

### W tym miesiącu:

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

### Maciej Reluga

Główny Ekonomista  
22 586 8363

### Piotr Bielski

22 586 8333

### Agnieszka Decewicz

22 586 8341

### Marcin Luziński

22 586 8362

### Marcin Sulewski

22 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

## Zmienność nastrojów

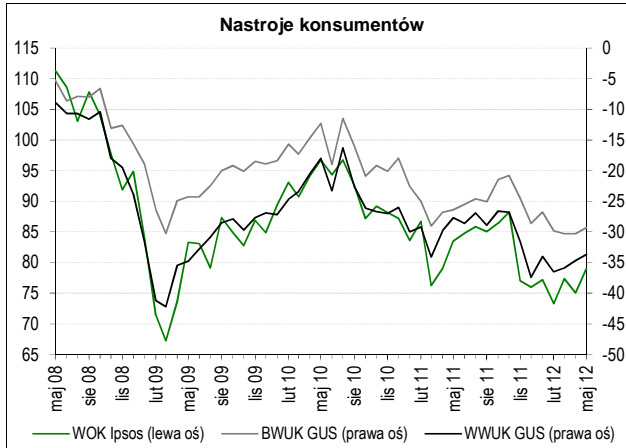
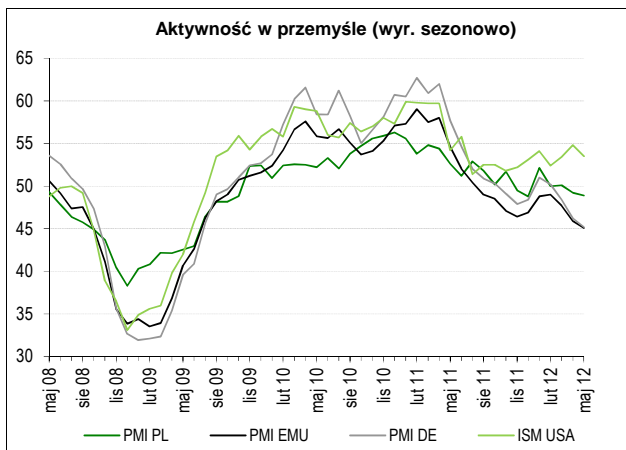
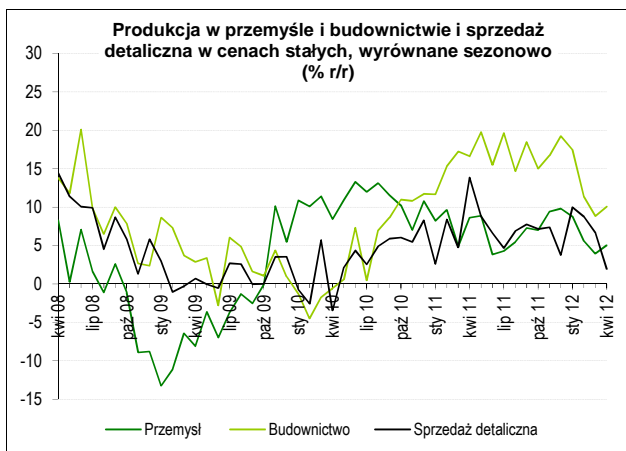
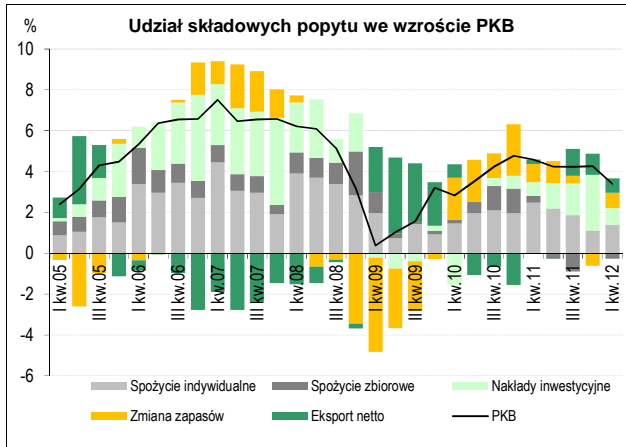
▪ **W ostatnich tygodniach sytuacja na rynkach finansowych była wyjątkowo zmienna, przypominając nieco nastroje kibiców podczas meczu Polska-Grecja – fale entuzjazmu przerywane były okresami ponownie zagładającego w oczy strachu.** Na początku maja rynkowe nastroje były pozytywne – napływ kapitału na polski rynek, rentowności polskich obligacji 10-letnich poniżej 5,30%, złoty do euro poniżej 4,20. Niemniej, w ciągu miesiąca sytuacja zmieniła się o 180 stopni, niczym po przerwie meczu Polski na otwarcie EURO 2012. Zmaterializował się scenariusz ryzyka, o którym pisaliśmy od jakiegoś czasu i złoty gwałtownie się osłabił, kurs EURPLN przebił poziom 4,40 i niewykluczone, że deprecjacja polskiej waluty byłaby jeszcze większa, gdyby nie aktywność BGK. Na początku czerwca, jak na razie, możemy mówić o ponownej poprawie nastrojów i mamy nadzieję, że będzie ona dobrym prognostykiem przed kolejnymi meczami polskiej reprezentacji. Co ciekawe, umocnienie złotego i odreagowanie spadków na globalnych rynkach miało miejsce pomimo braku jednoznacznych sugestii o wspieraniu gospodarki światowej przez banki centralne. Niewątpliwie, rynkom pomogły decyzja o dokapitalizowaniu hiszpańskiego sektora bankowego oraz rozbudzone nadzieje przed szczytem unijnym odnośnie możliwości znalezienia rozwiązań problemów strefy euro. Niemniej, biorąc pod uwagę nadchodzące wybory w Grecji i znaczną niepewność odnośnie ich wyniku oraz fakt, że politycy europejscy w przeszłości raczej rozczarowywali rynki niż zaskakiwali działaniem wyprzedzającym, należy liczyć się z ponownym wzrostem awersji do ryzyka. Dlatego też, w najbliższych tygodniach widzimy ryzyko ponownego osłabienia złotego, a kurs EURPLN prognozujemy średnio w czerwcu na poziomie ok. 4.35.

▪ **Nasze prognozy wskazują, że dużą zmienność będziemy również obserwować we wskaźniku inflacji.** Po delikatnym wzroście do 4% zanotowanym w kwietniu, spodziewamy się wyraźnego spadku w maju, nawet do 3,7%. Taki wynik wynikałby z niskiego wzrostu cen żywności oraz spadku cen paliw i byłby poniżej oczekiwań rynkowych (mediana 3,9%), co mogłoby być pozytywne dla krótkiego końca krzywej rentowności. Niemniej, nie uważamy, aby miał to być początek wyraźniejszego spadku wskaźnika inflacji. Wprost przeciwnie, w czerwcu inflacja wzrosłaby ponownie powyżej 4%, na co pewien wpływ może mieć EURO2012 – wyższe ceny w kategorii restauracje i hotele. Spadku inflacji poniżej 3,5% spodziewamy się dopiero w czwartym kwartale.

▪ **Rada Polityki Pieniężnej pozostaje z kolei niezmiennie na swoim stanowisku, które nie wyklucza kolejnych podwyżek stóp procentowych.** Jeden z członków RPP powiedział nawet, że dalsze zacieśnienie polityki pieniężnej w lipcu jest bardzo prawdopodobne, a argumenty stojące za podwyżką mającą być wciąż aktualne. Cóż, pomijając fakt, że naszym zdaniem argumenty za podwyżką w maju były dość wątpliwe, to jeśli nadal są aktualne, pojawia się pytanie dlaczego nie było podwyżki w czerwcu? Mamy jednak nadzieję, że podwyżka stóp w lipcu nie będzie „bardzo prawdopodobna” dla większości członków RPP.

Na rynku finansowym 11 czerwca 2012 r.:					
Stopa depozytowa NBP	3,25	WIBOR 3M	5,12	EURPLN	4,2922
Stopa referencyjna NBP	4,75	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	4,76	USDPLN	3,4072
Stopa lombardowa NBP	6,25	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	4,90	CHFPLN	3,5734

# Gospodarka Polski



## Wzrost gospodarczy zaczął hamować w I kwartale...

- Wzrost PKB spowolnił w I kw. 2012 do 3,5% r/r z 4,3% r/r (po rewizji w dół) w IV kw. ub.r. Wzrost oczyszczony z czynników sezonowych wyniósł 0,8% kw/kw, najmniej od dwóch lat. Wzrost spożycia indywidualnego pozostał słaby (2,1% r/r) i nie spodziewamy się jego poprawy, biorąc pod uwagę sytuację na rynku pracy. Dynamika inwestycji uległa obniżeniu (6,7% r/r) i w tym wypadku również obawiamy się dalszego spowolnienia w drugiej połowie roku (finalizacja projektów infrastrukturalnych, ostrożniejszy sektor prywatny). Wpływ eksportu netto na wzrost PKB pozostał dodatni (0,7pp), a w kolejnych kwartałach może nawet rosnąć, ponieważ osłabienie importu będzie nadal szybsze niż hamowanie wzrostu eksportu.

- Nie zmieniamy naszych prognoz i w kolejnych kwartałach spodziewamy się dalszego spowolnienia wzrostu gospodarczego – w II półroczu poniżej 2,5%, a w całym roku średnio 2,7%.

## ... a dane kwietniowe zapowiadają dalsze spowolnienie

- Dane za kwiecień potwierdzają, że aktywność ekonomiczna hamuje. Wzrost produkcji przemysłowej wyniósł w kwietniu 2,9% r/r. Poprawa rocznej dynamiki w stosunku do marca (0,7% r/r) wynikała w pewnym stopniu z korzystniejszego układu dni roboczych. Skorygowany sezonowo wzrost przemysłu wyniósł 5% r/r. Dane te pokazują, że pogorszenie koniunktury u głównych partnerów handlowych Polski przenosi się na krajowy sektor przemysłowy. Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w kwietniu o 8,1% r/r.

