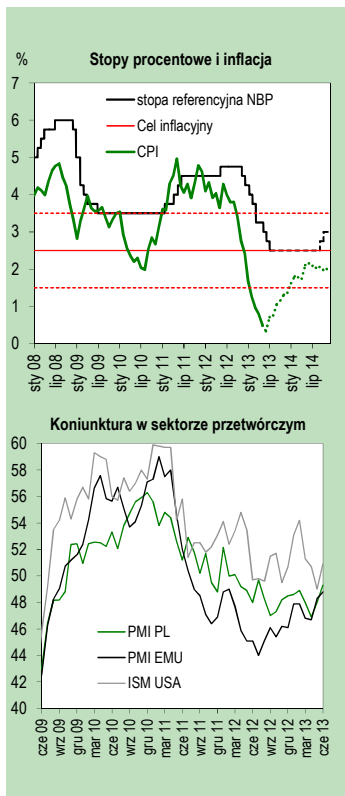


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Lipiec-Sierpień 2013



W tym miesiącu:

Temat miesiąca	2
<i>W różnorodności (eksportu) siła</i>	
Gospodarka Polski	5
Pod lupą: polityka pieniężna	7
Pod lupą: polityka fiskalna	9
Rynek stopy procentowej	10
Rynek walutowy	11
Monitor rynku	12
Kalendarz makroekonomiczny	13
Dane i prognozy ekonomiczne	14

Maciej Reluga

Główny Ekonomista
22 586 8363

Piotr Bielski
22 586 8333

Agnieszka Decewicz
22 586 8341

Marcin Luzziński
22 586 8362

Marcin Sulewski
22 586 8342

Email: ekonomia@bzwbk.pl

Przed nami gorące lato?

▪ Zarówno rok, jak i dwa lata temu, tytuły naszych dwumiesięcznych raportów (lipiec-sierpień) zapowiadały możliwość wystąpienia wielu ciekawych wydarzeń z punktu widzenia rynków finansowych, które sprawić mogły, że lato byłoby gorące nie tylko jeśli chodzi o temperaturę powietrza. Podobnie może być tym razem.

▪ Po pierwsze, w ciągu najbliższych dwóch miesięcy, przed wrześniowym posiedzeniem Fed, rynki będą z niecierpliwością wyczekiwały sygnałów/danych mogących pomóc określić przyszłą politykę pieniężną w USA. W ostatnich tygodniach mieliśmy do czynienia z pewnym uspokojeniem nastrojów po majowo-czerwcowej wyprzedaży – rentowności polskich (i nie tylko) obligacji spadły, kurs złotego się ustabilizował na poziomie ok. 4,30. Wydaje nam się jednak, że możemy mieć wciąż do czynienia ze zwiększoną zmiennością i oczekujemy kursu złotego na podwyższonym poziomie, a umocnienia do ok. 4,20 dopiero w czwartym kwartale.

▪ Po drugie, wciąż wypatrujemy oznak wyraźniejszego ożywienia koniunktury i jakiegokolwiek negatywnych sygnałów z gospodarki światowej (oprócz USA, co byłoby uznane za mniejsze szanse na wycofanie z QE3) mogłyby pogorszyć nastroje na rynku. Od jakiegoś już czasu sygnalizujemy, że głównym motorem wzrostu gospodarczego w Polsce będzie eksport. Ostatnie dane wydają się potwierdzać nasze prognozy. Jednocześnie, temat dywersyfikacji i zdobywania nowych rynków przez polskie produkty staje się coraz mocniej obecny w dyskusji o perspektywach polskiej gospodarki. W *Temacie miesiąca* pochylamy się nad tym raz jeszcze, pokazując, że struktura polskiego eksportu podlega procesowi dywersyfikacji, zwłaszcza geograficznej, co naszym zdaniem zmniejszy zmienność polskiego eksportu i zredukuje ryzyko znacznego załamania w handlu zagranicznym (zmniejszenie elastyczności polskiego eksportu względem popytu ze strefy euro).

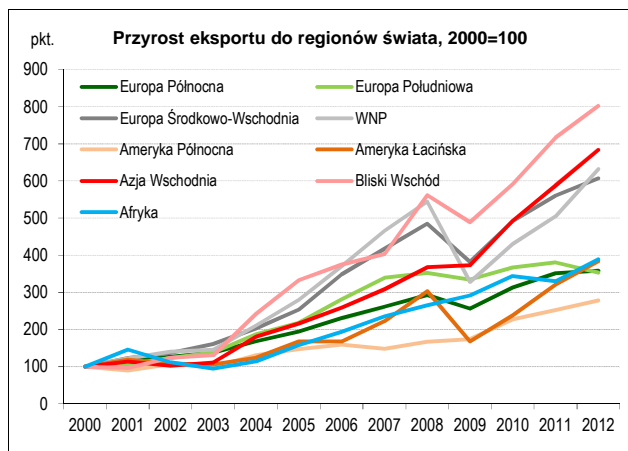
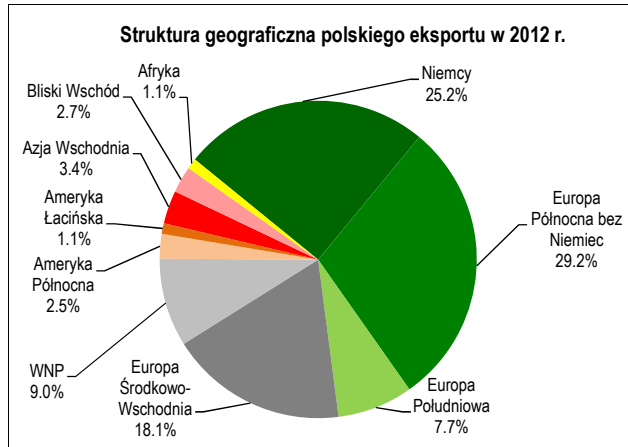
▪ Po trzecie, w okresie wakacyjnym nasilił się zapewne debata nad zmianami systemu emerytalnego (decyzja rządu pod koniec sierpnia) oraz rząd ogłosi zmiany dotyczące tegorocznego budżetu. Jak pisaliśmy miesiąc temu, istnieje techniczna (prawna) trudność z nowelizacją tegorocznego budżetu, ze względu na dług publiczny powyżej 50% PKB w 2011 r. Niemniej, przedstawiciele rządu w swoich wypowiedziach wciąż powtarzają, że nowelizacja budżetu zwiększająca deficyt jest możliwa. Jednocześnie, propozycja nowelizacji ustawy o finansach publicznych (UFP), dzięki której wprowadzona zostanie nowa reguła wydatkowa, obejmować ma również zmiany, polegające na zniesieniu sankcji, gdy dług przekroczy poziom 50% PKB. W naszej ocenie, nie jest do końca jasne czy zapisy w znowelizowanej UFP będą mogły zostać zastosowane do tegorocznego limitu dla wskaźnika deficyt/dochody (choć z punktu widzenia ministra finansów są one niezbędne jeśli chodzi o planowanie budżetu przyszłorocznego). A nawet jeśli mogłyby być, to pozostaje problem kolejności – najpierw pełna nowelizacja UFP, a dopiero potem nowelizacja budżetu?

▪ Po czwarte, po ogłoszeniu przez RPP zakończenia cyklu obniżek uczestnicy rynku finansowego są rozdarci w swoich oczekiwaniach – jedni nie wierzą RPP i oczekują jeszcze 50 pb obniżki, inni widzą podwyżki już na początku 2014 r. Zapewne wynika to z różnych prognoz gospodarczych – realizacja scenariusza stopniowego ożywienia i wzrostu inflacji w II poł. roku zapewne ujednolici oczekiwania odnośnie stopy NBP. Nasze prognozy są mniej więcej zbliżone z projekcją NBP jeśli chodzi o wzrost PKB, ale mniej optymistyczne dla inflacji. W sumie, nasze oczekiwania odnośnie polityki NBP są zbliżone do obecnej wyceny na rynku finansowym (pierwsza podwyżka najwcześniej za rok).

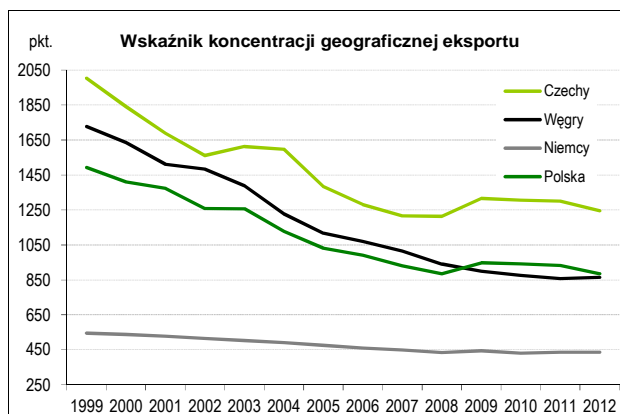
Na rynku finansowym 10 lipca 2013 r.:					
Stopa depozytowa NBP	1,00	WIBOR 3M	2,69	EURPLN	4,3240
Stopa referencyjna NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	2,90	USDPLN	3,3724
Stopa lombardowa NBP	4,00	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	3,37	CHFPLN	3,4811

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.07.2013 r.

