniejsze wybory. Niepewność polityczna nie trwała długo, gdyż premier Donald Tusk zapowiedział, że nie będzie dymisji ministrów, a rząd uzyskał wotum zaufania. Podczas gdy partie opozycyjne mogą próbować nadal wywierać presję na rząd (możliwe wotum nieufności wobec ministrów, czy też postawienie przed Trybunał Stanu prezesa NBP), to szanse na destabilizację polityczną są małe.

„Afera taśmowa” wciąż ma wpływ na opinię publiczną, co najlepiej odzwierciedlone jest w spadku poparcia dla rządzącej PO i wzrost poparcia dla PiS. Ta ostatnia partia prowadzi w większości sondaży, podczas gdy przed publikacją informacji dotyczącej afery poparcie dla PO i PiS było zbliżone, o czym najlepiej świadczą wyniki wyborów do parlamentu europejskiego.

W tym roku na jesieni odbędą się wybory samorządowe, a wybory parlamentarne i prezydenckie w 2015.

Niższe wpływy z prywatyzacji, deficyt budżetowy poniżej planu

Ministerstwo Finansów poinformowało, że na koniec czerwca wpływy z prywatyzacji wyniosły 769 mln zł, co stanowiło tylko 21% tegorocznego planu. Znacząco niższe od planu dochody z tego tytułu wynikają z tego, że większość środków pozyskanych z prywatyzacji jest przeznaczana na dokapitalizowanie Polskich Inwestycji Rozwojowych i BGK w ramach programu Inwestycje Polskie. To oznacza, że tegoroczne przychody z prywatyzacji będą znacząco niższe od założonych w Ustawie Budżetowej na ten rok (nawet o 2,5 mld zł). Pomimo to, nie powinno być większych problemów z finansowaniem tegorocznego deficytu budżetowego, tym bardziej, że może być on również znacząco niższy od założonego.

Deficyt budżetowy na koniec maja wyniósł ok. 22,5 mld zł i był mniej więcej zgodny z oczekiwaniami. Oznacza to realizację na poziomie 47,3% tegorocznego planu, tj. znacząco poniżej średniej z ostatnich trzech lat. Dane te potwierdzają pozytywny wpływ ożywienia gospodarczego na wykonanie budżetu państwa. Struktura wzrostu PKB sprzyja większym dochodom z podatków, co przy nieco niższym wykonaniu po stronie wydatkowej może oznaczać znacząco niższą realizację tegorocznego deficytu (wg naszych szacunków nawet o ok. 15 mld zł).

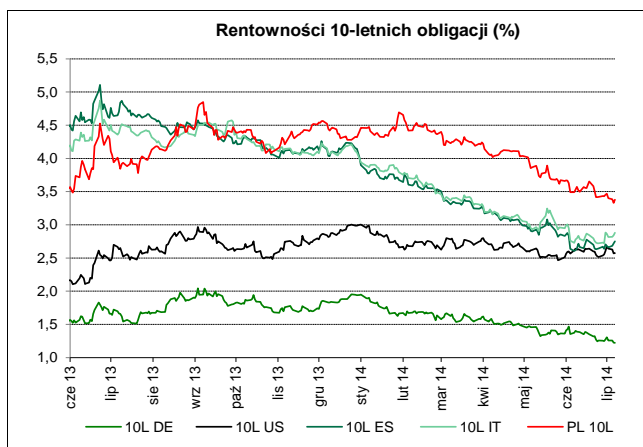
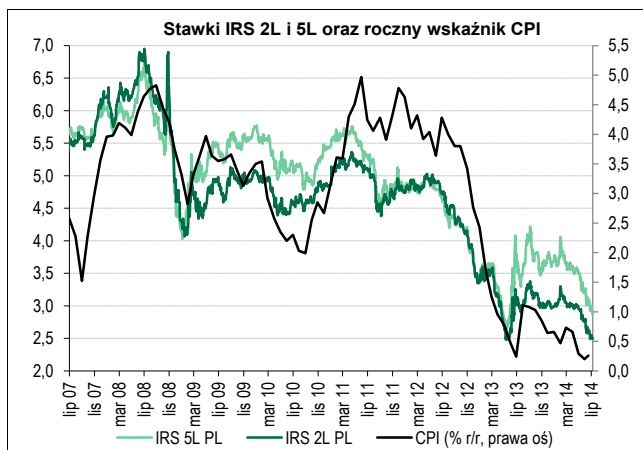
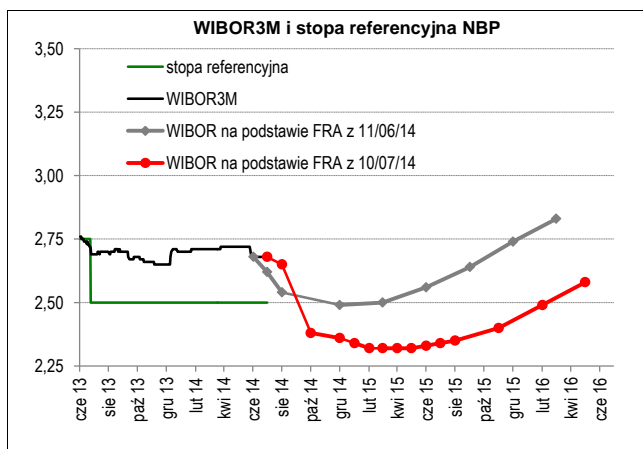
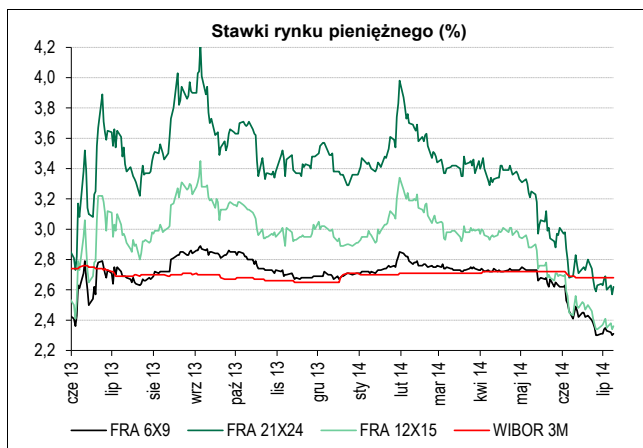
Po czerwcu Ministerstwo Finansów finansowało ok. 90% planu potrzeb pożyczkowych brutto na 2014. Jednak, zakładając niższą realizację deficytu budżetowego i wpływów z prywatyzacji w tym roku (o czym piszemy powyżej) szacujemy, że tegoroczny potrzeby pożyczkowe brutto są już sfinansowane.