- Sprzedaż detaliczna zanotowała wzrost o 5,5% r/r, znacznie poniżej oczekiwań. W ujęciu realnym sprzedaż detaliczna wzrosła o 1,8% r/r, czyli najmniej od dwóch lat. Słaby wynik może częściowo wynikać z efektów kalendarzowych (Wielkanoc na początku kwietnia umożliwiła zrobienie części zakupów jeszcze w marcu), jednak wydaje się, że w coraz większym stopniu na wydatki konsumentów wpływa pogarszająca się sytuacja na rynku pracy.

## Niepokojące sygnały z badań koniunktury

- Spowolnienie gospodarcze widoczne w Europie w coraz większym stopniu przenosi się na krajowe podwórko, a równocześnie wskaźniki wyprzedzające koniunktury dla większości europejskich gospodarek pogarszają się coraz bardziej, zapowiadając pogłębienie zapaści ekonomicznej w kolejnych kwartałach. Szczególnie niepokojące jest to, że indeksy dla Niemiec spadają równie mocno jak dla reszty strefy euro, sugerując, że kryzys gospodarczy rozprzestrzeni się z peryferii na „jądro” Europy. Zagrożeniem dla koniunktury światowej jest również pogłębiające się spowolnienie w Chinach.

- Indeks PMI obrazujący aktywność w polskim sektorze przemysłowym wyniósł w maju 48,9 pkt., obniżając się drugi miesiąc z rzędu i pozostając poniżej neutralnego poziomu 50 pkt. Badanie sygnalizuje spadek nowych zamówień, szczególnie zamówień eksportowych, które obniżyły się najszybciej od czerwca 2009. Firmy tłumaczą to pogarszającymi się warunkami rynkowymi w Europie. Jednocześnie, pierwszy raz od połowy 2009 r. zanotowano spadek wielkości produkcji. Pozytywnym sygnałem z raportu PMI było utrzymanie nieznacznego wzrostu zatrudnienia.

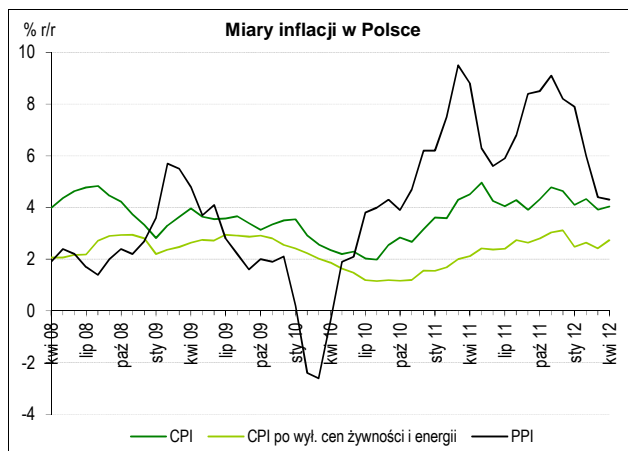
## Nastroje konsumentów słabe mimo lekkiej poprawy

- Indeksy optymizmu polskich konsumentów zanotowały w maju lekką poprawę, pozostając jednak blisko historycznie niskich poziomów. Trudno zdiagnozować, jak duży miało to związek ze zbliżającym się rozpoczęciem EURO2012. Warto jednak zauważyć, że dość wyraźnie poprawiła się skłonność do zakupów, a doświadczenie z lat poprzednich potwierdza, że przed piłkarskimi mistrzostwami Polacy zwykle decydowali się na większe wydatki (rosła m.in. sprzedaż nowych telewizorów). Przewidujemy, że dynamika sprzedaży detalicznej faktycznie poprawi się w maju i czerwcu, jednak słaba sytuacja na rynku pracy będzie ograniczała wzrost konsumpcji w dalszej części roku.

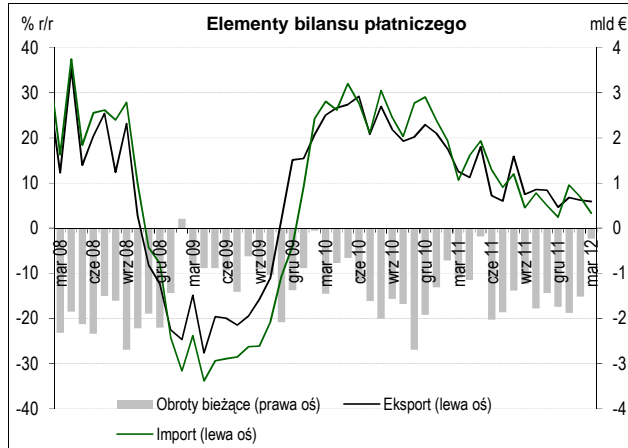
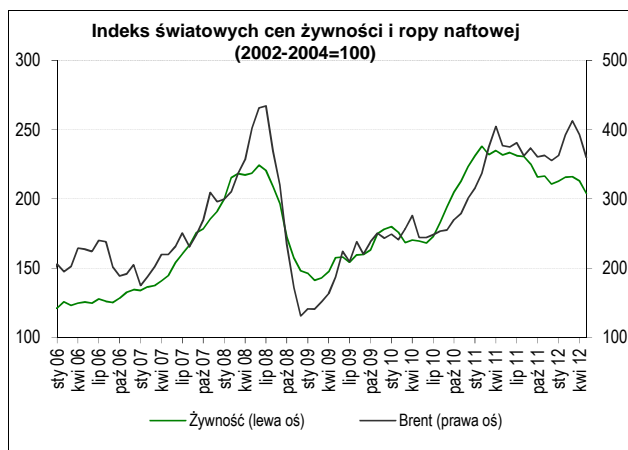
## Gospodarka Polski

**Słabość rynku pracy się pogłębia**

- Kwietniowe dane z rynku pracy rozczarowały, pokazując niższy od prognoz wzrost płac (3,4% r/r), a przede wszystkim zatrudnienia (0,3% r/r) w sektorze przedsiębiorstw. Liczba etatów obniżyła się o 20 tys. od początku roku (wobec wzrostu o 13 tys. w analogicznym okresie 2011), co odzwierciedla słabnącą aktywność gospodarczą. Dane potwierdzają niewielkie ryzyko efektów drugiej rundy.
- Realny fundusz płac w sektorze firm spadł o 0,3% r/r, po raz pierwszy od ponad dwóch lat. Ubytek dochodów z pracy jest w pewnym stopniu kompensowany szybszym wzrostem świadczeń społecznych, ale ogólnie strumień dochodów gospodarstw domowych słabnie, co będzie negatywnie wpływać na konsumpcję.
- Stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się w maju do 12,9%, a wyrównana sezonowo stopa bezrobocia wg BAEL utrzymała się na poziomie 9,9% (po korekcie w dół).

**Inflacja pozostanie w pobliżu 4% do późnej jesieni**

- Stopa inflacji w kwietniu wzrosła do 4,0% r/r. Zgodnie z przewidywaniami, mocny wzrost zanotowały ceny energii, co było związane z wejściem w życie nowej taryfy gazowej, a także ceny paliw. Wzrost cen żywności był niewielki, mimo kontynuacji podwyżek cen jaj (10% m/m). Największą niespodzianką był jednak mocny wzrost cen odzieży i obuwi (3,1% m/m), co wg GUS wynikało z wprowadzania na rynek nowej kolekcji wiosenno-letniej.
- Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła w kwietniu do 2,7% z 2,4%. Z kolei wzrost PPI obniżył się do 4,3% r/r, najniższego poziomu od 1,5 roku, wskazując na osłabienie presji kosztowej na producentów. Stopniowe łagodzenie presji kosztowej potwierdzają również wyniki badania PMI. Jednocześnie, ankietowane firmy deklarują zaledwie nieznaczne podwyżki cen wyrobów gotowych, ze względu na presję konkurencyjną.
- W maju spodziewamy się ponownego spadku dynamiki CPI, tym razem do 3,7% r/r, głównie za sprawą wysokiej bazy z ubiegłego roku, stabilizacji cen żywności (m.in. pod wpływem korekty cen jaj po ich wcześniejszym mocnym wzroście) i obniżek cen paliw. Jednak najprawdopodobniej ten spadek również nie będzie trwały. W czerwcu wskaźnik CPI pchną w górę m.in. wyższe ceny hoteli i restauracji (w związku z EURO2012) oraz niska baza. W efekcie, inflacja będzie się wahać wokół poziomu 4% do późnej jesieni i dopiero w dwóch ostatnich miesiącach roku prawdopodobnie obniży się mocniej, do ok. 3%. Inflacja bazowa, po przejściowym wzroście w najbliższych miesiącach w pobliżu 3%, powinna przed końcem roku powrócić w okolice celu 2,5%.
- Warto odnotować mocne spadki cen na światowych rynkach paliw i żywności w ostatnich miesiącach. Zostały one wprawdzie na razie zneutralizowane osłabieniem złotego, ale jeśli tendencje na światowych rynkach się nie odwrócą, dwa główne źródła „podażowej” inflacji w kraju powinny się wyraźnie osłabić.

**Dynamika handlu zagranicznego słabnie**

- W marcu deficyt obrotów bieżących mocno się zawęził, do 228 mln € z 1516 mln € w lutym. Zaskoczeniem był przede wszystkim mocny spadek deficytu handlowego, przy jednoczesnej oczekiwanej poprawie salda transferów bieżących wynikającej z wysokich przepływów z UE. Wzrost eksportu spowolnił nieznacznie, do 5,9% r/r, co jest dość ciekawe w obliczu mocnego spowolnienia zanotowanego w marcu przez przemysł (zwłaszcza produkcję samochodów, która stanowi istotną część eksportu). Z kolei import mocno przyhamował, do 3,3% r/r z 6,9% r/r w lutym, co zapewne jest efektem słabnącego popytu wewnętrznego.
- W nadchodzących miesiącach spodziewamy się dalszego spowolnienia eksportu i importu w obliczu słabnącego popytu z państw Unii oraz słabszej kondycji polskich konsumentów przy pogorszeniu sytuacji na rynku pracy.