Temat miesiąca: W różnorodności (eksportu) siła



	Nominalny przyrost eksportu w mln €, r/r		Zmiana udziału w eksporcie 2009-2012, pp
	2012	I kw. 2013	
Europa Północna	1526	225	-2,2
Europa Południowa	-844	-247	-2,9
Europa Środkowo-Wschodnia	1983	272	1,5
WNP	2579	184	2,2
Ameryka Północna	331	218	0,2
Ameryka Łacińska	254	101	0,4
Azja Wschodnia	674	399	0,7
Bliski Wschód	411	112	0,3
Afryka	235	70	-0,1



Uwaga: Szczegóły konstrukcji wskaźnika w aneksie

Od jakiegoś już czasu sygnalizujemy, że według naszych prognoz w tym roku głównym motorem wzrostu gospodarczego pozostanie eksport. Szacujemy, że eksport netto wniesie do PKB 1,8 punktu procentowego przy całorocznym wzroście gospodarczym na poziomie 1% r/r. Postawiliśmy tezę, że będzie to możliwe między innymi dlatego, że polscy przedsiębiorcy, skonfrontowani ze słabym popytem krajowym i u głównych odbiorców eksportowych, zaczęli szukać nowych możliwości sprzedażowych. To oznacza rosnącą dywersyfikację geograficzną i produktową polskiej sprzedaży zagranicznej, która dzięki temu staje się bardziej odporna na wahania popytu. Wydaje się, że ostatnie dane potwierdzają nasze przypuszczenia, a temat dywersyfikacji i zdobywania nowych rynków przez polskie produkty staje się coraz mocniej obecny w dyskusji o perspektywach polskiej gospodarki.

W tym numerze MAKROskopu postanowiliśmy głębiej przyjrzeć się zmianom struktury polskiego eksportu w ostatnich latach, zwracając szczególną uwagę na jego dywersyfikację geograficzną i produktową. Podjęliśmy także próbę oszacowania elastyczności polskiego eksportu względem realnego efektywnego kursu walutowego złotego i popytu zewnętrznego.

Coraz większa dywersyfikacja geograficzna

▪ Obecnie gros polskiego eksportu trafia do Europy Północnej i Południowej (uwaga: wyjaśnienie stosowanych przez nas definicji obszarów geograficznych w aneksie) – ponad 60%, z czego 25 pp to udział Niemiec. Istotnymi partnerami handlowymi Polski są także kraje Europy Środkowo-Wschodniej (zwłaszcza Czechy, Słowacja, Węgry) oraz kraje WNP (zwłaszcza Rosja i Ukraina).

▪ Dane w podziale na regiony świata pokazują, że w latach 2000-2012 najsilniej rosła wartość polskiego eksportu na Bliski Wschód (+700%), do Azji Wschodniej (+580%), WNP (+530%) i Europy Środk.-Wsch. (+510%). Warto podkreślić, że wzrost polskiego eksportu do Azji Wschodniej znacząco przyspieszył po 2008 r. W 2008 r. do Azji Wschodniej trafiło 2,2% polskiego eksportu, a przyrost eksportu do tego regionu świata stanowił aż 4,9% łącznego przyrostu polskiego eksportu w latach 2009-2012. Dla porównania przyrost eksportu do krajów Europy Południowej stanowił zaledwie 1,3% łącznego wzrostu mimo udziału na poziomie 9,5% w 2008 r.

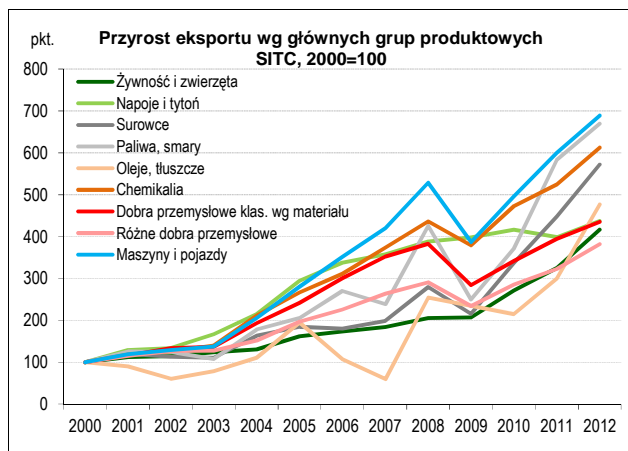
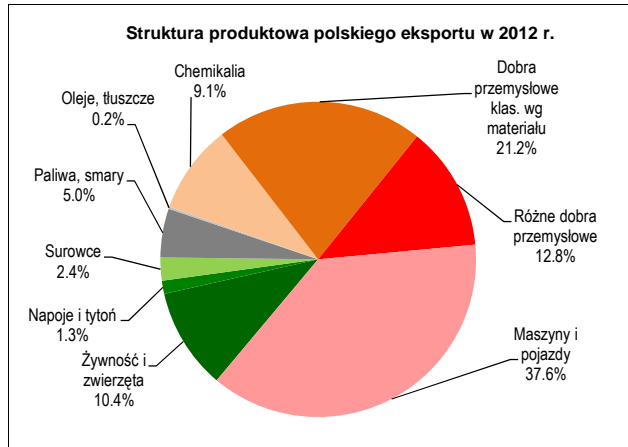
▪ Jeśli chodzi o zmiany polskiego eksportu w latach 2009-2012, to wśród 30 państw o największym nominalnym wzroście aż 18 to kraje spoza Europy Północnej i Południowej. Dla przyrostu w samym 2012 r. ta liczba wynosi już 24, z czego największe to: Rosja (1,65 mld €), Ukraina (777 mln), Czechy (501 mln), Litwa (343 mln), Słowacja (331 mln), Białoruś (245 mln), Stany Zjednoczone (168 mln), Hong Kong (164 mln), Kanada (164 mln) i Indie (145 mln). W 2012 r. przyrost eksportu do Azji (674 mln €) był porównywalny do łącznego przyrostu eksportu do Europy Północnej i Południowej (682 mln €), a w I kw. 2013 r. był najwyższy spośród wyróżnionych przez nas regionów.

▪ Afryka i Ameryka Łacińska to wciąż rynki stosunkowo nam obce – nie tylko udział tych państw w polskim eksporcie jest niski (łącznie ok. 2%), ale także wzrost jego wartości w latach 2000-2012 był mniej spektakularny (ok. 300%). Warto jednak podkreślić, że wzrost eksportu do tych regionów świata zaczął przyspieszać po 2008 r.

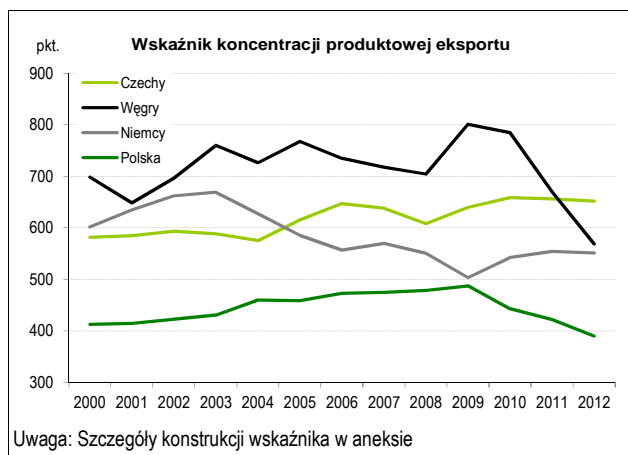
▪ W latach 2000-2008 struktura geograficzna polskiego eksportu ulegała stałej dywersyfikacji. Ta tendencja uległa odwróceniu podczas kryzysu w 2009 r., kiedy eksport do krajów rozwijających się, o relatywnie niskim udziale w polskim handlu zagranicznym, spadł mocniej niż eksport do krajów rozwiniętych, zwłaszcza Unii Europejskiej. W latach 2009-2011 wskaźnik dywersyfikacji eksportu był mniej więcej stały i dopiero w 2012 r. zobaczyliśmy bardziej wyraźny powrót do pierwotnego trendu.

▪ Na tle państw regionu Polska wypada dość korzystnie: poziom koncentracji geograficznej jest niższy od Czech i podobny do Węgier. Przez ostatnią dekadę mocno też zbliżyliśmy się do poziomu Niemiec, chociaż jednak w ostatnich latach to Węgrzy mocniej od Polski zdywersyfikowali swój handel zagraniczny.

Temat miesiąca: W różnorodności (eksportu) siła



	Nominalny przyrost eksportu w mln €, r/r	
	2012	I kw. 2013
Żywność i zwierzęta	2180	415
Napoje i tytoń	211	36
Surowce	149	123
Paliwa, smary	479	197
Oleje, tłuszcze	53	20
Chemikalia	865	208
Dobra przem. klas. wg materiału	1269	-21
Różne dobra przemysłowe	810	238
Maszyny i pojazdy	874	170



▪ Spadek wskaźnika koncentracji handlu zagranicznego w ostatniej dekadzie wynikał w znacznej mierze ze spadku zależności polskiego eksportu od Niemiec – w 2000 r. nasz zachodni sąsiad odbierał 35% towarów wysyłanych za granicę, w 2012 r. – już tylko 25%. Jeśli z kolei spojrzeć na strukturę polskiego eksportu z wyłączeniem Niemiec, to w latach 2000-2008 koncentracja **rosła**, co oznacza, że szybciej rósł eksport do znaczących partnerów handlowych. Od 2009 r. obserwujemy jednak spadek koncentracji – między innymi dzięki silnemu wzrostowi eksportu do Ameryki Łacińskiej, krajów WNP i Azji Wschodniej. **Można zatem postawić tezę, że kryzys zachęcił polskie firmy do szukania zbytu na nowych rynkach.**

▪ Największą odpornością na kryzys charakteryzował się handel z Ameryką Północną, Azją Wschodnią i Afryką – wartość eksportu do tych krajów wzrosła w 2009 r. Jednakże, ze względu na niski udział tych regionów w eksporcie ogółem nie przyniosło to polskim eksporterom znaczącego wsparcia.