Korekta po hossie na peryferyjnych rynkach długu strefy euro

Podczas gdy Fed kontynuuje stopniowe wyjście z QE3 (planowane zakończenie w październiku), EBC ogłosił szeroki pakiet działań wspierających ożywienie europejskiej gospodarki. W efekcie rentowności niemieckich obligacji zbliżyły się w czerwcu do najniższych poziomów w historii, w tym 10L do 1,25%. Obligacje krajów peryferyjnych strefy euro również znacznie się umocniły, a spready do niemieckich Bundów spadł do najniższych poziomów od 2010 r. Jednocześnie, rentowność 10L Treasuries wzrosła powyżej 2,6% w wyniku oczekiwań na wcześniejsze podwyżki stóp przez Fed.

Początek lipca przyniósł wzrost awersji do ryzyka pod wpływem kłopotów finansowych Banco Espírito Santo. Obawy dotyczą problemów z obsługą zadłużenia przez jedną ze spółek w grupie kapitałowej BES. Informacje te wywołały obawy o cały portugalski sektor finansowy. W efekcie rentowność 10L Bundów spadła poniżej 1,20%, a premia za ryzyko wzrosła. Interpretujemy to raczej jako okazję do realizacji zysków po ostatnim umocnieniu. Niemniej, sytuacja w Portugalii będzie z uwagą śledzona i może wywierać presję na wycenę długu peryferii w nadchodzących miesiącach.

Rynek stopy procentowej



Źródła: Reuters, BZ WBK

RPP chłodzi oczekiwania na obniżki stóp procentowych ...

- W czerwcu nastąpiło dalsze umocnienie rynku długu, wspierane coraz silniejszymi oczekiwaniami na obniżki stóp (efekt niższych odczytów inflacji i serii słabszych danych makro). Rentowności obligacji, stawki IRS i FRA spadły średnio o 20-40 pb, podczas gdy zmiana stawek WIBOR była nieznaczna. Korekta w drugiej połowie czerwca w wyniku „afery taśmowej” i wzrostu ryzyka wcześniejszych wyborów nie była długotrwała. Rynek szybko powrócił do umocnienia po uzyskaniu przez rząd wotum zaufania od Sejmu. Dodatkowym czynnikiem wsparcia były spadki rentowności na rynkach bazowych.

- W drugim kwartale krajowy rynek stopy procentowej podlegał znacznym wahaniom. Umocnienie oczekiwań na obniżki stóp przez RPP i działania EBC spowodowały, że krzywa rentowności przesunęła się w dół o 50-80 pb w porównaniu do końca pierwszego kwartału, a krzywa IRS o 50-70 pb, przy czym najbardziej umocniły się instrumenty na środku i długim końcu krzywych. W tym samym czasie stawki FRA spadły 10-80 pb (najbardziej na długich tenorach), przy obniżeniu stawek WIBOR o 3-5 pb.

- Początek lipca ponownie przyniósł korektę w trendzie spadkowym rentowności/stawek. Był to efekt chłodzenia oczekiwań na obniżki stóp przez RPP. Pomimo odejścia od formuły *forward guidance* w lipcu, Rada wciąż wskazywała na bardzo niskie prawdopodobieństwo łagodzenia polityki monetarnej. Z drugiej strony łagodna retoryka EBC wsparła wycenę krajowego długu (rentowność 10-latk spadła poniżej 3,40%).

- Aukcje obligacji na rynku pierwotnym cieszyły się sporym zainteresowaniem zarówno krajowych, jak i zagranicznych inwestorów. Mimo to pierwszego przetargu obligacji w lipcu nie można zaliczyć do udanych, choć koszt finansowania deficytu pozostał niski. W rezultacie resort finansów w prawie całości sfinansował tegoroczne planowane potrzeby pożyczkowe brutto.