Źródło: GUS, NBP, FAO, Reuters, BZ WBK



## Pod lupą: polityka pieniężna

### Fragmenty czerwcowego komunikatu RPP

Napływające dane sygnalizują stabilizację aktywności w gospodarce światowej na niskim poziomie. Stagnacji w strefie euro towarzyszy umiarkowany wzrost gospodarczy w Stanach Zjednoczonych. Równocześnie aktywność gospodarcza w największych gospodarkach wschodzących nieznacznie się osłabiła.

Inflacja na świecie, pomimo pewnego obniżenia, pozostaje podwyższona. Od ostatniego posiedzenia Rady pogorszyły się nastroje na międzynarodowych rynkach finansowych, co było głównie związane z nasileniem obaw o sytuację gospodarczą niektórych krajów strefy euro. Pogorszenie nastrojów przyczyniło się do deprecjacji kursów walut gospodarek wschodzących, w tym złotego, a także do obniżenia cen surowców na rynkach światowych.

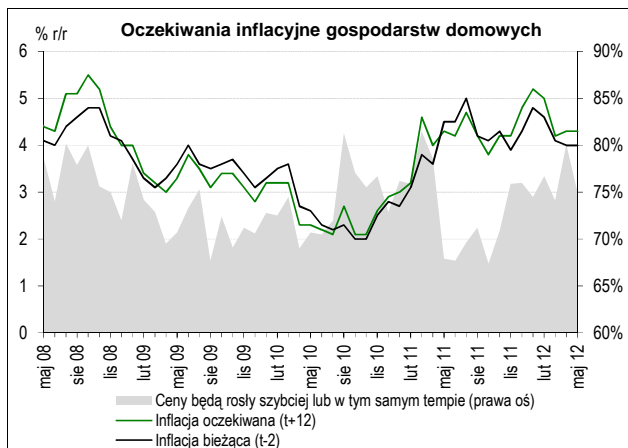
W Polsce dane o PKB potwierdziły, że wzrost gospodarczy stopniowo się obniża. W I kw. br. stabilnemu wzrostowi konsumpcji towarzyszył wolniejszy niż w poprzednim kwartale wzrost inwestycji. Obniżyła się także dynamika polskiego eksportu oraz importu. Dane miesięczne o produkcji w przemyśle i budownictwie, a także o sprzedaży detalicznej w kwietniu wskazują na możliwość dalszego obniżenia dynamiki wzrostu gospodarczego.

W ocenie Rady, w najbliższych miesiącach inflacja prawdopodobnie utrzyma się powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego, do czego będzie się przyczyniać wysoka dynamika cen administrowanych, a także niższy niż w ubiegłym roku poziom kursu złotego. W ocenie Rady, w średnim okresie inflacja będzie ograniczana przez spowolnienie wzrostu gospodarczego, a także dokonane w tym i ubiegłym roku podwyższenie stóp procentowych NBP.

Napływające dane, a także lipcowa projekcja makroekonomiczna NBP, umożliwią pełniejszą ocenę skali spowolnienia wzrostu gospodarczego i zmian poziomu inflacji w Polsce, a tym samym ocenę zasadności ewentualnego ponownego dostosowania stóp procentowych.

### Rada stopniowo łagodnieje

- Zgodnie z oczekiwaniami, Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian w czerwcu, utrzymując stopę referencyjną na poziomie 4,75%.
- W komunikacie odnotowano sygnały spowolnienia gospodarczego za granicą, pogorszenie nastrojów na rynkach, a także słabnący wzrost gospodarczy w Polsce i ostatnie dane miesięczne wskazujące na możliwość jego dalszego obniżenia.
- Rada podtrzymała opinię, że inflacja w najbliższych miesiącach zapewne utrzyma się powyżej górnej granicy odchyień od celu inflacyjnego za sprawą cen administrowanych oraz kursu złotego (choć już nie za sprawą wysokich cen surowców). Jednocześnie, w średnim okresie RPP spodziewa się, że inflacja będzie ograniczana przez spowolnienie wzrostu gospodarczego i dokonane już podwyżki stóp. W tym stwierdzeniu zniknęła niepewność i tryb warunkowy obecny w poprzednich miesiącach. Warto przypomnieć, że w poprzednim miesiącu Rada uznała, że skala spowolnienia może nie być wystarczająca by umożliwić powrót inflacji do celu. Tak więc widoczna jest pewna zmiana stanowiska, mimo że przedstawiciele Rady twierdzili na konferencji, iż ostatnie dane nie były dla nich specjalnym zaskoczeniem i „nie zmieniły percepcji sytuacji gospodarczej”. Ocenę zasadności ponownego dostosowania stóp procentowych mają wg Rady umożliwić kolejne napływające dane i lipcowa projekcja makroekonomiczna NBP. W komunikacie nie było zatem ponownie jasnej sugestii nt. możliwych szybkich podwyżek stóp.
- Naszym zdaniem stopy procentowe pozostaną bez zmian w lipcu i w kolejnych miesiącach roku, ponieważ przybierające na sile spowolnienie w krajowej gospodarce i widoczny zastój na rynku pracy powodują, że ryzyko efektów drugiej rundy jest niewielkie, a jednocześnie zwiększa się ryzyko realizacji bardziej negatywnych scenariuszy wzrostu na świecie.



### Oczekiwana stopa inflacji bez zmian

- Miara oczekiwań inflacyjnych gospodarstw domowych nie zmieniła się w maju. Gospodarstwa domowe oczekiwały, że stopa inflacji w ciągu najbliższych 12 miesięcy wyniesie 4,3%.
- Mimo że oczekiwana stopa inflacji jest taka sama jak w kwietniu, to zmianie uległa struktura odpowiedzi ankietowanych. Dość znacząco spadł odsetek respondentów, którzy spodziewają się, że ceny będą rosły szybciej lub w tym samym tempie (z 80% do 75%). Jednak nieznacznie wzrósł udział respondentów, którzy spodziewają się przyspieszenia wzrostu cen (do 28% z 26%), co najpewniej zrównoważyło efekt spadku udziału respondentów spodziewających się stabilizacji tempa wzrostu cen na oczekiwaną stopę inflacji.
- Naszym zdaniem struktura odpowiedzi nie jest niepokojąca i nie sugeruje zwiększonego ryzyka wystąpienia efektów drugiej rundy.

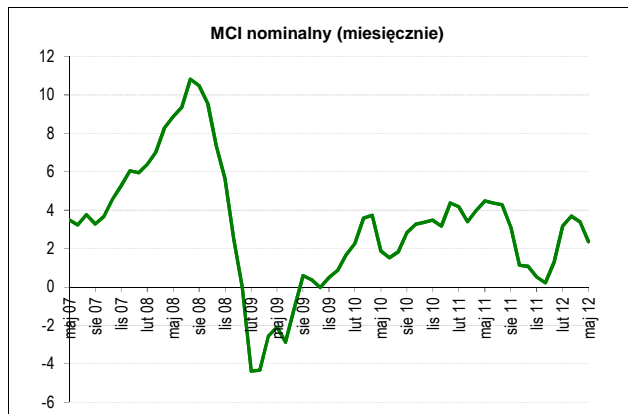


### Banki zaostrzyły kryteria kredytowe w I kw. 2012

- Zgodnie z wynikami ankiety wśród przewodniczących komitetów kredytowych, w I kw. 2012 banki zaostrzyły kryteria przyznawania kredytów we wszystkich segmentach rynku (przede wszystkich w kredytach mieszkaniowych), co wynikało głównie z ryzyk związanych z rozwojem sytuacji gospodarczej. Banki spodziewają się dalszego zaostrzenia kryteriów oraz spadku popytu na kredyt w II kw. 2012.
- Jeśli chodzi o kredyty dla przedsiębiorstw, najmocniej zaostrzono warunki kredytów długoterminowych dla dużych firm, głównie poprzez wzrost marż i zmiany w zakresie weryfikacji wartości zabezpieczenia hipotecznego. Banki zaobserwowały malejący popyt na finansowanie inwestycji (-33 procent netto), po pięciu kwartałach wzrostu. Natomiast popyt na kredyty na finansowanie zapasów i kapitału obrotowego wzrósł.

Źródło: NBP, Reuters, BZ WBK

## Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



### Słaby złoty obniża restrykcyjność polityki pieniężnej

- Tak jak się spodziewaliśmy, indeks restrykcyjności polityki pieniężnej MCI zanotował w maju spadek. W kierunku obniżenia wartości wskaźnika oddziaływało osłabienie złotego (średnio w maju o 3,0% do euro), które przeważało nad efektem wzrostu stóp rynku pieniężnego po podwyższeniu stóp procentowych RPP (stawka WIBOR była w maju średnio wyższa o 11 punktów bazowych niż w kwietniu).
- Naszym zdaniem, indeks restrykcyjności polityki pieniężnej MCI może zanotować nieznaczny spadek w czerwcu pod wpływem deprecjacji złotego podyktowanej wzrostem awersji do ryzyka na globalnych rynkach finansowych. W przeciwnym kierunku działać będzie dalszy wzrost średnich stawek rynku pieniężnego.

### Rada nie sugeruje podwyżki w lipcu

Jak napisaliśmy na poprzedniej stronie, w komunikacie RPP ponownie nie było jasnej sugestii nt. możliwych szybkich podwyżek stóp, co – jak dał do zrozumienia prezes Belka na konferencji prasowej – wskazuje, że w lipcu również szanse na zacieśnienie polityki pieniężnej nie są zbyt duże. Jednocześnie jednak, zarówno prezes NBP, jak i pozostali obecni na konferencji członkowie (A. Glapiński, E. Chojna-Duch) zdecydowanie unikali deklaracji nt. oceny prawdopodobieństwa kolejnych podwyżek stóp.