Dywersyfikacja produktowa bez większych zmian

▪ Jeśli chodzi o strukturę produktową polskiego eksportu (klasyfikacja SITC), główną pozycję zajmują maszyny i pojazdy (37%) oraz dobra przetwórstwa przemysłowego (34%). Polska eksportuje także dużo żywności (10%), a także chemikaliów (9%). W ujęciu klasyfikacji BEC 15% eksportu stanowią dobra kapitałowe, 20% pojazdy i wyposażenie transportowe, 29% dobra pośrednie, 21% dobra konsumpcyjne i 10% żywność (w tym 8% przetworzona).

▪ W latach 2000-2012 najmocniejszy wzrost eksportu zanotowano w kategoriach: maszyny i transport (590%), paliwa i smary (570%), chemikalia (510%). Kategoriami najbardziej odpornymi na kryzys w 2009 r. okazały się być: żywność i zwierzęta oraz napoje i tytoń – zanotowały niewielki wzrost, podczas gdy wartość eksportu pozostałych kategorii spadła. W 2012 i na początku 2013 r. polskim hitem eksportowym była żywność.

▪ Jeśli chodzi o koncentrację produktową eksportu, to polska sprzedaż zagraniczna jest bardziej zdywersyfikowana niż w Czechach czy Węgrzech, a nawet bardziej niż w Niemczech (zarówno w klasyfikacji SITC jak i BEC). Sądzymy, że może to wynikać m. in. z większego udziału żywności w eksporcie (w Czechach ok 3%, na Węgrzech ok. 7,5%). W latach 2000-2009 wskaźnik koncentracji produktowej dla Polski poruszał się w trendzie wzrostowym, a później dość szybko spadł. Kategoriami odpowiedzialnymi za te zmiany są pojazdy drogowe – jeśli wyłączymy ten sektor z analizy, to w latach 2000-2012 zaobserwujemy stopniową, ale powolną dywersyfikację – nie widzimy istotnych zmian po kryzysie finansowym.

Niższa elastyczność popytowa względem strefy euro

▪ Według naszych oszacowań, spadek popytu zewnętrznego (ze strefy euro) o 1% powoduje spadek krajowego eksportu o ok. 2-4%, a deprecjacja realnego kursu o 1% powoduje wzrost eksportu o ok. 0,3-0,5%. To oznacza, że spadek popytu zagranicznego o 1% może zostać skompensowany realną deprecjacją złotego rzędu ok. 7-8%. **Można stwierdzić, że na skutek dywersyfikacji geograficznej obniżyła się wartość elastyczności eksportu ze względu na popyt ze strefy euro (wcześniej wychodziło nam ok. 5%).**

▪ Z naszej analizy wynika także, że elastyczność kursowa eksportu zależy m. in. od poziomu kursu. Gdy jest on w okolicach długookresowej średniej, to elastyczność eksportu na jego zmiany jest zerowa. Przy odchyleniu o ok. 8% od średniej elastyczność zwiększa się do ok. 0,6-0,8%. Oznacza to, że firmy intensyfikują eksplorację rynków zagranicznych, gdy złoty ulegnie mocnej deprecjacji i eksport staje się bardziej opłacalny. Gdy zaś złoty zbytnio się umocni – redukują produkcję za granicę. Wyniki sugerują także, że elastyczność kursowa maleje do zera przy bardzo dobrej koniunkturze w kraju – wówczas zapewne firmy koncentrują się na zaspokajaniu wysokiego popytu krajowego i zmiany kursu, a zatem i opłacalność eksportu, mniej je interesują.

Temat miesiąca: W różnorodności (eksportu) siła

Podsumowanie

- Jak pokazaliśmy powyżej, struktura polskiego eksportu podlega procesowi dywersyfikacji, zwłaszcza geograficznej, co naszym zdaniem zmniejszy jego zmienność i zredukuje ryzyko znacznego załamania w handlu zagranicznym. Znajduje to wyraz w wynikach przeprowadzonej przez nas analizy ekonometrycznej, która pokazała, że elastyczność polskiego eksportu względem popytu ze strefy euro obniżyła się. W ostatnim okresie zaobserwowaliśmy także mocną ekspansję polskiego eksportu żywności. Ponieważ popyt na żywność jest relatywnie stabilniejszy od popytu na inne dobra, to ten fakt również powinien wpływać stabilizująco na krajowy handel zagraniczny.
- Ponadto w ostatnich latach rośnie znaczenie gospodarek wschodzących, zwłaszcza z Europy Środkowo-Wschodniej, WNP i Azji, co powinno wpływać dodatnio na stopę wzrostu polskiego eksportu, biorąc pod uwagę szybszy wzrost gospodarczy w tych krajach niż w gospodarkach rozwiniętych w dłuższej perspektywie. W najbliższych miesiącach eksport będzie też wspierany przez obserwowaną ostatnio deprecjację złotego. Jak wynika z naszej analizy, złoty ma dodatni wpływ na eksport dopiero przy bardziej znaczących odchyleniach od długookresowej średniej – mniej więcej takich jak obserwujemy obecnie.
- **W sumie, tendencje obserwowane w ostatnich latach powinny pozytywnie wpłynąć na tempo wzrostu polskiego eksportu i ograniczać jego wahania.**

Temat miesiąca: aneks techniczny

Definicje stosowanych w tekście nazw obszarów geograficznych

Europa Środkowo-Wschodnia	Europejskie państwa byłego bloku wschodniego, poza tymi należącymi do WNP (Mołdawia, Ukraina, Białoruś, Rosja)
Europa Południowa	Portugalia, Hiszpania, Andora, Włochy, San Marino, Grecja, Cypr, Malta
WNP	Państwa Wspólnoty Niepodległych Państw oraz Gruzja
Europa Północna	Państwa europejskie nienależące do pozostałych kategorii
Ameryka Północna	USA i Kanada
Ameryka Łacińska	Państwa Ameryki Południowej, Środkowej i Karaibów oraz Meksyk
Afryka	Państwa afrykańskie
Bliski Wschód	Azjatyckie państwa Bliskiego Wschodu wraz z Pakistanem i Afganistanem
Azja Wschodnia	Państwa azjatyckie nienależące do pozostałych kategorii plus Australia i Oceania

Wyjaśnienie sposobu obliczenia współczynnika koncentracji geograficznej i produktowej

Obliczone przez nas współczynniki koncentracji geograficznej i produktowej są tożsame z indeksami koncentracji Herfindahla-Hirschmana. Wartość indeksu stanowi sumę udziałów procentowych poszczególnych państw/produktów podniesionych do kwadratu. Indeks przyjmuje wartości od $10000/n$ do 10000, gdzie n to liczba państw/produktów. W celu obliczenia współczynnika koncentracji produktowej zastosowano drugi stopień dezagregacji wg klasyfikacji SITC (71 grup produktów).

Elastyczność eksportu

Według teorii niedoskonałych substytutów, wolumen eksportu zależy od popytu zewnętrznego oraz konkurencyjności cenowej towarów danego kraju. W związku z tym skonstruowaliśmy model, w którym zmienna opisująca polski eksport była objaśniana PKB strefy euro (przybliżającym popyt zewnętrzny, ozn. EA_GDP) oraz realnym efektywnym kursem złotego (przybliżającym konkurencyjność cenową, ozn. REER). Ponadto w charakterze zmiennych objaśniających wykorzystaliśmy także polski popyt krajowy, opisujący rozwój krajowej produkcji (ozn. DOMESTIC), oraz udział światowego handlu w światowym PKB, co odzwierciedla zmiany natężenia

handlu (ozn. SHARE). Modele szacowaliśmy na odsezonowanych danych o częstotliwości kwartalnej z okresu I kw. 1995 – IV kw. 2012 (dane o handlu światowym występują w częstotliwości rocznej, zatem dokonaliśmy ich interpolacji). Wszystkie zmienne zostały zlogarytmizowane, dzięki czemu uzyskane parametry można interpretować jako elastyczności. Model szacowaliśmy różnymi metodami i przy różnych podzbiorach zmiennych objaśniających. Poniżej wyniki oszacowania modelu o najniższych wartościach kryteriów informacyjnych.