... ale rynek wciąż mocno wierzy w redukcję stóp w tym roku

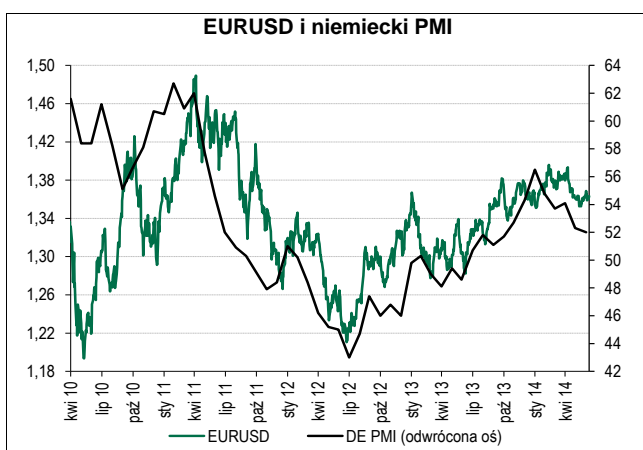
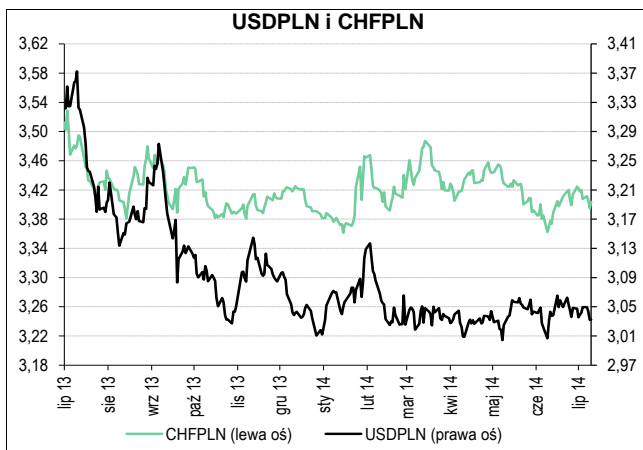
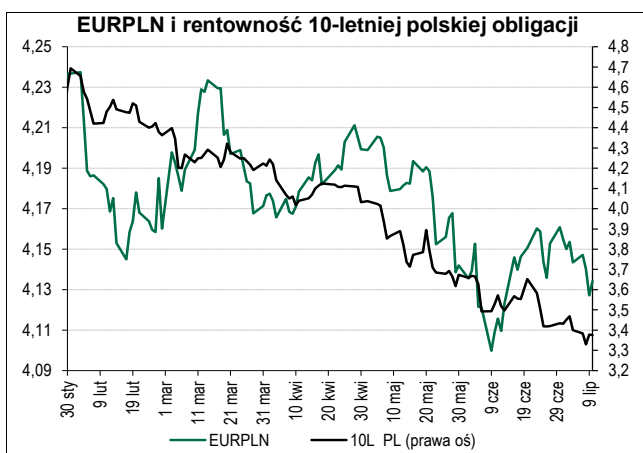
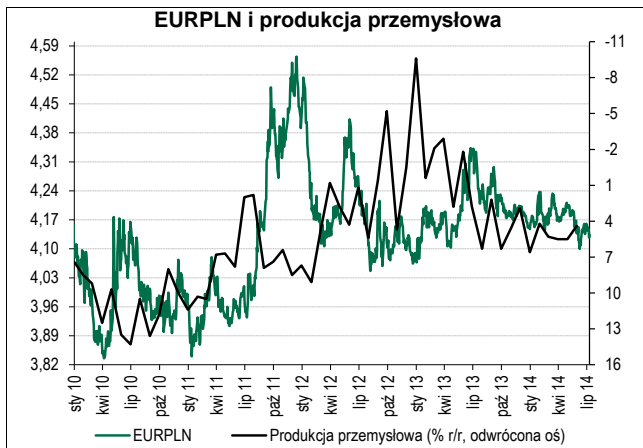
- Inwestorzy wciąż mocno wierzą w redukcję stóp w tym roku - FRA3x6 jest 25 pb poniżej WIBOR 3M. W ocenie inwestorów WIBOR3M będzie poniżej bieżącego poziomu (średnio o 40 pb) w perspektywie roku, po czym zacznie stopniowo rosnąć. Uważamy, że niskie odczyty inflacji (inflacja CPI może krótkotrwale spaść poniżej zera w miesiącach letnich) mogą dać impuls do jeszcze nieznacznego spadku stawek WIBOR w nadchodzących miesiącach. W perspektywie średnioterminowej uważamy, że stawki WIBOR i FRA będą stopniowo rosnąć gdyż scenariusz obniżek stóp nie zmaterializuje się, a nadchodzące dane potwierdzą kontynuację ożywienia i powolny wzrost CPI.

- Oczekiwania na łagodzenie polityki monetarnej wspierają spadek rentowności obligacji i stawek IRS. W naszej ocenie obecna wycena aktywów na krótkim końcu krzywych uwzględnia oczekiwany spadek inflacji poniżej zera w okresie lipiec-sierpień. W związku z tym oczekujemy trendu bocznego w nadchodzących tygodniach, tym bardziej, że obniżki stóp mogą wcale nie nastąpić a dane za czerwiec powinny potwierdzić kontynuację stopniowego ożywienia (nasze prognozy produkcji i płac są powyżej konsensusu rynkowego, podczas gdy sprzedaży detalicznej zbliżone do rynkowych oczekiwań).

- Środek i długi koniec krzywych pozostaną pod wpływem sytuacji na rynkach bazowych. Warto wspomnieć, że w ostatnich tygodniach korelacja pomiędzy polskimi a niemieckimi obligacjami pozostaje silnie pozytywna (ok. 0,80 dla okresu czerwiec-lipiec). Skala dalszego umocnienia jest już dość ograniczona i rentowności znajdują się blisko dołka (rentowności obligacji 5- i 10-letnich są blisko historycznych minimów z maja 2013).