### Troje członków za podwyżką w kwietniu

W połowie maja, sześć tygodni po kwietniowym posiedzeniu RPP, NBP opublikował dokument, który pokazał wyniki głosowania nad rozważanym wówczas wnioskiem o podwyżkę stóp procentowych o 25 pb. Za zacieśnieniem opowiedzieli się Zyta Gilowska, Adam Glapiński i Andrzej Kaźmierczak. Skład taki można uznać za pewne zaskoczenie, gdyż brakuje w tym gronie Andrzeja Rzońcy i Jana Winieckiego, którzy w swoich wypowiedziach już od kilku miesięcy prezentowali jastrzębie nastawienie. Z członków popierających podwyżkę jedynie Adam Glapiński jasno artykułował (i wciąż to robi – szczegóły poniżej) swoją chęć do zacieśnienia polityki pieniężnej i niewykluczone, że to właśnie on mógł złożyć wniosek (co zresztą sam zapowiadał). Warto w tym miejscu przypomnieć, że Andrzej Kaźmierczak niedługo przed następnym (majowym) posiedzeniem powiedział, że „to chyba pierwszy raz, kiedy na tydzień przed posiedzeniem nie jestem zdecydowany, co zrobić”, a więc zaledwie parę tygodni po (nieskutecznym) głosowaniu za podwyżką miał wątpliwości czy jest ona uzasadniona. Pokazuje to, jak trudno na podstawie wypowiedzi członków Rady odczytać ich faktyczne zamiary i jak zmienne one mogą być, w zależności od napływających danych.

Kwietniowe głosowanie wpłynęło nieznacznie na wartości indeksu restrykcyjności dla poszczególnych członków (oprócz Prezesa NBP, dla którego wartość wciąż wynosi jeden, czyli zawsze głosuje tak jak większość). Niemniej, biorąc pod uwagę kto głosował za podwyżką w kwietniu i że waga tej decyzji stosunkowo nieodległej jest najistotniejsza, przesuwamy troje członków RPP na czoło rankingu „jastrzębiowości”.

### ... i jeden z nich chciałby znowu podwyższyć w lipcu

Już na konferencji prasowej po czerwcowym posiedzeniu, Adam Glapiński powiedział, że jego zdaniem ton komunikatu czerwcowego nie był łagodniejszy i „podtrzymywał poprzednią optykę widzenia gospodarki i inflacji”. W późniejszym wywiadzie dla Bloomberg'a poszedł jeszcze dalej, stwierdzając, że podwyżka w lipcu jest bardzo prawdopodobna, gdyż czynniki, które stały za podwyżką w maju są wciąż aktualne. Pomijając już fakt, że naszym zdaniem argumenty za podwyżką w maju były dość wątpliwe, to jeśli są cały czas aktualne, to dlaczego nie było podwyżki w czerwcu? Cóż, wydaje nam się, że podwyżka stóp w lipcu może być „bardzo prawdopodobna” dla Glapińskiego, ale niekoniecznie dla większości członków RPP. Glapiński, podobnie jak ostatnio Andrzej Kaźmierczak (inny członek głosujący za podwyżką stóp już w kwietniu), zwrócił uwagę na wpływ osłabienia kursu złotego na inflację. W tym kontekście warto przypomnieć, że wedle badań NBP wpływ kursu na inflację jest asymetryczny i w trakcie spowolnienia gospodarczego niezbyt duży (przeważa efekt niskiego popytu).

Glapiński (1,08)

Kaźmierczak (1,15)

Gilowska (1,15)

Rzońca (1,54)

Winiecki (1,42)

Hausner (1,42)

Zielińska-Głębocka (1,38)

Belka (1,00)

Bratkowski (1,38)

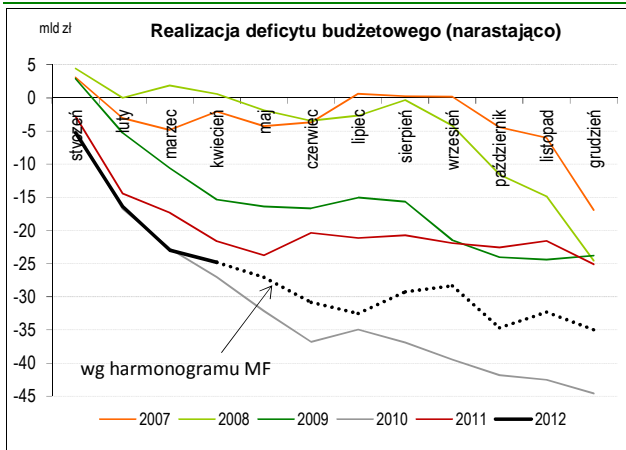
Chojna-Duch (0,77)

Indeks przyjmuje wartości od 0 do 2. Za głosowanie zgodne z podjętą decyzją przyznawany jest 1 pkt., za głosowanie za bardziej jastrzębią decyzją niż podjęta przyznawane są 2 pkt., a za głosowanie za mniej jastrzębią decyzją niż podjęta przyznawane jest 0 pkt. Średnia punktów za wszystkie głosowania to wartość indeksu dla danego bankiera centralnego.

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

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

## Pod lupą: polityka fiskalna



### Budżet na razie pod kontrolą

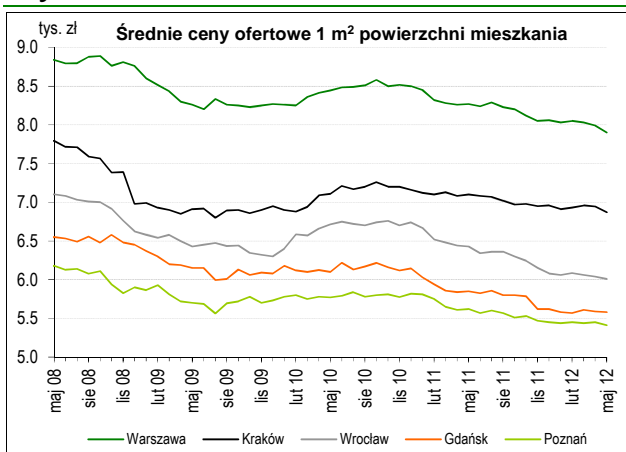
- Deficyt budżetu państwa po kwietniu wyniósł 24,8 mld zł, czyli ok. 71% poziomu zaplanowanego na koniec roku. W samym kwietniu deficyt wyniósł niecałe 2 mld zł i był wyraźnie niższy niż w analogicznym miesiącu w kilku ostatnich latach.
- Wpływy podatkowe rosną na razie w całkiem niezłym tempie, jednak stopniowo coraz wyraźniej widoczne jest ich hamowanie (szczególnie w przypadku podatków pośrednich), wynikające zapewne z pogorszenia krajowej koniunktury. Proces ten prawdopodobnie będzie się pogłębiał w dalszej części roku, w związku z oczekiwanym hamowaniem aktywności gospodarczej.
- Elementem kompensującym coraz wolniejszy wzrost dochodów podatkowych w dalszej części roku będzie wypłata zysku NBP. Harmonogram dochodów i wydatków budżetu, opublikowany przez MF w maju, sugeruje, że może to nastąpić w lipcu.

	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	11.06	zmiana od 11.05.12	zmiana od 30.12.11	11.06	zmiana od 11.05.12	zmiana od 30.12.11
Polska	396	10	-9	245	26	-34
Czechy	185	9	9	140	21	-33
Węgry	722	38	-85	575	63	-36
Grecja	2729	412	-637	37030	0	26799
Hiszpania	509	58	182	588	81	212
Irlandia	603	59	-63	677	86	-58
Portugalia	946	-4	-226	1096	-48	-74
Włochy	466	48	-52	54	97	64
Niemcy				106	19	6

### Rynki peryferyjne pod presją; wybory w Grecji kluczowe

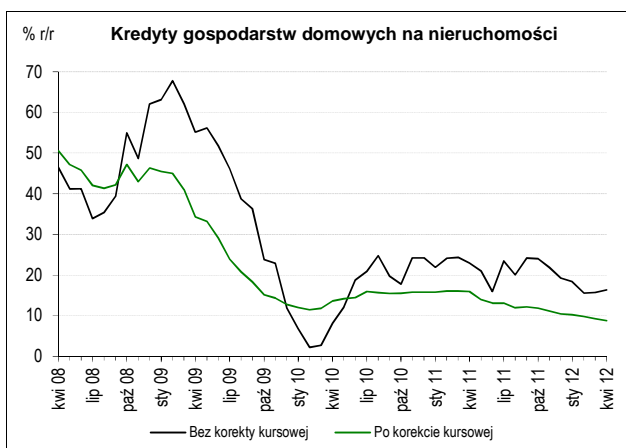
- Rentowności obligacji krajów peryferyjnych pozostawały pod presją informacji napływających z Grecji, ale również z Hiszpanii (znaczące pogorszenie sytuacji sektora bankowego w tym kraju). To spowodowało wzrost rentowności długoterminowych obligacji Hiszpanii i Włoch do najwyższych poziomów z początku roku. Dopiero przyznanie pomocy dla hiszpańskiego sektora bankowego przyczyniło się do spadku ich rentowności.
- Utrzymywanie się podwyższonej awersji do ryzyka skierowało popyt w kierunku obligacji niemieckich czy też amerykańskich, które osiągnęły najniższe poziomy w historii (w tym rentowność niemieckiej 2-latki spadła poniżej zera). W konsekwencji spready do Bundów znacząco rozszerzyły się, w tym dla Hiszpanii osiągnęły najwyższy poziom w historii (powyżej 500pb). Wzrosły również notowania CDS.

## Rynek nieruchomości



### Nieruchomości coraz tańsze i bardziej dostępne

- W ostatnich miesiącach ceny nieruchomości w głównych polskich miastach kontynuowały spadki. W ciągu ostatniego roku ceny ofertowe obniżyły się przeciętnie o 3-6% (w zależności od lokalizacji), natomiast od szczytu osiągniętego pod koniec 2007 roku spadki wyniosły mniej więcej 10-15%.
- Skala przeceny nadal nie wydaje się drastyczna. Warto jednak odnotować, że dostępność mieszkań (mierzona np. relacją cen nieruchomości do przeciętnych płac) wyraźnie się poprawiła, wracając do poziomów obserwowanych na początku boomu mieszkaniowego (2006).
- Sprzyja temu wciąż dosyć wysoka podaż mieszkań na rynku pierwotnym (liczba mieszkań w budowie niemal najwyższa w historii).