Zmienna	Parametr (p-value)
C	-8,77 (0,00)
REER	-0,41 (0,03)
EA_GDP	2,53 (0,00)
DOMESTIC	0,91 (0,00)
SHARE	0,53 (0,04)

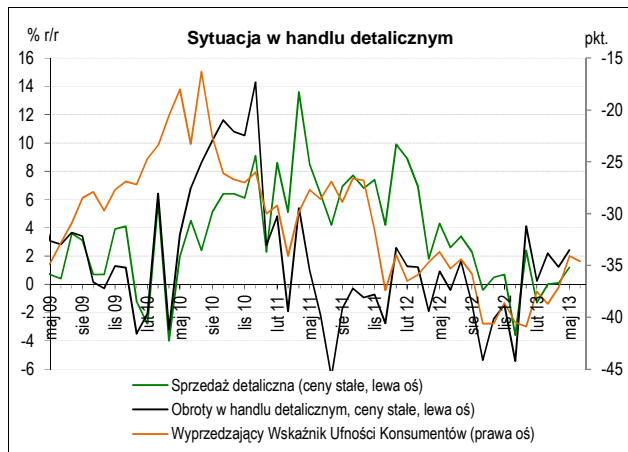
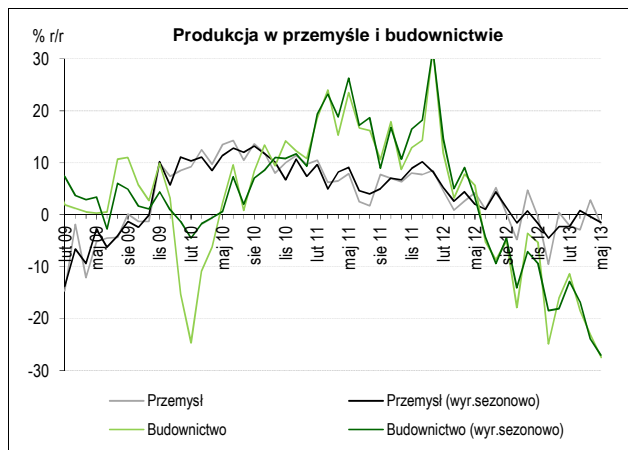
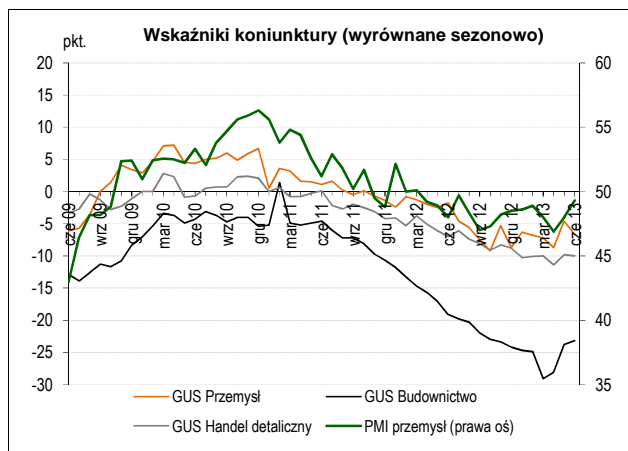
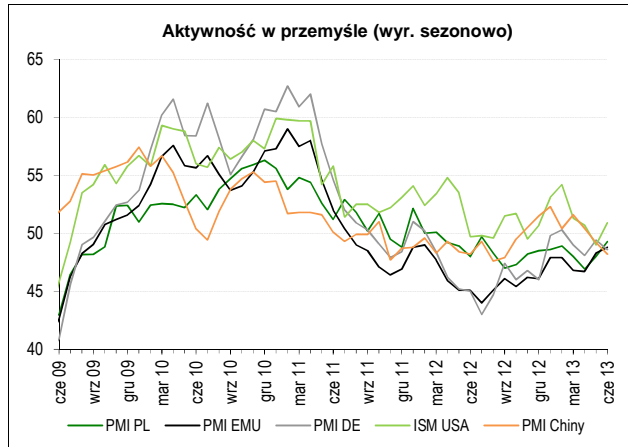
Uwaga: Przedstawione równanie opisuje zależność długookresową. Warto zauważyć, że w równaniu krótkookresowym (wyników nie prezentujemy) zależność eksportu od popytu krajowego jest ujemna (podobnie jak wychodziło nam w poprzednich badaniach).

Poza modelem bazowym oszacowaliśmy modele nieliniowe o zmiennych reżimach, zakładając, że parametry modelu mogą zmieniać wartość w zależności od poziomu pewnej innej zmiennej. Według uzyskanych przez nas wyników, elastyczność kursowa eksportu zależy od a) poziomu kursu, b) wartości luki popytowej. Uzyskane wartości parametrów są podsumowane w tabeli poniżej.

Zmienna	Parametr (p-value)			
	Zależność od luki popytowej		Zależność od poziomu kursu	
REER	Niska koniunktura	-0,22 (0,04)	Słaby złoty	-0,86 (0,01)
			Średni złoty	-0,03 (0,88)
	Wysoka koniunktura	-0,02 (0,86)	Mocny złoty	-0,61 (0,03)
EA_GDP	1,99 (0,00)		1,37 (0,00)	
DOMESTIC	0,95 (0,00)		1,03 (0,00)	
SHARE	0,69 (0,00)		0,81 (0,00)	

Źródło: Eurostat, MFW, GUS, BZ WBK

Gospodarka Polski



Wypatrując ożywienia

▪ Ostatnie dane makroekonomiczne ze świata wskazują raczej na stopniową poprawę aktywności ekonomicznej, choć nadal tendencje nie są jednoznaczne i sporo jest znaków zapytania. O ile wzrost większości indeksów PMI w strefie euro (szczególnie silny w krajach peryferyjnych) pozwala wierzyć, że najgorsze gospodarka europejska ma już za sobą, niepokój budzą rozczarowujące dane z Niemiec. Wyraźnemu ożywieniu w USA towarzyszą słabe dane z Chin, wskazujące na spowolnienie. Jednocześnie MFW ponownie obniżył prognozy gospodarcze.

▪ Indeks PMI dla polskiego przemysłu wzrósł w czerwcu po raz drugi z rzędu, przekraczając oczekiwania i osiągając najwyższą wartość od prawie roku. Subindeks produkcji niemal osiągnął, a nowych zamówień lekko przekroczył poziom 50 pkt, którego przebicie sygnalizuje ożywienie, a firmy uzasadniały poprawę liczby zamówień większym popytem eksportowym. Zdaje się to potwierdzać oczekiwany przez nas od pewnego czasu scenariusz ożywienia gospodarczego napędzanego eksportem.

▪ Jednocześnie, warto odnotować, że część poprawy łącznego indeksu PMI dla Polski (wg nas ok. 0,3-0,4 pkt) wynikała ze wzrostu komponentu czasu dostaw wskutek powodzi, czyli nie była efektem lepszej koniunktury, a czynników jednorazowych.

▪ Co więcej, inne badania koniunktury nie są tak optymistyczne jak raport PMI. Wyrównany sezonowo indeks koniunktury GUS dla polskiego przemysłu pogorszył się w czerwcu, za czym stał m.in. wyraźny spadek subindeksu bieżącej produkcji i lekki spadek zamówień. Koniunktura w handlu i usługach ustabilizowała się w ostatnich miesiącach na niskim poziomie, natomiast indeks nastrojów w budownictwie, mimo pewnej poprawy w ostatnich trzech miesiącach, nadal jest mocno ujemny, blisko najniższych poziomów w historii. Indeksy nastrojów konsumentów notowały nieznaczne wzrosty w ostatnim okresie.

Przemysł nadal w stagnacji, budownictwo wciąż szuka dna

▪ W maju produkcja sprzedana przemysłu spadła o 1,8% r/r, m.in. za sprawą efektów kalendarzowych. Roczna dynamika produkcji od kilku kwartałów oscyluje wokół zera, co wskazuje, że sektor wciąż pozostaje w stagnacji. Pewnym pozytywnym sygnałem był wzrost produkcji w niektórych sektorach nastawionych na eksport, np. w produkcji mebli (+6,7% r/r) i pojazdów samochodowych (+4,3% r/r). Jeśli sygnały z badań koniunktury miałyby się potwierdzić, to w II półroczu wzrost produkcji powinien być już wyraźnie powyżej zera.