- Trend może się odwrócić po wakacjach, kiedy dane makro (oczekujemy wzrostu PKB powyżej 3% w II kw. i dalszą poprawę w aktywności gospodarczej na początku III kw.) potwierdzą, że nie ma konieczności redukcji stóp NBP. Dodatkowo wzrosty rentowności obligacji na rynkach bazowych będą wywierały negatywną presję na wycenę krajowego długu.

Rynek walutowy



Źródła: GUS, Reuters, BZ WBK

Kurs złotego zmienny w czerwcu, a przed nami gorący okres

▪ Kolejne tygodnie po opublikowaniu czerwcowego MAKROskopu były dość interesujące na polskim rynku walutowym. Zgodnie z tym co sugerowaliśmy miesiąc temu, zniknięcie kluczowego czynnika stojącego za aprecjacją złotego – oczekiwań na poluzowanie polityki pieniężnej przez EBC – spowodowało, że krajowa waluta wytraciła część umocnienia odnotowanego w relacji do euro. W jego miejsce, pojawiły się kolejne słabe dane z kraju (produkcja przemysłowa, PMI dla przemysłu czy sprzedaż detaliczna), a inflacja ponownie zaskoczyła w dół. Dodatkowym czynnikiem wywierającym presję na złotego była „afera taśmowa”, która wybuchła w połowie czerwca i chwilowo podważyła zaufanie inwestorów do polskiego rynku. Nastroj na globalnym rynku też nie był zbyt sprzyjający – niestabilna sytuacja na Ukrainie i w Iraku też ciążyły na krajowej walucie. W rezultacie, EURPLN wzrósł z 4,09 do 4,17.

▪ Notowania innych walut z rynków wschodzących były mieszane – od pierwszego tygodnia czerwca zmiany do euro i dolara wynosiły od -2.0% do +1,6%, a większość z tych walut pozostała relatywnie stabilna w tym okresie.

▪ W dalszym ciągu widzimy potencjał do aprecjacji złotego w średnim terminie. Wsparciem będą solidny wzrost gospodarczy, zmniejszająca się nierównowaga zewnętrzna i dysparytet stóp procentowych między Polską a rynkami bazowymi. Warto jednak pamiętać, iż w trakcie wakacji krajowa waluta może być pod wpływem serii danych makro, które z kolei mogą mieć znaczenie dla rynkowej oceny perspektyw gospodarczych i polityki pieniężnej. Oczekujemy, że dane miesięczne i wstępny odczyt PKB za II kw. pokażą, że nie ma zagrożenia silnym spowolnieniem, co powinno mieć korzystny wpływ na złotego. Z drugiej strony, niska inflacja (a w okresie lipiec-sierpień deflacja) może podtrzymywać nadzieje rynku na obniżki stóp NBP. Ten czynnik może mieć dwójaki wpływ na złotego. Z jednej strony, ryzyko zmniejszenia się dysparytetu stóp procentowych może negatywnie wpłynąć na złotego. Z drugiej strony, oczekiwania na poluzowanie polityki pieniężnej powinny wspierać napływ kapitału na polski rynek długu, co powinno być korzystne dla krajowej waluty. W krótkim terminie, wpływ na rynki wschodzące mogą też w dalszym ciągu mieć napięcia na Ukrainie, w Iraku i w Izraelu. Jeśli natomiast EBC zasugeruje, że w najbliższej przyszłości możliwe jest dalsze poluzowanie polityki pieniężnej, to może to wywierać presję na spadek EURPLN.

▪ Spodziewamy się, że średni EURPLN wyniesie 4,14 w lipcu oraz 4,10 w sierpniu i spadnie do ok. 4,0 w grudniu.