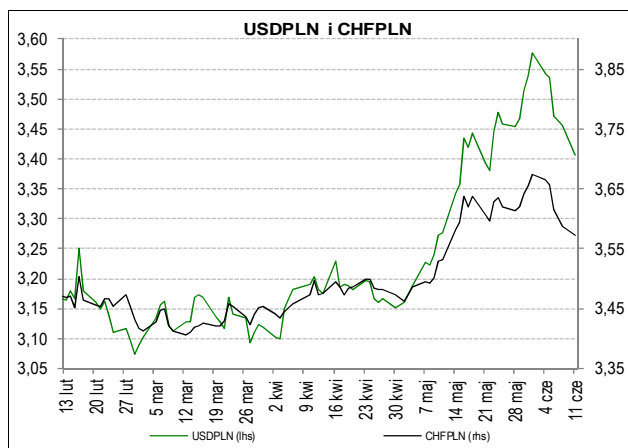
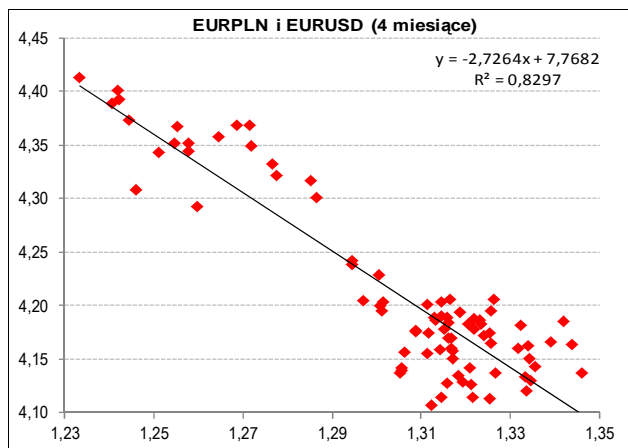
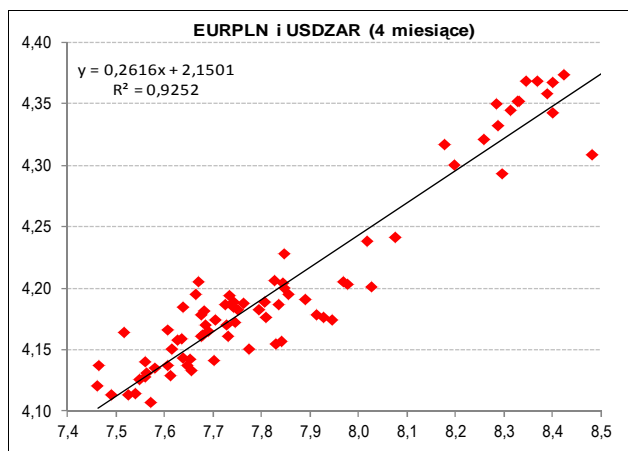
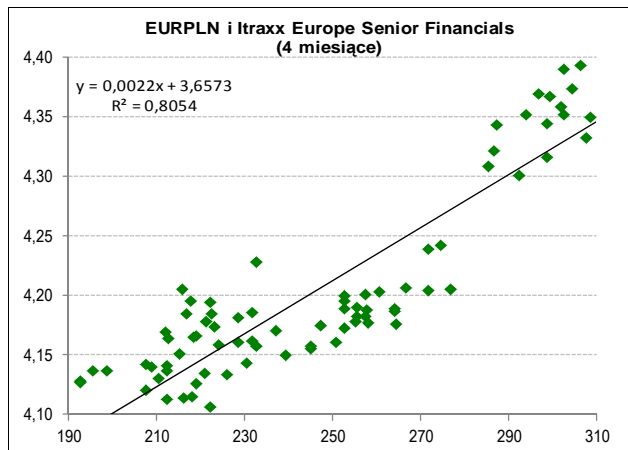


### Maleje popyt na kredyty mieszkaniowe

- Wg badania NBP, w I kwartale nastąpiło silne zaostrzenie warunków udzielania kredytów mieszkaniowych przez banki (przede wszystkim wzrost marż oraz ostrzejsze zasady oceny zdolności kredytowej), na co wpływ miała implementacja regulacji nadzorczych i wzrost ryzyka makroekonomicznego. Banki planowały dalsze zaostrzenie polityki w II kwartale.
- Zmiany polityki kredytowej przełożyły się na znaczny spadek popytu na kredyt zgłaszany przez banki. Tendencję tę pogłębia stagnacja na rynku pracy obserwowana od jakiegoś czasu.
- Kredyty gospodarstw domowych na nieruchomości, oczyszczone z wpływu wahań kursowych, rosną w coraz wolniejszym tempie. W kwietniu roczna dynamika tych należności wyniosła 8,8%, najmniej od czasu, kiedy dostępne są porównywalne szeregi czasowe w NBP (1997 r.).



## Rynek walutowy

**Ostre osłabienie złotego do maju i odreagowanie w czerwcu**

▪ Złoty zanotował bardzo duże osłabienie w maju, krajowa waluta nie zdołała dłużej opierać się rosnącej negatywnej presji ze strony peryferii strefy euro. W minionym miesiącu złoty stracił 5,5% do euro, 12% do dolara i 5,6% w stosunku do franka.

▪ Tak jak to podkreśliliśmy przed miesiącem, kwestia wyborów w Grecji miała bardzo wyraźny wpływ na krajowy rynek walutowy w maju. Niepewność wspierana przez nieudane próby powołania nowego rządu (i w konsekwencji konieczność przeprowadzenia kolejnych wyborów 17 czerwca) i przez znacznie większe ryzyko wyjścia tego kraju ze strefy euro wywołała znaczną falę awersji do ryzyka. Poza tym, pojawiły się obawy o system bankowy Hiszpanii. Rentowności 10-letnich obligacji tego kraju wzrosły powyżej 6,7% (najwyżej od listopada 2011), a Włoch ponad 6% (po raz pierwszy od stycznia). Kurs EURUSD spadł natomiast wyraźnie poniżej tegorocznego minimum na 1,2623. Wszystko to spowodowało nasilenie trendu wzrostowego EURPLN, który tymczasowo wzrósł do 4,43 and USDPLN chwilowo do 3,60 (najwyższy poziom od kwietnia 2009). Skala deprecjacji mogłaby być jeszcze większa, gdyby nie aktywność BGK i słowne interwencje NBP. Znaczne osłabienie w maju zanotowano też na innych rynkach wschodzących. Kurs USDRUB wzrósł o ponad 12% and USDZAR więcej niż 10%. Forint i czeska korona straciły na wartości, odpowiednio 5,3% i 3,2%.

▪ Na początku czerwca krajowa waluta zanotowała wyraźne umocnienie w związku ze wzrostem nadziei, że kolejny szczyt unijny przybliży strefę euro do wypracowania strategii wyjścia z kryzysu, oraz w oczekiwaniu na posiedzenia banków centralnych. EURPLN spadł chwilowo nawet do 4,23, do czego przyczyniła się również niższa płynność w trakcie długiego weekendu. Kurs nie zdołał jednak na dłużej utrzymać się poniżej wsparcia na 4,26.

▪ Sytuacja na peryferiach strefy euro nadal jest najważniejszym czynnikiem wpływającym na notowania złotego. Negatywna presja jest wywoływana zarówno przez wysokie rentowności obligacji na tym rynku oraz przez spadający kurs EURUSD.

**Niepewność pozostanie wysoka**

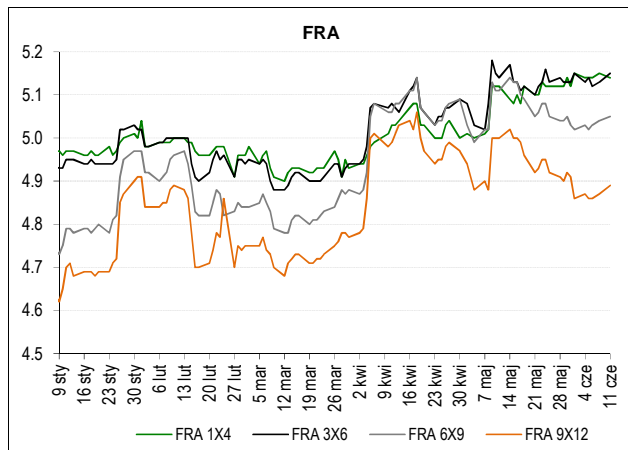
▪ Tak jak w poprzednim miesiącu, wydaje się, że greckie wybory parlamentarne będą miały największy wpływ na krajowy rynek. Sondáže przedwyborcze pokazywały, że dwie największe partie (popierająca oszczędności Nowa Demokracja oraz przeciwna im Syriza) wymieniają się prowadzeniem. Niepewność odnośnie ostatecznych wyników oraz tego jak szybko zostanie ustanowiony nowy rząd (do końca czerwca Grecja musi przyjąć oszczędności na kwotę 11,5 mld € by dostać kolejną transzę pomocy z MFW i KE) może ograniczać potencjał do bardziej trwałego i większego odreagowania ryzykownych aktywów. Dodatkowo, uczestnicy rynku będą wyczekiwali na szczyty unijne, na którym ustalone zostaną szczegóły pomocy dla hiszpańskiego sektora bankowego oraz przedstawione mogą być rozwiązania dotyczące trwałszego rozwiązania problemów strefy euro.

▪ Najnowsze dane pokazują, że liczba krótkich pozycji na euro rośnie nieprzerwanie od 5 tygodni. Nie wydaje nam się jednak, aby sama tylko możliwość redukcji liczby krótkich pozycji dawała duże nadzieje na bardziej wyraźne i trwałe odbicie EURUSD. Do tego potrzebne byłyby dodatkowe pozytywne czynniki.

▪ Pierwsza reakcja kursu EURPLN na zgodę na udzielenie wsparcia systemowi bankowemu Hiszpanii była umiarkowanie pozytywna, jednak dość szybko złoty oddał nawet sporą część zysków (kurs wzrósł z 4,26 do 4,30). Sugeruje to, że rynek czeka głównie na wyniki greckich wyborów i dopiero one mogą wyznaczyć bardziej trwały trend na rynku. Uważamy, że w czerwcu średni kurs EURPLN wyniesie 4,34 i blisko tego poziomu będzie na koniec miesiąca, w trakcie którego najprawdopodobniej utrzymają się duże wahania kursu.