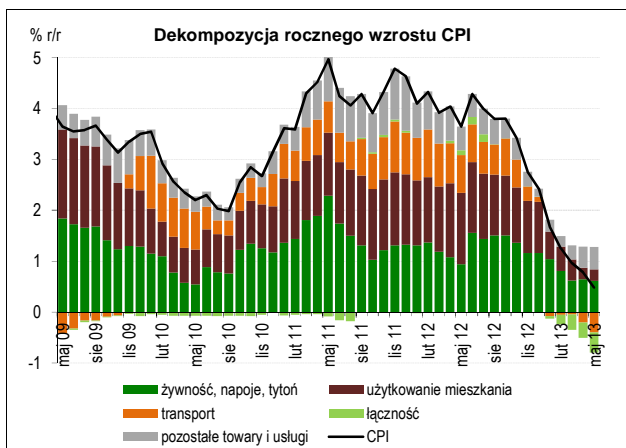
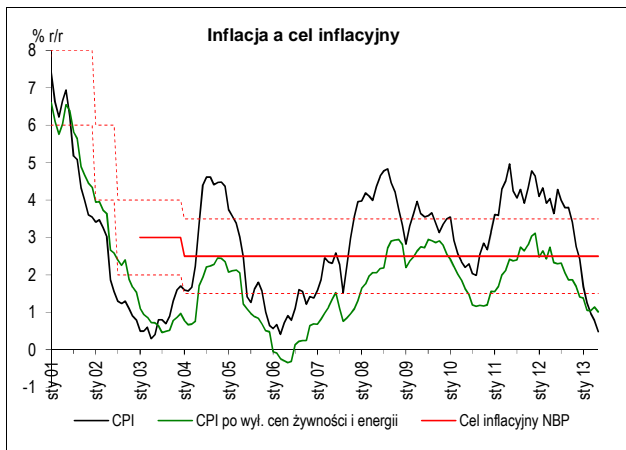
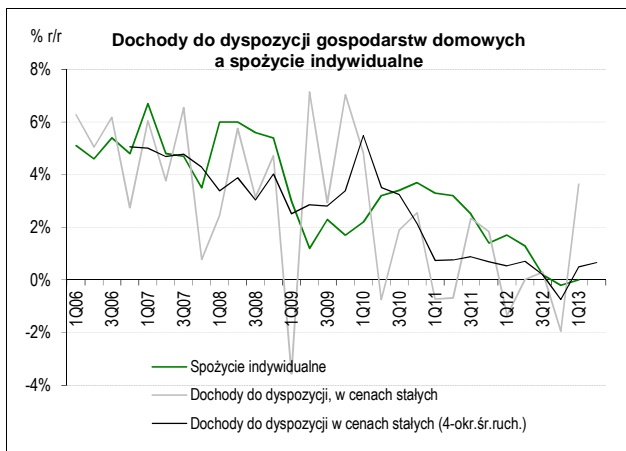
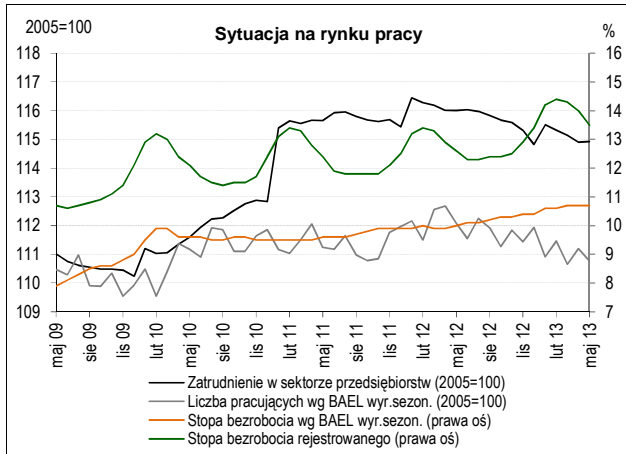
▪ Z kolei w sektorze budowlano-montażowym zapaść się pogłębia – po spadku produkcji w maju o 27,5% r/r jej wolumen cofnął się do poziomu sprzed prawie sześciu lat. Niemniej, w kolejnych miesiącach roczna dynamika produkcji w budownictwie powinna się stopniowo poprawiać pod wpływem malejącej bazy (w ub.r. aktywność nagle załamała się po zakończeniu przygotowań do Euro2012).

Nieco wyższe zakupy konsumentów

▪ W maju zanotowano pewną poprawę w handlu detalicznym. Wartość sprzedaży detalicznej wzrosła nominalnie o 0,5% r/r, a realnie o 1,2% r/r. Przyspieszył wzrost sprzedaży samochodów, ale dobre wyniki zanotowano również w handlu meblami i sprzętem RTV-AGD, w sprzedaży odzieży i obuwiu oraz leków i kosmetyków. Coraz szybciej rośnie też wskaźnik obrotów w handlu detalicznym (obejmujący – w odróżnieniu od danych o sprzedaży detalicznej – również informacje z małych sklepów). Dane potwierdzają nasze oczekiwania, zgodnie z którymi dynamika spożycia indywidualnego powinna stopniowo rosnąć poczynając od II kwartału br.

▪ Niemniej, ujemny deflator w handlu detalicznym wskazuje, że sprzedawcy konkurują o klientów głównie ceną, co sugeruje, że ogólnie popyt konsumpcyjny jest nadal dość słaby.

Gospodarka Polski

**Bezrobocie spada, ale tylko to rejestrowane**

▪ Majowe dane z rynku pracy przyniosły kilka informacji o dość optymistycznym (przynajmniej na pierwszy rzut oka) wydzwieku – stopa bezrobocia rejestrowanego spadła mocniej niż zwykle o tej porze roku, do 13,5%, a przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw przerwało w trwającą od wielu miesięcy tendencję spadkową i zanotowało nieznaczny wzrost (o 1 tys. etatów wobec kwietnia).

▪ Niemniej, naszym zdaniem dokładniejsza analiza danych nie przekonuje na razie o ożywieniu na krajowym rynku pracy. Mocny spadek stopy bezrobocia rejestrowanego to m.in. efekt działań interwencyjnych MPlPS, które do prac subsydiowanych i na szkolenia wysłało w maju ok. 50 tys. bezrobotnych. Stopa bezrobocia wg BAEL po korekcie sezonowej pozostała w maju trzeci miesiąc z rzędu stabilna na poziomie 10,7%, najwyżej od niemal siedmiu lat. Co więcej, dane BAEL wskazują na kontynuację spadkowej tendencji liczby pracujących (ok. -1% r/r), tak więc gdyby nie lekki spadek aktywności zawodowej w ostatnich miesiącach moglibyśmy mieć do czynienia z dalszym wzrostem sezonowo wyrównanej stopy bezrobocia.

Wzrost dochodów stopniowo powinien wspierać konsumpcję

▪ Wzrost płac w sektorze firm wyniósł w maju 2,3% r/r, mniej niż oczekiwano. Jednak – jak już pisaliśmy przed miesiącem – średni realny wzrost dochodów gospodarstw domowych w II kwartale wyraźnie przyspieszy ze względu na mocny spadek inflacji.

▪ Wg niefinansowych rachunków kwartalnych opublikowanych przez GUS, już w I kw. br. dynamika realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych wyraźnie wzrosła (do 3,6% r/r z -1,9% r/r w IV kw. 2012). Jednocześnie, nieznacznie spadła stopa oszczędzania. Zakładana przez nas poprawa dynamiki dochodów będzie sprzyjała stopniowemu ożywieniu konsumpcji indywidualnej w dalszej części roku.

Inflacja blisko dołka, od lipca zacznie rosnąć

▪ Zgodnie z naszymi oczekiwaniami, stopa inflacji CPI spadła w maju do 0,5% r/r, najniższego poziomu od marca 2006 r. Wyraźne spadki cen w porównaniu z kwietniem odnotowano w transporcie (efekt paliw taniejących o 4% m/m), łączności (nowe oferty na rynku telefonii) i rekreacji (cofnięcie podwyżek przez operatorów telewizji kablowych i cyfrowych). Obniżyły się też wszystkie miary inflacji bazowej (w tym CPI po wyłączeniu cen żywności i energii do 1% r/r), a dynamika PPI pozostała znacznie poniżej zera (-2,5% r/r), potwierdzając całkowity brak presji kosztowej na producentów.

▪ Inflacja w Polsce jest obecnie jedną z najniższych w Unii Europejskiej (po Grecji, Łotwie, Cyprze i Szwecji).

▪ Niska i wciąż spadająca inflacja to w dużym stopniu efekt słabości popytu krajowego. Niemniej, trzeba pamiętać, że do obniżenia dynamiki CPI w tym roku przyczynił się też szereg czynników jednorazowych – obniżka cen gazu i prądu, wojna cenowa na rynku telekomunikacyjnym, obniżki cen połączeń telefonicznych w wyniku zmian regulacji w UE. Gdyby założyć, że tegoroczne spadki cen w telekomunikacji nie powtórzą się w 2014 r., już sam „efekt bazy” z tego tytułu podniesie roczną stopę inflacji o 0,54 pkt. proc., a stopę inflacji bazowej o 0,94 pkt. proc. Brak obniżek cen prądu i gazu, to kolejne 0,23 pkt. proc. wzrostu CPI w przyszłym roku.

▪ Sądzymy, że dołek inflacyjny został osiągnięty w czerwcu, kiedy to dynamika CPI obniżyła się do ok. 0,3% r/r, wyrównując tym samym rekord niskiej inflacji z kwietnia 2003 r. Kolejne miesiące przyniosą prawdopodobnie stopniowe przyspieszenie wzrostu cen. Przyczyni się do tego wzrost opłat związanych z ustawą śmieciową, ale przede wszystkim efekt bardzo niskiej bazy z drugiego półrocza 2012 r. Inflacja CPI i bazowa będą stopniowo piąć się w górę w kolejnych kwartałach, ale wg naszych prognoz pozostaną poniżej celu inflacyjnego 2,5% do końca 2014 roku.

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragmenty komunikatu RPP w lipcu

Dostępne dane wskazują, że aktywność gospodarcza na świecie I połowie 2013 r. pozostała niska. Jednocześnie wciąż widoczne jest silne zróżnicowanie stanu koniunktury w poszczególnych gospodarkach. Znacząco lepszej sytuacji w Stanach Zjednoczonych towarzyszyły prawdopodobnie utrzymanie się recesji w strefie euro i brak wyraźnego ożywienia wzrostu w części największych krajów rozwijających się, w tym w Chinach. Niska dynamika aktywności gospodarczej na świecie, a także wcześniejszy spadek cen surowców sprzyjają niskiej inflacji w wielu krajach. Sygnały możliwego ograniczenia ekspansji monetarnej przez Rezerwę Federalną spowodowały pogorszenie się nastrojów na rynkach finansowych w ostatnim okresie. Przyczyniło się to do pewnego odpływu kapitału z rynków wschodzących i deprecjacji kursów ich walut, w tym kursu złotego.