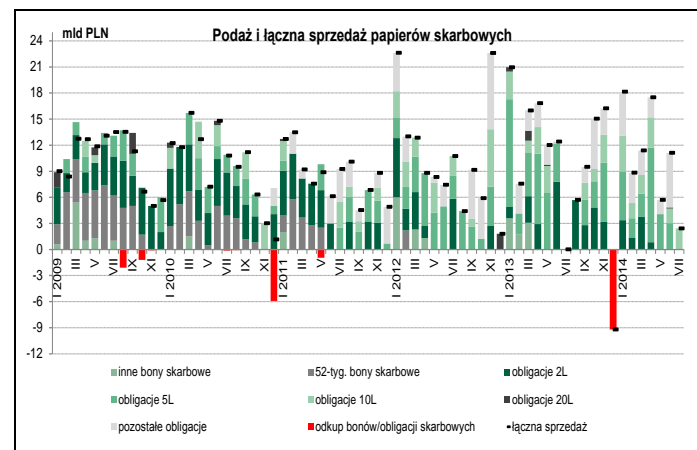
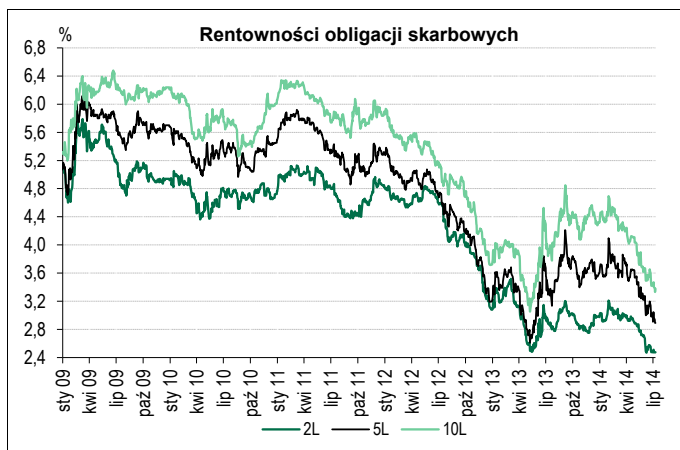
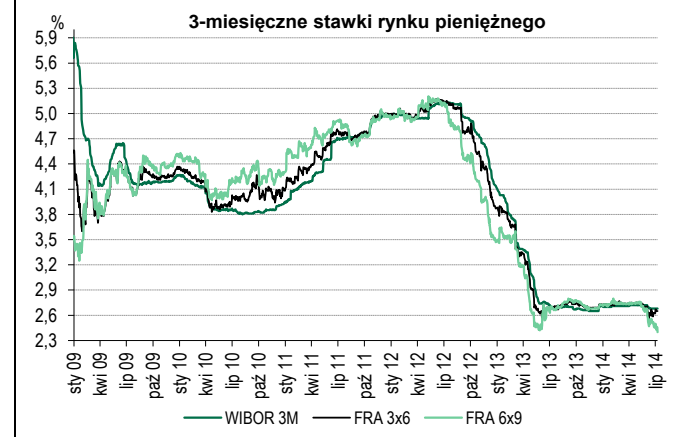
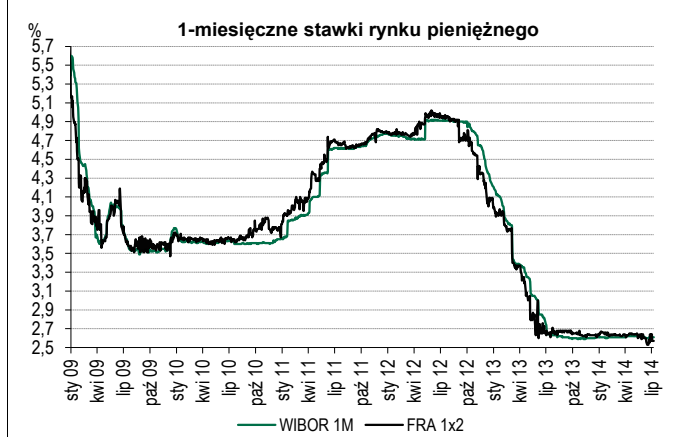
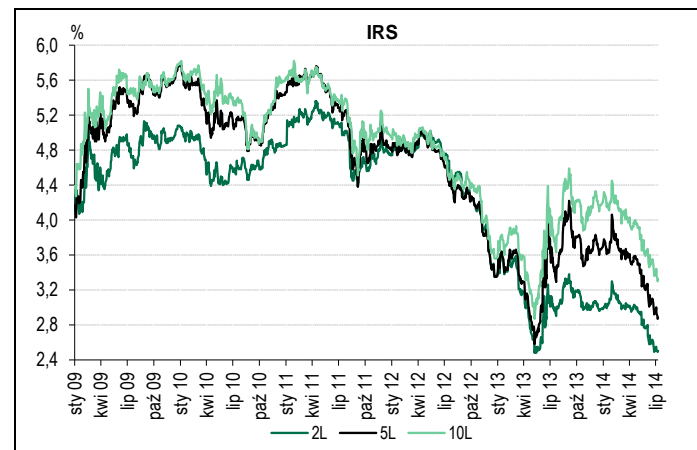
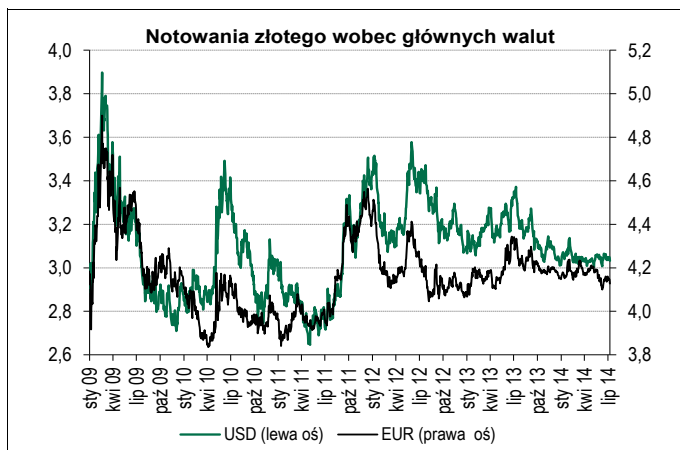
EURUSD stabilny po decyzji EBC

▪ W notowaniach euro do dolara nie zaszły znaczne zmiany. Kurs wahał się w przedziale 1,35-1,37, blisko poziomu osiągniętego po tym jak na początku czerwca EBC obniżył stopę depozytową poniżej zera. Dolar nie zdołał jeszcze bardziej umocnić się do euro z powodu gołębih sygnałów z FOMC i komentarzy przedstawicieli EBC, które sugerowały, że bank centralny może powstrzymać się z dalszymi działaniami w oczekiwaniu na skutki decyzji podjętych w czerwcu.

▪ Oczekiwania odnośnie dalszych działań banków centralnych pozostaną zapewne głównym czynnikiem wpływającym na kurs EURUSD. W kontekście sygnałów z EBC, w krótkim terminie nie należy raczej oczekiwać dalszego poluzowania polityki pieniężnej (QE), co powinno pomóc euro. Z drugiej strony, ostatnie słabe dane ze strefy euro mogą wywierać presję na bank centralny. Dodatkowo, FOMC analizuje już sposoby wyjścia z bardzo luźnej polityki pieniężnej, co może działać pozytywnie na dolara. Jednocześnie, amerykańscy bankierzy centralni podtrzymują zapewnienie, że stopy procentowe pozostaną niskie przez znaczny okres czasu.