Źródło: Reuters, BZ WBK

## Rynek stopy procentowej

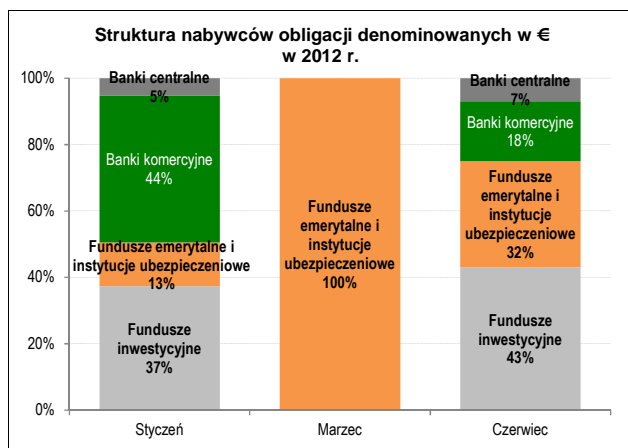
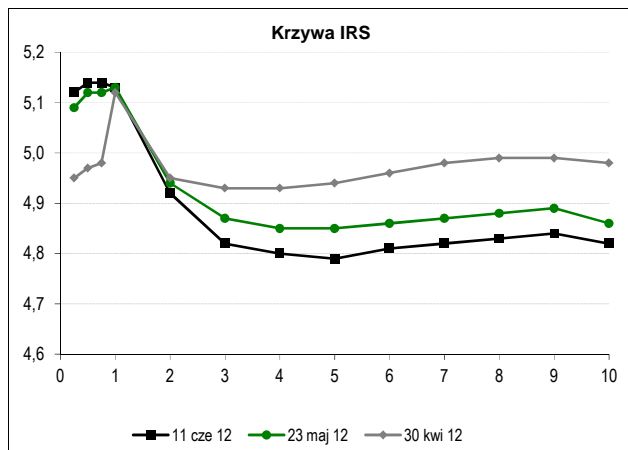
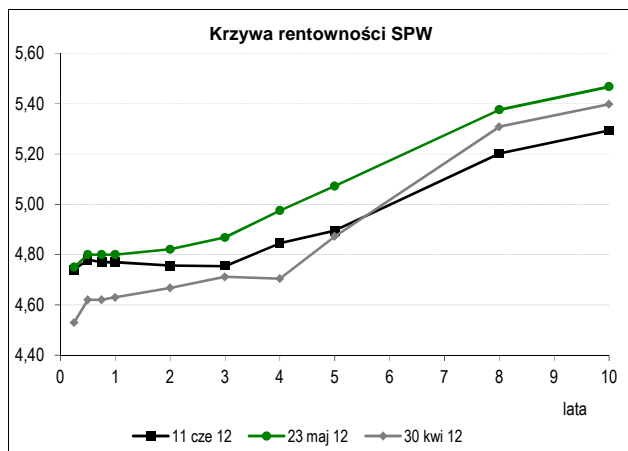


### Stawki na rynku pieniężnym lekko w górę

- Stawki WIBOR, po wzroście o 11-18pb po majowej decyzji RPP podwyższającej stopy o 25pb, kontynuowały stopniowy wzrost. Stawka WIBOR3M wzrosła powyżej 5,10% na koniec maja. Tendencja ta utrzymała się również na początku czerwca.
- Rynek FRA na majową decyzję RPP również zareagował wzrostem stawek. Niemniej, w miarę upływu czasu inwestorzy utwierdzają się w przekonaniu, że majowa decyzja była raczej jednorazową, co spowodowało stopniowy spadek stawek FRA. Stawka FRA9x12 obniżyła się do 4,86%, wskazując, że inwestorzy rozpoczęli dyskontowanie obniżki stóp procentowych w perspektywie 3 kwartałów.

### Poprawa nastrojów globalnych i niska podaż wsparły dług

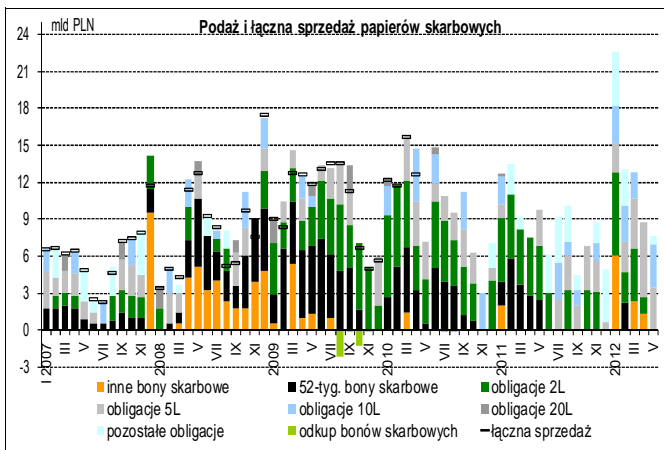
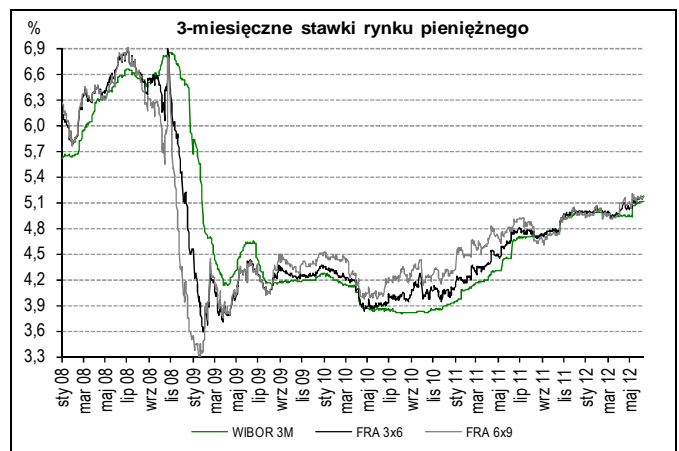
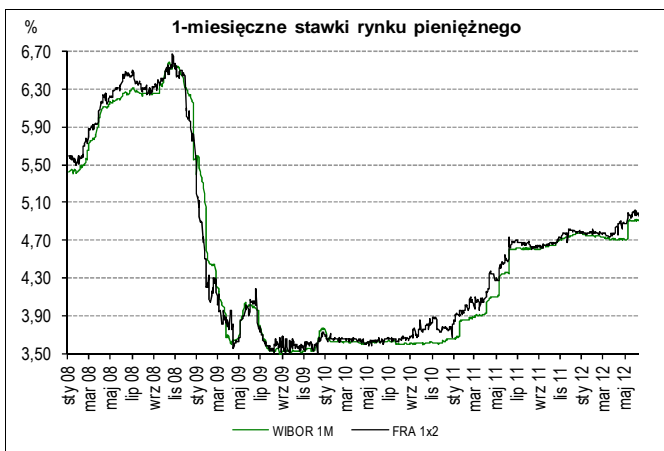
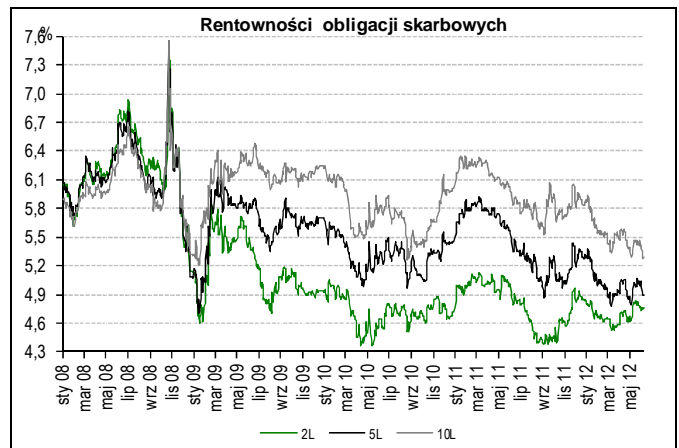
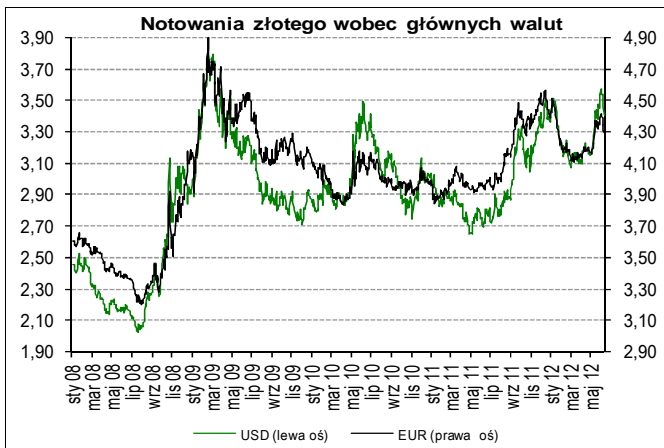
- Wzrost awersji do ryzyka wspierany nie tylko przez wyniki sondaży poparcia politycznego w Grecji, ale również doniesieniami z Hiszpanii (problemy tamtejszego sektora bankowego) przyczynił się do przeceny papierów na środku i długim końcu krzywej. Niemniej, zachowanie rynku w maju wskazuje, że strona popytowa w sektorze 10-letnim uaktywnia się przy poziomach rentowności 5,47-5,50%, a w sektorze 5-letnim powyżej poziomu 5%. W konsekwencji, od majowych minimum rentowności wzrosły o 16-25pb (w skali miesiąca o 5-14pb), przy czym skala wzrostu była najmniejsza w sektorze 10-letnim.
- Początek czerwca, podobnie jak i maja, charakteryzował się dość znaczącym umocnieniem rynku długu. Wynikało to z kilku czynników, a najważniejszym z nich była poprawa nastrojów globalnych oraz braku podaży na długim końcu krzywej. W konsekwencji, rentowność 10-letniej obligacji zbliżyła się do majowego minimum na 5,28%. Natomiast krótki koniec pozostaje nieco bardziej stabilny, z rentownością 2-letniego benchmarku wahająca się między 4,70-4,75%.
- Majowa decyzja RPP podwyższająca stopy procentowe przyczyniła się do wzrostu stawek IRS do poziomu ok 5,00% (wzdłuż krzywej). Kolejne sesje przyniosły spadek stawek IRS, a następnie ich stabilizację. Poziom 4,80% efektywnie zatrzymał trend spadkowy na 10-letnim IRS i w naszej ocenie tylko dodatkowe dane (np. w postaci danych inflacyjnych) mogą przyczynić się do testowania tego poziomu.
- Początek nowego miesiąca pokazał, że polski dług ponownie, choć prawdopodobnie tylko tymczasowo, stał się „przystanią” dla zagranicznych inwestorów. Niemniej, czynników ryzyka wciąż jest dużo, głównie wyniki wyborów w Grecji, dalszy rozwój sytuacji w Hiszpanii, co może ograniczać potencjał dalszych spadków na długim końcu krzywej, który naszym zdaniem i tak nie jest zbyt duży. Czynnikiem sprzyjającym dla długiego końca krzywej jest wciąż niska podaż.
- Krótki koniec krzywej wciąż pozostanie pod wpływem danych inflacyjnych i oczekiwań odnośnie stóp procentowych. Materializacja naszego scenariusza inflacyjnego na maj (spadek wskaźnika inflacji do 3,7%/r z 4,0%/r miesiąc wcześniej) powinna wesprzeć krótki koniec krzywej, z możliwością przetestowania 4,70% przez 2-latkę z celem w okolicach 4,65%.