W Polsce, dane (...) wskazują na utrzymanie się niskiej dynamiki aktywności gospodarczej w II kw. Sygnalizuje to także część wskaźników koniunktury, choć niektóre z nich w ostatnim okresie się poprawiły. Kontynuacja niskiego wzrostu gospodarczego sprzyja utrzymaniu niskiej dynamiki wynagrodzeń. Jednocześnie w maju 2013 r. nastąpiło wyhamowanie spadku zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw (...). Zarówno dynamika kredytów dla gospodarstw domowych, jak i dla przedsiębiorstw utrzymały się na niskim poziomie.

W ocenie Rady, napływające dane potwierdzają utrzymywanie się niskiego wzrostu gospodarczego w Polsce, czemu towarzyszy brak presji płacowej i inflacyjnej. Lipcowa projekcja wskazuje jednak, że od II połowy bieżącego roku – wraz z oczekiwaną poprawą koniunktury na świecie – prognozowane jest stopniowe przyspieszenie dynamiki PKB, które będzie oddziaływało w kierunku wzrostu inflacji w kolejnych latach. Mimo to, utrzymuje się ryzyko kształtowania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. Biorąc to pod uwagę Rada postanowiła ponownie obniżyć stopy procentowe NBP.

Rada uznaje, że dokonane od listopada 2012 r. znaczące obniżenie stóp procentowych NBP, sprzyja ożywieniu gospodarki i ogranicza ryzyko kształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie. Podjęta na dzisiejszym posiedzeniu decyzja o obniżeniu stóp procentowych NBP kończy cykl łagodzenia polityki pieniężnej.

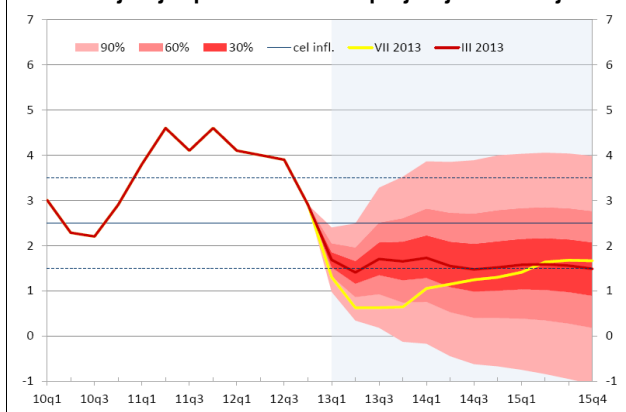
To już jest koniec...

- W lipcu Rada Polityki Pieniężnej obniżyła stopy procentowe o 25 pkt bazowych, jednocześnie ogłaszając, że ta decyzja kończy cykl łagodzenia polityki pieniężnej. Rada uznała, że „dokonane od listopada 2012 r. znaczące obniżenie stóp procentowych NBP, sprzyja ożywieniu gospodarki i ogranicza ryzyko kształtowania się inflacji poniżej celu inflacyjnego w średnim okresie”.
- O ile spodziewaliśmy się, że będzie to ostatnia obniżka w cyklu, to jednak myśleliśmy, że Rada wciąż pozostawi sobie furtkę do ewentualnych kolejnych obniżek na jesieni, biorąc pod uwagę skalę niepewności w gospodarce. Wydaje nam się, że takie stanowisko uzasadniałaby również nowa projekcja inflacji i PKB. Wskazuje ona na ścieżkę obydwu wskaźników na poziomie niższym (niewiele, ale jednak) niż w projekcji marcowej (szczegóły poniżej). Większość członków Rady najwyraźniej stwierdziła, że łączna skala obniżek sprawdziła już stopy oficjalne do adekwatnego poziomu, biorąc pod uwagę obecną i oczekiwaną przez nich sytuację gospodarczą. Zapewne większość członków Rady ocenia sytuację gospodarczą bardziej optymistycznie, co potwierdziły ich wypowiedzi podczas konferencji prasowej (szczegóły na następnej stronie).
- Oby nie okazało się, że podobnie jak po decyzji marcowej, cykl trzeba ponownie rozpocząć, jeśli napływające dane potwierdzą obraz z projekcji, lub gorszy. Naszym zdaniem, tak się jednak nie stanie i Rada nie powróci w tym roku do obniżek. Kolejny ruch to będzie podwyżka... za jakiś czas, w przyszłym roku.
- Z optymizmem polskiej RPP wyraźnie kontrastują komunikaty EBC i Banku Anglii, w których przeważała ostrożność. Prezesa obu banków podkreślali asymetryczne ryzyka dla wzrostu gospodarczego i w niespotykany dotąd sposób zadeklarowali, że stopy procentowe pozostaną jeszcze długo rekordowo niskie.

Projekcje NBP kolejnych Raportach o inflacji

	Wzrost PKB			
	Lip 12	Lis 12	Mar 13	Lip 13
2013	1,0-3,2	0,5-2,5	0,6-2,0	0,5-1,7
2014	1,7-4,2	1,1-3,5	1,4-3,7	1,2-3,5
2015	x	x	1,9-4,4	1,6-4,2
	Inflacja CPI			
	Lip 12	Lis 12	Mar 13	Lip 13
2013	2,0-3,4	1,8-3,1	1,3-1,9	0,6-1,1
2014	1,0-2,7	0,7-2,4	0,8-2,4	0,4-2,0
2015	x	x	0,7-2,4	0,7-2,4

Projekcja lipcowa CPI na tle projekcji marcowej

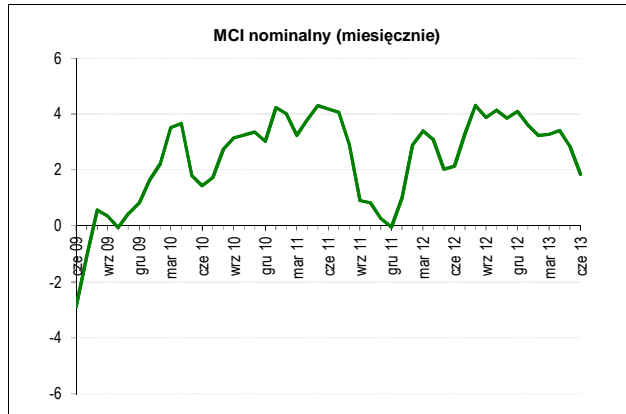


Źródło: GUS, NBP, BZ WBK

... pomimo (optymistycznej) zmiany projekcji inflacji w dół

- Tabela obok przedstawia wyniki lipcowej projekcji – według NBP wzrost PKB i inflacja CPI ukształtują się w podanych przedziałach z prawdopodobieństwem wynoszącym 50%. Jak widać, nastąpiło pewne obniżenie prognozowanego tempa wzrostu gospodarczego na lata 2013-15 (środki przedziału odpowiednio 1,1%, 2,35%, 2,9%) oraz obniżenie ścieżki inflacji na lata 2014-15 (środki przedziału odpowiednio 1,2% i 1,55%).
- W przypadku ścieżki wzrostu gospodarczego nasze prognozy są podobne, zarówno jeśli chodzi o trend wzrostu PKB (1,0%, 2,6%, 2,9%), jak i strukturę – powolne odbicie konsumpcji i (jeszcze późniejsze) inwestycji.
- Analicyści NBP po raz kolejny obniżyli szacunki tempa wzrostu produktu potencjalnego – do 2,6-2,7% z 2,8% w raporcie marcowym (2,9-3,0% w raporcie sprzed roku). Znacząco obniżono również stopę NAWRU – z ponad 10% do ok. 9,5% na lata 2013-15.
- Jeśli chodzi o tendencje inflacyjne, na uwagę zasługuje fakt obniżenia ścieżki projekcji pomimo uwzględnienia braku obniżki VAT od stycznia 2014 (rząd ogłosił to już w Programie Konwergencji). NBP zakłada utrzymanie bardzo niskiej inflacji bazowej (ok. 1%, a nawet poniżej tego poziomu w 2014 roku), co jest związane z niską presją popytową i stabilnym (mocniejszym niż w marcowej projekcji) kursem złotego. Choć w części opisowej *Raport o inflacji* zwraca uwagę, że do obniżenia inflacji bazowej przyczyniły się obniżki cen w kategorii łączność, w części projekcyjnej nie odnosi się do tego elementu. A przecież brak kontynuacji wojny cenowej na rynku telekomunikacyjnym miałby wyraźny wpływ na inflację (piszemy o tym na str. 6).
- Dodatkowo, projekcja inflacji zakłada utrzymanie dość niskiej dynamiki cen żywności (poniżej 2%) do 2015. W sumie, oceniamy ścieżkę inflacji przedstawioną w nowej projekcji jako optymistyczną i nie dziwi nas zbytnio podobne podejście RPP.

Restrykcyjność (Rady) Polityki Pieniężnej



Oslabienie złotego zmniejsza restrykcyjność monetarną

- Jak można było przypuszczać, nominalny indeks restrykcyjności polityki pieniężnej zanotował w czerwcu wyraźny spadek, pogłębiając trend spadkowy widoczny od końca 2012 roku.
- Za spadkiem indeksu stało przede wszystkim wyraźne osłabienie złotego, w wyniku którego kurs EUR/PLN przesunął się z poniżej do powyżej długoterminowego trendu. Jednocześnie, mniejszej restrykcyjności polityki pieniężnej nadal sprzyjał lekki spadek stóp WIBOR w oczekiwaniu na lipcową decyzję RPP o obniżce stopy referencyjnej.
- Zakończenie cyklu obniżek przez RPP oznaczać będzie koniec spadków WIBOR. W tej sytuacji zmiany MCI uzależnione będą od sytuacji na rynku walutowym. Lekkie umocnienie złotego pod koniec roku powinno prowadzić do wzrostu indeksu.