▪ Wobec faktu, że dolar nie zdołał bardziej umocnić się do euro po czerwcowej decyzji EBC i że dalsze luzowanie polityki pieniężnej w Eurolandzie jest raczej mało prawdopodobne w krótkim terminie nie zmieniamy naszych prognoz zakładających wzrost EURUSD do 1,40 na koniec roku.

Monitor rynku



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

miesiąc	I przetarg				II przetarg			Przetarg zamian			
	data	obligacje	oferta	sorzedaż	data	obligacje	oferta	sorzedaż	data	Obligacje	sorzedaż
Lipiec'13											
sierpień	7.08	OK0116	3000-5000	5695,0							
wrzesień	5.09	OK0112/PS0718	5000-7000	5706,8							
październik	3.10	PS0718	2500-4500	3008,0	22.10	OK0116/IZ0823/DS1023	6000-2000	12019,9	16.10	EUR20140203**	WZ0119/DS1023
listopad	7.11	OK0116/PS0718	4000-7000	7964,2	13.11	USD20140115**	100	132	20.11	OK0114/PS0414	DS1023/WS/WZ/IZ
grudzień									5.12	OK0114/PS0414	PS0416/WZ0119
Styczeń'14	9.01	PS0718/WZ0124	3000-5000	6013,0	23.01	OK/PS/WZ/DS	6000-10000	12129,7			
luty	6.02	OK0716/WZ0119	2000-4000	4810,0	13.02	PS0718/DS1013	3000-5000	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	11722,3			
maj	8.05	PS0719/WZ0119	3000-5000	5694,2	22.05	IDS1024	1000-2000				
czerwiec	5.06	DS/WS/WZ	3000-5000	4989,7					18.06	OK0714/WZ0115	
lipiec	3.07	DS0725/WS0428	1000-3000	2419,0	23.07	do wyboru	2000-6000				

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja odkupu

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
7 lipca DE: Produkcja przemysłowa (V) CZ: Produkcja przemysłowa (V)	8 DE: Eksport (V)	9 CZ: CPI (VI) US: Minutes FOMC	10	11 HU: CPI (VI)
14 PL: Bilans płatniczy (V) PL: Podaż pieniądza (VI) EZ: Produkcja przemysłowa (V)	15 PL: CPI (V) DE: Indeks ZEW (VII) US: Sprzedaż detaliczna (V)	16 PL: Inflacja bazowa (VI) PL: Płace i zatrudnienie (VI) US: Produkcja przemysłowa (VI) US: Beżowa Księga Fed	17 PL: Produkcja przemysłowa (VI) PL: PPI (VI) EZ: HICP (VI) US: Rozpoczęte budowy domów (VI) US: Pozwolenia na budowę (VI) US: Indeks Philly Fed (VII)	18 US: Wstępny Michigan (VI)
21	22 HU: Decyzja banku centralnego US: CPI (VI) US: Sprzedaż domów (VI)	23 PL: Sprzedaż detaliczna (VI) PL: Stopa bezrobocia (VI)	24 CN: Wstępny PMI – przemysł (VII) DE: Wstępny PMI – przemysł (VII) EZ: Wstępny PMI – przemysł (VII) US: Sprzedaż nowych domów (VI)	25 DE: Indeks Ifo (VII) US: Zamówienia na dobra trwałe użytku (VI)
28 US: Niezakończona sprzedaż domów (VI)	29 US: Indeks nastrojów konsumentów (VII)	30 US: Raport ADP (VII) US: Pierwszy szacunek PKB (II kw.) US: Decyzja FOMC	31 PL: Oczekiwania inflacyjne (VII) EZ: Wstępny HICP (VII) CZ: Decyzja banku centralnego	1 sierpnia PL: PMI – przemysł (VII) CN: PMI – przemysł (VII) DE: PMI – przemysł (VII) EZ: PMI – przemysł (VII) US: ISM – przemysł (VII) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (VII) US: Stopa bezrobocia (VII) US: Dochody osobiste (VI) US: Wydatki konsumentów (VI) US: Indeks Michigan (VII)
4	5 EZ: PMI – usługi (VII) DE: PMI – usługi (VII) US: ISM – usługi (VII) US: Zamówienia przemysłowe (VI)	6 DE: Zamówienia przemysłowe (VI) CZ: Produkcja przemysłowa (VI)	7 EZ: Decyzja EBC DE: Produkcja przemysłowa (VI)	8 DE: Eksport (VI)
11 CZ: CPI (VII)	12 DE: Indeks ZEW (VIII) HU: CPI (VII)	13 PL: CPI (VII) PL: Bilans płatniczy (VI) EZ: Produkcja przemysłowa (VI) US: Sprzedaż detaliczna (VII)	14 PL: Inflacja bazowa (VII) PL: Podaż pieniądza (VII) PL: Wstępny PKB (II kw.) DE: Wstępny PKB (II kw.) EZ: Wstępny PKB (II kw.) CZ: Wstępny PKB (II kw.) HU: Wstępny PKB (II kw.) EZ: HICP (VII)	15 PL: Dzień wolny US: Produkcja przemysłowa (VII) US: Wstępny Michigan (VIII)
18	19 PL: Płace i zatrudnienie (VII) US: CPI (VII) US: Rozpoczęte budowy domów (VII) US: Pozwolenia na budowę (VII)	20 PL: Produkcja przemysłowa (VII) PL: PPI (VII) US: Minutes FOMC	21 PL: Minutes RPP CN: Wstępny PMI – przemysł (VIII) DE: Wstępny PMI – przemysł (VIII) EZ: Wstępny PMI – przemysł (VIII) US: Indeks Philly Fed (VIII) US: Sprzedaż domów (VII)	22
25 DE: Indeks Ifo (VIII) US: Sprzedaż nowych domów (VII)	26 HU: Decyzja banku centralnego US: Zamówienia na dobra trwałe użytku (VII) US: Indeks nastrojów konsumentów (VIII)	27	28 US: Drugi szacunek PKB (II kw.) US: Niezakończona sprzedaż domów (VII)	29 PL: PKB (II kw.) PL: Oczekiwania inflacyjne (VIII) EZ: Wstępny HICP (VIII) US: Dochody osobiste (VII) US: Wydatki konsumentów (VII) US: Indeks Michigan (VIII)
1 września PL: PMI – przemysł (VIII) CN: PMI – przemysł (VIII) DE: PMI – przemysł (VIII) EZ: PMI – przemysł (VIII) DE: PKB (II kw.)	2 US: ISM – przemysł (VIII)	3 PL: Decyzja RPP HU: PKB (II kw.) EZ: Drugi szacunek PKB (II kw.) EZ: PMI – usługi (VIII) DE: PMI – usługi (VIII) US: Zamówienia przemysłowe (VII) US: Beżowa Księga Fed	4 EZ: Decyzja EBC DE: Zamówienia przemysłowe (VII) US: Raport ADP (VIII) US: ISM – usługi (VIII)	5 DE: Produkcja przemysłowa (VII) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (VIII) US: Stopa bezrobocia (VIII)
8 DE: Eksport (VII) CZ: Produkcja przemysłowa (VII)	9 CZ: CPI (VII)	10	11 HU: CPI (VII)	12 PL: Podaż pieniądza (VIII) EZ: Produkcja przemysłowa (VII) US: Sprzedaż detaliczna (VIII) US: Wstępny Michigan (IX)