Źródło: Reuters, MF, BZ WBK



# Monitor rynku



**Przetargi bonów skarbowych w 2011/2012 r. (mln zł)**

Data przetargu	OFERTA	POPYT / SPRZEDAŻ
26.05.2011	Przetarg odkupu	1444/940
30.05.2011	52-tyg.: 500-600	2667/505
20.06.2011	Przetarg odkupu	356/256
11.07.2011	Przetarg odkupu	2498/724
19.12.2011	Przetarg odkupu	4331/2247
27.12.2011	Przetarg odkupu	2939/2486
09.01.2012	49-tyg.: 1000-2000	5402/2223
30.01.2012	30-tyg.: 1000-2000	3249/1997
30.01.2012	51-tyg.: 1000-2000	4225/1592
27.02.2012	52-tyg.: 1000-2000	6711/2190
26.03.2012	52-tyg.: 1000-3000	5402/2223
23.04.2012	31-tyg.	3116,5/1332,1

\* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

**Przetargi obligacji skarbowych w 2011/2012 r. (mln zł)**

miesiąc	I przetarg				II przetarg				Przetarg zamiany		
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	sprzedaż
czerwiec	9.06	OK0713	2000-3000	3000	15.06	WZ0121/IZ0823	1000-5000	3125	1.06	OK0711/WZ0911	PS/DS/WZ
lipiec	21.07	DS1021	1000-3000	3000	-	-	-	-	-	-	-
sierpień	10.08	OK/PS/OK	2000-3000	6008,7	-	-	-	-	3.08	WZ/DZ	WZ/DS
wrzesień	22.09	WZ0115/WZ0121	1000-3000	1273,5	-	-	-	-	8.09	WZ/DZ/OK	PS0416/DS1021
październik	19.10	PS1016	1000-3500	3638	-	-	-	-	2.10	OK/PS/DZ	OK0114
listopad	16.11	PS1016	1000-2500	2500	-	-	-	-	10.11	DZ/OK/PS	OK/NWZ/DS/WS
grudzień	-	-	-	-	-	-	-	-	14.12	OK/PS	WZ/IZ/PS
styczeń '12	12.01	IZ/PS/WS	1000-4000	4067	19.01	OK0114	3000-6000	6753	4.01	OK/PS/OK	WZ/WZ/DS
lut '12	09.02	OK0114/PS1016	3500-5500	5049	16.02	WZ0117	1000-3000	3518	1.02	DS1021: 1000-3000	2937
marzec '12	14.03	OK0114	1500-3500	-	21.03	DS1021/WS0429	1000-2500	-	08.03	PS1016: 1500-3000	4080
kwiecień '12	19.04	OK0714/PS1016	5000-9000	7511,8	-	-	-	-	5.04	PS/OK	WZ
maj '12	10.05	DS1021/WS0429	2000-4000	4092,3	16.05	PS0417	2000-4000	4248,4	-	-	-
cze '12	20.06	PS0417	2000-4000	-	-	-	-	-	14.06	OK0712/OK1012	WZ/IZ

\* razem z przetargiem uzupełniającym, \*\* - aukcja zwykła, \*\*\* oferta/sprzedaż, \*\*\*\* w lutym 2012 zamiast aukcji zamiany odbyła się standardowa aukcja DS1021

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>11 czerwca</b>	<b>12</b> US: Ceny importu (V)	<b>13</b> <b>PL: CPI (V)</b> EZ: Produkcja przemysłowa (IV) US: Sprzedaż detaliczna (V)	<b>14</b> <b>PL: Podaż pieniądza (V)</b> EZ: HICP (V) US: Bazowy CPI (V)	<b>15</b> <b>PL: Bilans płatniczy (IV)</b> US: Indeks NY Fed (VI) US: Produkcja przemysłowa (V) US: Wstępny indeks Michigan (VI)
<b>18</b>	<b>19</b> <b>PL: Płace i zatrudnienie (V)</b> DE: Indeks ZEW (VI) US: Rozpoczęte budowy domów (V) US: Pozwolenia na budowę domów (V)	<b>20</b> <b>PL: Produkcja przemysłowa (V)</b> <b>PL: PPI (V)</b> <b>PL: Inflacja bazowa (V)</b> US: Decyzja Fed	<b>21</b> <b>PL: Minutes RPP</b> CN: Wstępny PMI-przemysł (VI) DE: Wstępny PMI-przemysł (VI) EZ: Wstępny PMI-przemysł (VI) EZ: Indeks nastrojów konsumentów (VI) US: Sprzedaż domów (V) US: Wskaźniki wyprzedzające (V) US: Indeks Philly Fed (VI)	<b>22</b> DE: Indeks Ifo (VI)
<b>25</b> DE: Indeks GfK (VII) US: Sprzedaż nowych domów (V)	<b>26</b> <b>PL: Sprzedaż detaliczna (IV)</b> <b>PL: Stopa bezrobocia (IV)</b> US: Indeks nastrojów konsumentów (VI)	<b>27</b> US: Zamówienia na dobra trwałe użytku (V) US: Niezakończona sprzedaż domów (V)	<b>28</b> US: PKB (I kw.)	<b>29</b> <b>PL: Bilans płatniczy (I kw.)</b> <b>PL: Oczekiwania inflacyjne (VI)</b> EZ: Wstępny HICP (VI) EZ: Podaż pieniądza (V) US: Wydatki konsumentów (V) US: Dochody osobiste (V) US: Bazowy PCE (V) US: Indeks Michigan (VI) US: Indeks cen domów S&P/Case-Shiller (IV)
<b>2 lipca</b> <b>PL: PMI-przemysł (VI)</b> DE: PMI-przemysł (VI) EZ: PMI-przemysł (VI) CN: PMI-przemysł (VI) US: ISM-przemysł (VI)	<b>3</b> US: Zamówienia przemysłowe (V)	<b>4</b> <b>PL: Decyzja RPP</b> DE: Zamówienia przemysłowe (V) DE: PMI-usługi (VI) EZ: PMI-usługi (VI) EZ: Sprzedaż detaliczna (V) US: Raport ADP (VI)	<b>5</b> EZ: Decyzja EBC GB: Decyzja BoE	<b>6</b> DE: Produkcja przemysłowa (V) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (VI) US: Stopa bezrobocia (VI)
<b>9</b> DE: Eksport (V) EZ: Indeks Sentix (VII) CN: Bilans handlowy (VI) CN: PKB (I kw.)	<b>10</b>	<b>11</b> US: Bilans handlowy (V) US: Minutes Fed (V)	<b>12</b> EZ: Produkcja przemysłowa (V) US: Ceny importu (VI)	<b>13</b> <b>PL: CPI (VI)</b> <b>PL: Podaż pieniądza (VI)</b> <b>PL: Bilans płatniczy (V)</b> US: Wst. Indeks Michigan (VII)

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

## Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2012 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie EBC	12	9	8	4	3	6	5	2	6	4	8	6
Posiedzenie RPP	10-11	7-8	6-7	3-4	8-9	5-6	3-4	21	4-5	2-3	6-7	4-5
Minutes RPP	26	23	22	26	24	21	-	23	20	18	22	20
PKB*	-	-	1	-	31	-	-	30	-	-	30	-
Inflacja CPI	13	15 <sup>a</sup>	13 <sup>b</sup>	13	15	13	13	14	13	15	14	13
Inflacja bazowa	20	-	20	20	22	20	20	21	20	22	21	20
Ceny producenta	19	17	19	19	21	20	18	20	19	17	20	19
Produkcja przemysłowa	19	17	19	19	21	20	18	20	19	17	20	19
Sprzedaż detaliczna	27	23	26	25	31	-	-	-	-	-	-	-
Płace brutto, zatrudnienie	18	16	16	18	18	19	17	17	18	16	19	18
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*	-	-	30	-	-	29	-	-	-	-	-	-
Bilans płatniczy	13	13	13	12	16	15	-	-	-	-	-	-
Podaż pieniądza	13	14	13	13	14	14	-	-	-	-	-	-
Wskaźniki koniunktury	20	22	22	20	20	22	20	22	21	22	22	20