Zakończenie cyklu wyrazem optymizmu

Przejęcie do neutralnego nastawienia w polityce pieniężnej Prezes NBP Marek Belka uzasadnił podczas konferencji prasowej poprawą perspektyw gospodarczych („najgorsze polska gospodarka ma już za sobą”), oczekiwaną wzrostową tendencją inflacji (jej obecny niski poziom powodowany przez czynniki jednorazowe, z czym się w znacznej mierze zgadzamy) oraz faktem, że RPP dokonała już znacznych obniżek stóp w tym cyklu i nie ma miejsca na dalszą redukcję stóp NBP, biorąc pod uwagę poziom realnej stopy procentowej. Według przewodniczącego Rady, stopy powinny utrzymać się na bieżącym poziomie „parę ładnych miesięcy”, „co najmniej do końca bieżącego roku”.

Prezes Belka potwierdził na konferencji prasowej, że „zakończenie cyklu obniżek stanowi wyraz pewnego optymizmu RPP; chciałbym, aby było to traktowane, jako sygnał wystany do gospodarki, że droga do ożywienia jest otwarta”. Najwyraźniej, w stosunku do nowej projekcji członkowie RPP są bardziej optymistyczni odnośnie tempa wzrostu PKB, a bardziej pesymistyczni (widzą więcej czynników ryzyka) dla inflacji.

Podczas lipcowej konferencji zostało podkreślone, że poprzez ogłoszenie końca obniżek Rada chciała „uporządkować” sytuację odnośnie oczekiwań. Choć w tej kwestii sytuacja była (przynajmniej ostatnio) dość ustabilizowana (wycena przyszłej ścieżki stóp zakładała, że Rada może zakończyć cykl ze stopą referencyjną na poziomie właśnie ok. 2,5%), to lipcowa decyzja oraz komunikat spowodowały pewne wahania na rynku – złoty mocniejszy, stawki FRA i krótkoterminowe IRS (1-2 lata) wzrosły tymczasowo o ok. 10 pb. Jeśli chodzi o oczekiwania analityków, wciąż można zauważyć ekstremalne opinie, np. obniżka o jeszcze 50 pb w ciągu 6 miesięcy lub dość szybka podwyżka (I kw. 2014).

Nie ma ani potrzeby ani możliwości dalszych obniżek

Od dłuższego czasu twierdziliśmy, że wypowiedzi najbardziej jastrzębich członków RPP (szczegóły na osi restrykcyjności obok) nie wnoszą wiele do oceny perspektyw polityki pieniężnej. Obecnie zaś najciekawsze są opinie członków najbardziej gołębich. Jeśli bowiem nawet oni mówią o zakończeniu cyklu obniżek, to znaczy, że naprawdę trudno byłoby zbudować większość do takiego ruchu w najbliższych miesiącach (nie ma komu nawet złożyć wniosku).

Andrzej Bratkowski powiedział ostatnio, że „w tej chwili sytuacja dojrzała do tego, żebyśmy mogli powiedzieć, że patrzymy bardziej optymistycznie na to, co się dzieje w gospodarce”. Co ważniejsze, dodał on, że „kontynuacja polityki luzowania, obniżania stóp procentowych mogłaby się okazać procykliczna”.

Elżbieta Chojna-Duch, czyli członkini Rady, która do niedawna (do momentu, gdy nie poparła Bratkowskiego i Anny Zielińskiej-Głębockiej w głosowaniu nad obniżką o 50 pb w maju) była najbardziej gołębią, powiedziała po lipcowym posiedzeniu wprost: nie widzę możliwości, aby w Radzie znalazła się większość dla dalszych obniżek. Choć Chojna-Duch aż tak optymistyczna odnośnie polskiej gospodarki nie jest („perspektywy gospodarki nie są zbyt dobre”), to uważa, że RPP powinna teraz ocenić efekty wcześniejszych działań.

Zgadamy się z oceną większości RPP, że polska gospodarka najgorsze ma już prawdopodobnie za sobą. Jednocześnie, należy sobie zdawać sprawę, że skala niepewności dotyczącej sytuacji w kolejnych kwartałach jest bardzo wysoka (na co wskazują m.in. ostatnie komunikaty EBC i BoE). Ogłoszenie neutralnego nastawienia przez RPP może więc wydawać się nieco przedwczesne. Niemniej, jeśli sytuacja w gospodarce przebiegać będzie zgodnie z naszymi prognozami, to RPP nie powinna mieć powodów, aby wycofywać się z tej deklaracji.

Rzońca (1,32)

Winięcki (1,32)

Gilowska (1,36)

Kaźmierczak (1,28)

Głapiński (1,24)

Hausner (1,03)

Belka (0,95)

Zielińska-Głębocka (0,76)

Chojna-Duch (0,66)

Bratkowski (0,48)

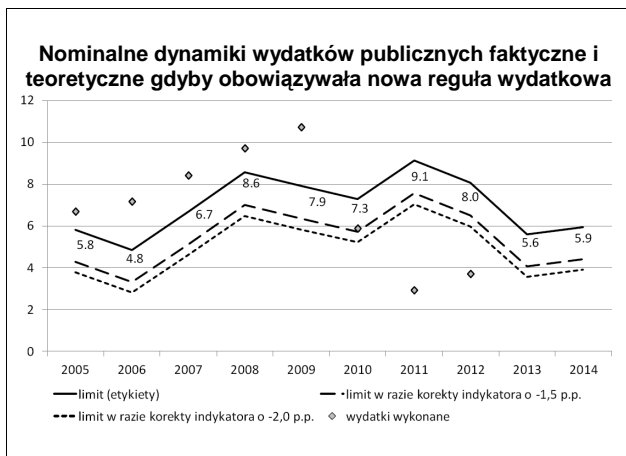
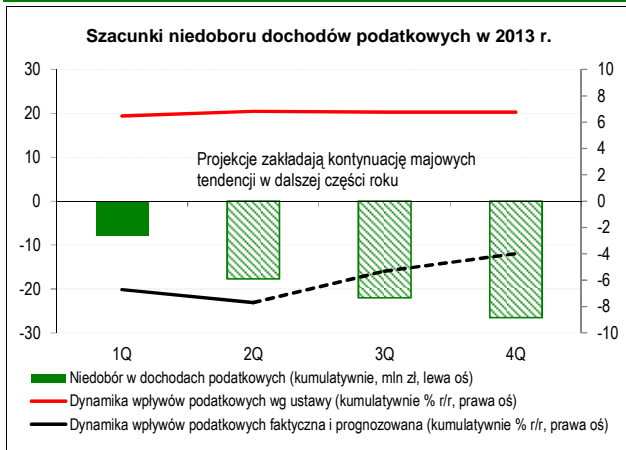


Indeks przyjmuje wartości od 0 do 2. Za głosowanie zgodne z podjętą decyzją przyznawany jest 1 pkt., za głosowanie za bardziej jastrzębią decyzją niż podjęta przyznawane są 2 pkt., a za głosowanie za mniej jastrzębią decyzją niż podjęta przyznawane jest 0 pkt. Wartość indeksu dla danego bankiera centralnego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

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

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

Pod lupą: polityka fiskalna



Portfel obligacji OFE (w mln PLN, dane na koniec maja br.)

	OK	PS	DS	WS i inne	WZ i IZ	Razem
2013	127		295	405		826
2014	1 332	1 696				3 028
2015	223	4 776	2 018		5 614	12 630
2016		14 332			6 001	20 333
2017		4 606	2 233		6 893	13 732
2018		15 604			9 466	25 071
2019			7 881			7 881
2020			4 779			4 779
2021			5 868		8 407	14 274
2022				2 025		2 025
2023			2 080		3 903	5 983
2024+				2 890	3 296	6 186
Razem	1 682	41 014	25 152	5 321	43 580	116 748

	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	10.07	zmiana od 10.06.12	zmiana od 31.12.12	10.07	zmiana od 10.06.12	zmiana od 31.12.12
Polska	227	-6	-14	94	17	15
Czechy	47	-7	-7	66	3	3
Węgry	407	-41	-84	305	-2	36
Grecja	947	138	-106	0	0	0
Hiszpania	318	19	-81	267	23	-21
Irlandia	230	-19	-89	162	6	-54
Portugalia	512	55	-57	460	111	23
Włochy	281	11	-41	263	7	-11
Niemcy	-	-	-	32	4	-7

Źródło: GUS, NBP, Reuters, Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Rząd coraz bliżej nowelizacji?

■ Według naszych szacunków, przy założeniu utrzymania dynamiki dochodów podatkowych z maja, ich niedobór wyniosłby w tym roku ok. 25 mld zł. Może on zostać częściowo pokryty przez dochody niepodatkowe (zysk NBP, wyższe dywidendy) oraz obniżenie wydatków. Jednak wydaje się pewne, że deficyt sektora finansów publicznych będzie wyższy od planu. Pytanie tylko czy stanie się to również w przypadku budżetu centralnego. Jak to opisywaliśmy w czerwcowym MAKROskopie, naszym zdaniem istnieje techniczna (prawna) trudność z nowelizacją tegorocznego budżetu, ze względu na dług publiczny powyżej 50% PKB w 2011 r. Niemniej, przedstawiciele rządu w swoich wypowiedziach wciąż powtarzają, że nowelizacja budżetu zwiększająca deficyt jest możliwa.