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

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		cze 13	lip 13	sie 13	wrz 13	paź 13	lis 13	gru 13	sty 14	lut 14	mar 14	kwi 14	maj 14	cze 14	lip 14
PMI	pkt.	49,3	51,1	52,6	53,1	53,4	54,4	53,2	55,4	55,9	54,0	52,0	50,8	50,3	50,5
Produkcja przemysłowa	% r/r	2,8	6,3	2,2	6,3	4,6	2,9	6,7	4,2	5,3	5,5	5,5	4,4	4,4	5,9
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-18,3	-5,2	-11,1	-4,8	-3,2	-2,9	5,8	-3,9	14,4	17,4	12,2	10,0	8,2	5,3
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	1,8	4,3	3,4	3,9	3,2	3,8	5,8	4,8	7,0	3,1	8,4	3,8	3,8	4,0
Stopa bezrobocia	%	13,2	13,1	13,0	13,0	13,0	13,2	13,4	14,0	13,9	13,5	13,0	12,5	12,1	12,0
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	1,4	3,5	2,0	3,6	3,1	3,1	2,7	3,4	4,0	4,8	3,8	4,8	4,9	4,3
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,0	0,2	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7
Eksport (w euro)	% r/r	5,4	7,4	2,8	9,0	3,8	2,3	10,1	10,5	5,8	10,9	6,8	12,1	12,8	11,8
Import (w euro)	% r/r	-1,9	3,1	-0,3	4,2	4,6	0,6	0,0	6,6	7,3	3,1	5,3	8,5	13,2	11,2
Bilans handlowy	mIn EUR	570	137	299	660	259	-25	-85	406	268	484	856	433	597	232
Rachunek bieżący	mIn EUR	100	-566	-618	-907	-6	-911	-497	-873	-508	615	1 028	552	225	-393
Rachunek bieżący	% PKB	-2,3	-1,9	-1,9	-1,9	-1,8	-1,7	-1,4	-1,2	-1,2	-1,0	-0,8	-0,7	-0,6	-0,6
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-26,0	-25,9	-26,8	-29,6	-39,5	-38,5	-42,2	-2,6	-11,7	-17,5	-21,3	-22,5	-25,3	-28,9
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	50,4	50,3	51,9	57,4	76,5	74,7	81,8	5,6	24,7	36,8	44,8	47,3	53,3	60,8
Inflacja (CPI)	% r/r	0,2	1,1	1,1	1,0	0,8	0,6	0,7	0,5	0,7	0,7	0,3	0,2	0,3	-0,2
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	0,9	1,4	1,4	1,3	1,4	1,1	1,0	0,4	0,9	1,1	0,8	0,8	0,9	0,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,3	-0,8	-1,1	-1,4	-1,4	-1,5	-1,0	-1,0	-1,4	-1,3	-0,7	-1,0	-2,0	-1,9
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	7,0	6,6	6,1	6,1	5,9	5,7	6,2	5,4	5,2	5,2	5,4	5,3	5,5	6,2
Zobowiązania	% r/r	6,5	5,6	5,8	6,0	5,9	5,2	6,0	4,9	4,7	4,7	5,4	5,6	5,8	6,7
Należności	% r/r	3,5	3,7	3,3	3,7	2,9	3,8	4,0	4,2	4,7	5,3	6,1	5,4	4,1	5,0
EUR/PLN	PLN	4,28	4,28	4,23	4,24	4,19	4,19	4,18	4,18	4,18	4,20	4,18	4,18	4,14	4,14
USD/PLN	PLN	3,25	3,27	3,18	3,17	3,07	3,10	3,05	3,07	3,06	3,04	3,03	3,04	3,04	3,03
CHF/PLN	PLN	3,47	3,46	3,43	3,43	3,40	3,40	3,41	3,39	3,42	3,45	3,43	3,42	3,39	3,39
Stopa referencyjna ^b	%	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
WIBOR 3M	%	2,74	2,70	2,70	2,69	2,67	2,65	2,67	2,70	2,71	2,71	2,72	2,72	2,69	2,66
Rentowność obligacji 2L	%	2,86	2,87	2,98	3,07	2,90	2,80	2,94	2,99	3,06	2,99	2,94	2,79	2,54	2,42
Rentowność obligacji 5L	%	3,43	3,36	3,67	3,86	3,62	3,64	3,65	3,67	3,79	3,68	3,60	3,36	3,10	2,95
Rentowność obligacji 10L	%	3,95	3,97	4,31	4,50	4,28	4,38	4,41	4,42	4,47	4,26	4,10	3,80	3,54	3,40