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

Źródło: GUS, NBP

## Dane i prognozy ekonomiczne

## Wskaźniki miesięczne

		maj 11	cze 11	lip 11	sie 11	wrz 11	paź 11	lis 11	gru 11	sty 12	lut 12	mar 12	kwi 12	maj 12	cze 12
PMI	pkt.	52,6	51,2	52,9	51,8	50,2	51,7	49,5	48,8	52,2	50,0	50,1	49,2	48,9	47,7
Produkcja przemysłowa	% r/r	7,8	2,0	1,8	7,9	7,4	6,4	8,5	7,7	9,1	4,8	0,8	2,9	4,0	3,0
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	23,9	17,0	16,5	10,8	18,1	8,9	13,0	14,6	32,2	12,0	3,5	8,1	5,6	0,6
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	13,8	10,9	8,2	11,3	11,4	11,2	12,6	8,6	14,3	13,7	10,7	5,5	8,1	9,9
Stopa bezrobocia	%	12,4	11,9	11,8	11,8	11,8	11,8	12,1	12,5	13,2	13,5	13,3	12,9	12,6	12,3
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw <sup>a</sup>	% r/r	4,1	5,8	5,2	5,4	5,2	5,1	4,4	4,4	8,1	4,3	3,8	3,4	3,9	3,4
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	3,6	3,6	3,3	3,1	2,8	2,5	2,5	2,3	0,9	0,5	0,5	0,3	0,2	0,0
Eksport (w euro)	% r/r	18,1	7,2	6,0	15,9	7,5	8,6	8,4	4,7	6,8	6,2	5,9	3,6	-0,5	1,6
Import (w euro)	% r/r	19,4	12,9	9,1	12,0	4,5	7,8	5,0	2,4	9,5	6,9	3,3	1,5	-2,0	0,4
Bilans handlowy	mln EUR	-932	-1 203	-1 189	-903	-211	-722	-964	-1 122	-844	-830	-399	-787	-736	-1 066
Rachunek bieżący	mln EUR	-182	-2 023	-1 865	-1 382	-1 241	-1 779	-1 436	-1 744	-1 879	-1 516	-228	-1 048	-939	-1 281
Rachunek bieżący	% PKB	-4,7	-4,9	-4,9	-4,7	-4,6	-4,7	-4,3	-4,3	-4,5	-4,7	-4,5	-4,4	-4,6	-4,4
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-23,7	-20,4	-21,1	-20,7	-21,9	-22,5	-21,6	-25,1	-5,3	-16,4	-23,0	-24,8	-27,1	-30,8
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	59,0	50,7	52,5	51,6	54,5	56,1	53,6	62,5	15,1	46,8	65,6	70,9	77,3	88,1
Inflacja (CPI)	% r/r	5,0	4,2	4,1	4,3	3,9	4,3	4,8	4,6	4,1	4,3	3,9	4,0	3,7	4,2
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,4	2,4	2,4	2,7	2,6	2,8	3,0	3,1	2,5	2,6	2,4	2,7	2,7	3,0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	6,3	5,6	5,9	6,8	8,4	8,5	9,1	8,2	7,9	6,0	4,4	4,3	5,1	5,0
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	7,7	7,2	7,4	8,8	10,2	10,5	11,8	12,5	13,7	12,5	9,3	10,3	10,3	12,6
Zobowiązania	% r/r	8,1	7,7	7,7	8,8	9,5	9,4	11,2	11,7	12,8	12,5	8,5	9,9	10,1	12,6
Należności	% r/r	11,7	9,9	13,9	13,2	14,7	14,8	14,6	14,4	14,5	13,0	12,8	13,4	12,0	11,7
EUR/PLN	PLN	3,94	3,97	3,99	4,12	4,33	4,35	4,43	4,48	4,37	4,18	4,14	4,18	4,30	4,34
USD/PLN	PLN	2,75	2,76	2,80	2,87	3,15	3,18	3,27	3,40	3,39	3,16	3,13	3,17	3,36	3,47
CHF/PLN	PLN	3,14	3,28	3,39	3,68	3,61	3,54	3,60	3,65	3,61	3,47	3,43	3,47	3,58	3,47
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	4,25	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50	4,75	4,75
WIBOR 3M	%	4,40	4,61	4,70	4,72	4,75	4,80	4,94	4,98	4,99	4,97	4,95	4,94	5,05	5,11
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,61	4,63	4,61	4,53	4,48	4,48	4,48	4,55	4,51	4,50	4,48	4,58	4,75	4,78
Rentowność obligacji 2L	%	5,02	4,87	4,72	4,47	4,43	4,54	4,73	4,86	4,75	4,66	4,58	4,67	4,77	4,75
Rentowność obligacji 5L	%	5,64	5,42	5,30	5,14	5,08	5,09	5,19	5,30	5,20	5,00	4,88	4,97	4,97	4,97
Rentowność obligacji 10L	%	6,06	5,90	5,81	5,71	5,80	5,76	5,85	5,88	5,74	5,53	5,45	5,50	5,41	5,40

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



## Wskaźniki kwartalne i roczne

		2009	2010	2011	2012	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
PKB	mld PLN	1 344,4	1 416,4	1 524,7	1 618,0	349,4	369,8	376,1	429,4	370,5	393,3	399,7	454,6
PKB	% r/r	1,6	3,9	4,3	2,7	4,6	4,2	4,2	4,3	3,5	2,5	2,4	2,4
Popyt krajowy	% r/r	-1,1	4,6	3,7	1,2	4,3	4,2	2,9	3,2	2,7	0,6	0,8	0,9
Spożycie indywidualne	% r/r	2,1	3,2	3,1	1,9	3,7	3,6	3,0	2,1	2,1	1,7	1,8	2,0
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-1,2	-0,2	8,3	4,9	5,4	6,8	8,1	9,7	6,7	7,0	5,0	3,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	-4,5	9,0	7,7	3,6	9,1	5,8	6,1	9,7	4,9	3,3	4,1	2,6
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	5,1	4,6	16,3	5,9	18,7	18,8	15,2	12,3	13,8	4,3	5,9	3,8
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	3,5	6,1	11,2	8,5	9,4	14,5	10,3	10,6	12,6	7,8	7,8	6,6
Stopa bezrobocia <sup>b</sup>	%	12,1	12,4	12,5	13,5	13,3	11,9	11,8	12,5	13,3	12,3	12,6	13,5
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw <sup>a</sup>	% r/r	4,4	3,3	5,0	3,6	4,1	5,0	6,1	4,6	5,3	3,6	2,8	2,7
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	-1,2	0,8	3,2	0,3	4,1	3,5	3,2	2,1	0,6	0,2	0,1	0,2
Eksport (w euro)	% r/r	-15,8	22,8	11,4	4,5	17,0	12,0	9,9	7,3	6,2	4,5	3,0	4,5
Import (w euro)	% r/r	-24,4	24,9	11,5	2,3	17,7	16,0	8,6	5,1	6,4	0,5	0,5	2,0
Bilans handlowy	mln EUR	-5 427	-8 893	-10 112	-7 209	-1 894	-3 141	-2 263	-2 814	-2 073	-1 746	-1 399	-1 991
Rachunek bieżący	mln EUR	-12 152	-16 493	-15 917	-11 486	-3 135	-3 359	-4 459	-4 964	-3 623	-1 651	-2 679	-3 533
Rachunek bieżący	% PKB	-3,9	-4,7	-4,3	-3,0	-4,8	-4,9	-4,6	-4,3	-4,4	-4,0	-3,5	-3,0
Wynik general government	% PKB	-7,4	-7,8	-5,1	-3,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	3,5	2,6	4,3	3,9	3,8	4,6	4,1	4,6	4,1	4,0	4,0	3,4
Inflacja (CPI) <sup>b</sup>	% r/r	3,5	3,1	4,6	3,1	4,3	4,2	3,9	4,6	3,9	4,2	4,1	3,1
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,7	1,6	2,4	2,7	1,7	2,3	2,6	3,0	2,5	2,8	2,8	2,6
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,3	2,1	7,6	4,3	7,7	6,9	7,0	8,6	6,1	4,8	4,0	2,3
Podaż pieniądza (M3) <sup>b</sup>	% r/r	8,1	8,8	12,5	7,7	10,9	7,2	10,2	12,5	9,3	12,6	11,4	7,7
Zobowiązania <sup>b</sup>	% r/r	9,8	9,1	11,7	8,0	12,2	7,7	9,5	11,7	8,5	12,6	11,9	8,0
Należności <sup>b</sup>	% r/r	8,6	9,2	14,4	3,9	11,4	9,9	14,7	14,4	12,8	11,7	8,5	3,9
EUR/PLN	PLN	4,33	3,99	4,12	4,27	3,94	3,96	4,15	4,42	4,23	4,27	4,34	4,24
USD/PLN	PLN	3,12	3,02	2,96	3,38	2,88	2,75	2,94	3,28	3,23	3,33	3,47	3,49
CHF/PLN	PLN	2,81	2,90	3,34	3,35	3,06	3,16	3,56	3,60	3,50	3,51	3,28	3,11
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	3,50	3,50	4,50	4,75	3,75	4,50	4,50	4,50	4,50	4,75	4,75	4,75
WIBOR 3M	%	4,42	3,94	4,54	5,07	4,10	4,43	4,72	4,91	4,97	5,03	5,14	5,15
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,54	3,96	4,51	4,64	4,37	4,62	4,54	4,50	4,50	4,70	4,75	4,62
Rentowność obligacji 2L	%	5,17	4,72	4,81	4,70	5,01	4,97	4,54	4,71	4,66	4,73	4,74	4,66
Rentowność obligacji 5L	%	5,65	5,31	5,44	4,97	5,79	5,60	5,17	5,19	5,02	4,97	5,01	4,87
Rentowność obligacji 10L	%	6,11	5,74	5,98	5,46	6,27	6,03	5,77	5,83	5,58	5,43	5,46	5,37

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 11.06.2012 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. 22 586 83 63, Email: [maciej.reluga@bzwbk.pl](mailto:maciej.reluga@bzwbk.pl)

<b>Piotr Bielski</b>	22 586 83 33
<b>Agnieszka Decewicz</b>	22 586 83 41
<b>Marcin Luziński</b>	22 586 83 62
<b>Marcin Sulewski</b>	22 586 83 42

## 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. 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. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.