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	1 703,4	378,4	396,3	405,6	455,5	397,4	413,8	419,5	472,7
PKB	% r/r	4,5	2,0	1,6	3,5	0,4	0,8	2,0	2,7	3,4	3,3	3,6	3,6
Popyt krajowy	% r/r	3,6	-0,1	0,0	3,6	-1,0	-1,6	0,6	1,8	3,0	3,7	3,5	3,9
Spożycie indywidualne	% r/r	2,6	1,3	0,8	2,8	0,0	0,1	1,0	2,1	2,6	2,8	3,0	3,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	8,5	-1,6	-0,2	6,2	-2,4	-3,3	0,5	2,0	10,7	2,0	6,0	7,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	7,7	1,0	2,3	5,7	-2,0	1,2	5,0	4,5	4,8	4,8	5,8	7,0
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	12,3	-1,0	-10,3	6,7	-15,6	-22,9	-7,0	0,0	9,8	9,9	6,4	3,7
Sprzedż detaliczna ^a	% r/r	11,2	6,0	2,6	5,8	0,9	0,8	4,0	4,5	5,1	5,5	5,5	7,0
Stopa bezrobocia ^b	%	12,5	13,4	13,4	12,2	14,3	13,2	13,0	13,4	13,5	12,1	11,9	12,2
Place brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	5,2	3,7	3,4	4,3	2,6	3,3	4,0	3,6	4,2	4,5	4,2	4,3
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,6	0,0	-0,8	0,3	-0,7	-1,1	-1,2	-0,1	0,0	0,3	0,4	0,5
Eksport (w euro)	% r/r	12,1	5,9	5,0	10,9	3,2	5,5	6,5	5,0	9,1	10,5	11,8	12,0
Import (w euro)	% r/r	12,2	2,3	0,0	9,6	-2,0	-2,2	2,4	1,8	5,6	9,0	11,2	12,5
Bilans handlowy	mIn EUR	-10 059	-5 175	2 309	4 468	-139	1 203	1 094	151	1 159	1 886	1 455	-33
Rachunek bieżący	mIn EUR	-18 519	-14 191	-5 328	-2 371	-2 313	486	-2 086	-1 415	-766	1 982	-1 162	-2 425
Rachunek bieżący	% PKB	-5,0	-3,7	-1,4	-0,6	-3,1	-2,3	-1,9	-1,4	-1,0	-0,6	-0,3	-0,6
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-5,1	-3,9	-4,3	5,7	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	4,3	3,7	0,9	0,3	1,3	0,5	1,1	0,7	0,6	0,3	-0,1	0,5
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	4,6	2,4	0,7	0,6	1,0	0,2	1,0	0,7	0,7	0,3	0,1	0,6
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	2,4	2,2	1,2	0,7	1,2	1,0	1,4	1,2	0,8	0,8	0,6	0,8
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	7,6	3,4	-1,3	-1,4	-0,7	-2,0	-1,1	-1,3	-1,2	-1,2	-1,8	-1,2
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	12,5	4,5	6,2	7,0	6,6	7,0	6,1	6,2	5,2	5,5	7,1	7,0
Zobowiązania ^b	% r/r	11,7	20,6	9,8	9,1	6,6	6,5	6,0	6,0	4,7	5,8	7,0	6,7
Należności ^b	% r/r	14,4	36,6	8,7	8,8	3,5	3,5	3,7	4,0	5,3	4,1	4,2	5,5
EUR/PLN	PLN	4,12	4,19	4,20	4,12	4,16	4,20	4,25	4,19	4,19	4,17	4,12	4,03
USD/PLN	PLN	2,96	3,26	3,16	3,00	3,15	3,22	3,21	3,08	3,06	3,04	3,00	2,90
CHF/PLN	PLN	3,34	3,47	3,41	3,36	3,38	3,41	3,44	3,40	3,42	3,42	3,35	3,23
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	2,69	3,77	2,96	2,70	2,66	2,71	2,71	2,65	2,68
Rentowność obligacji 2L	%	4,81	4,30	2,98	2,73	3,29	2,77	2,98	2,88	3,01	2,76	2,49	2,67
Rentowność obligacji 5L	%	5,44	4,53	3,46	3,34	3,49	3,09	3,63	3,64	3,71	3,35	3,03	3,28
Rentowność obligacji 10L	%	5,98	5,02	4,04	3,85	3,95	3,58	4,26	4,36	4,38	3,82	3,47	3,73

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 10.07.2014 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 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