■ Jednocześnie, propozycja nowelizacji ustawy o finansach publicznych (UFP), dzięki której wprowadzona zostanie nowa reguła wydatkowa (szczegóły poniżej), obejmować ma również zmiany, polegające na zniesieniu sankcji, gdy dług przekroczy poziom 50% PKB. W mocy zostaną utrzymane progi 55% i 60% PKB. W naszej ocenie, nie jest do końca jasne czy zapisy w znolizowanej UFP będą mogły zostać zastosowane do tegorocznego limitu dla wskaźnika deficyt/dochody. A nawet jeśli mogłoby być, to pozostaje problem kolejności – najpierw pełna nowelizacja UFP, a dopiero potem nowelizacja budżetu?

■ Głównym celem wprowadzenia nowej reguły wydatkowej jest uzależnienie limitu wydatków całego sektora od średnioterminowej ścieżki wzrostu gospodarczego. Docelowo reguła wydatkowa ma być antycykliczna, tj. zapobiegać nadmiernemu wzrostowi wydatków w latach dobrej koniunktury gospodarczej i ich nadmiernym cięciom w okresie dekoniunktury. Wg MF celem wprowadzenia reguły wydatkowej jest „zapewnienie stabilności finansów publicznych w Polsce”, gdyż bieżący system nie zapewnia wystarczającej dyscypliny fiskalnej.

Zmiany w systemie emerytalnym wiszą nad rynkiem

■ Dwa ministerstwa zaprezentowały trzy rekomendowane zmiany w II filarze systemu emerytalnego. Pierwsza zakłada transfer portfela obligacji rządowych posiadanego przez OFE do sektora publicznego. W konsekwencji, płynność rynku obligacji rządowych może znacząco się zmniejszyć, gdyż z rynku zniknie drugi co do wielkości gracz (z portfelem obligacji na poziomie ok. 117 mld zł na koniec maja – szczegóły w tabeli obok). Znacząco zmieniliby to strukturę długu według inwestorów, zwiększając jeszcze bardziej rolę inwestorów zagranicznych w finansowaniu potrzeb pożyczkowych, co mogłoby skutkować większą zależnością sytuacji na krajowym rynku od nastrojów na rynkach globalnych.

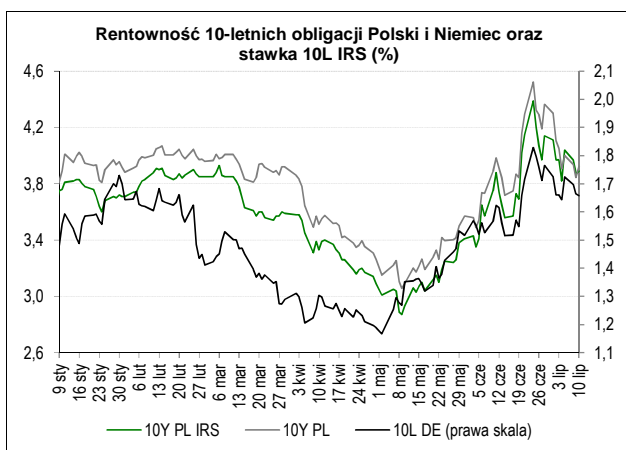
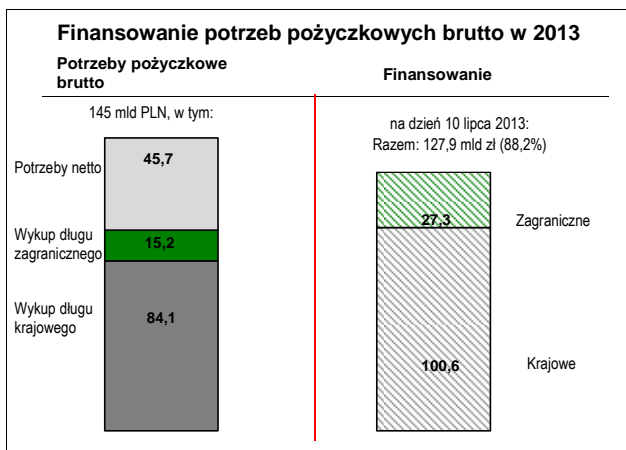
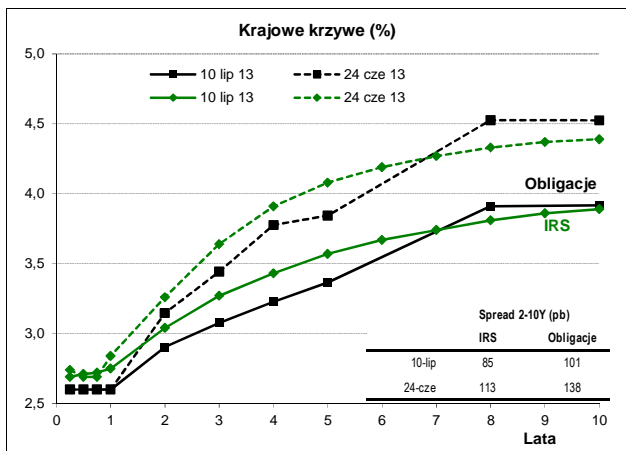
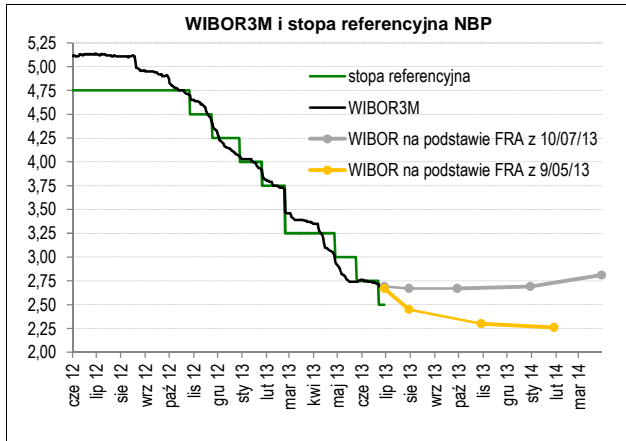
■ Dwie pozostałe opcje proponowane przez ministerstwa oparte są na dobrowolności udziału w OFE. Ich efekt dla rynku obligacji/akcji zależałby od tego jak dużo osób przeniosłoby się do ZUS. W każdym z wariantów planowane jest obniżenie relacji długu do PKB o równowartość aktywów przenoszonych do sektora publicznego.

Przyszła polityka Fed w centrum uwagi

■ W czerwcu najważniejszym wydarzeniem było posiedzenie FOMC. Zapowiedź ograniczenia QE3 jeszcze w tym roku z ewentualnym terminem zakończenia w połowie 2014 r. spowodowała znaczącą wyprzedź na globalnym rynku długu. Przeniesienie uległy również inne miary ryzyka. Rynki peryferyjne strefy euro dodatkowo znalazły się pod presją zawirowań politycznych w Portugalii. Jednak koniec czerwca i początek lipca przyniosły odreagowanie na rynku długu.

■ Sytuacja na globalnym rynku długu będzie silnie zależna od zmian w polityce monetarnej Fed (rynek wycenia rozpoczęcie ograniczania QE3 we wrześniu). W nadchodzących tygodniach utrzyma się podwyższona zmienność, w szczególności w momentach publikacji danych makro. Łagodna polityka EBC może powodować, że wzrosty rentowności będą bardziej umiarkowane.

Rynek stopy procentowej



Dłuższe FRA wyceniają podwyżki stóp

▪ Czerwcowe redukcje stóp procentowych oraz wciąż słabe dane makro wsparły trend spadkowy WIBOR na terminy do 3 miesięcy. Jednakże skala spadku tych stawek była znacząco mniejsza w porównaniu do poprzednich miesięcy, co było reakcją na zapowiedź bliskości końca cyklu na czerwcowym posiedzeniu RPP. Natomiast stawki WIBOR o terminie zapadalności 6 miesięcy i więcej zaczęły stopniowo rosnąć (o 5-6 pb m/m).

▪ Zmiana oczekiwań co do przyszłej ścieżki stóp NBP najbardziej było widoczna w notowaniach stawek FRA. O ile stawki na krótkie terminy wciąż wskazywały na redukcję stóp w lipcu, to dłuższe tenory (począwszy od 9x12) zaczęły już dyskutować podwyżki stóp. Tendencja ta nasiliła się po lipcowej obniżce oraz ogłoszeniu końca cyklu łagodzenia polityki monetarnej i przejściu do (nieformalnego) neutralnego nastawienia. Aktualnie krzywa FRA wskazuje, że pierwsza podwyżka stóp może mieć miejsce na przełomie I i II kwartału 2014.

▪ Oczekujemy stabilizacji stawek WIBOR blisko bieżących poziomów, z możliwością kontynuacji spadku stawki 1M. Odczyt inflacji za czerwiec (nasza prognoza na 0,3% r/r) oraz dane z gospodarki realnej powinny sprzyjać takiemu scenariuszowi.

Odreagowanie po silnych wzrostach rentowności

▪ W czerwcu miały miejsce gwałtowne fale wyprzedzają obligacji i IRS, które w efekcie doprowadziły do krótkoterminowego wzrostu rentowności krajowej 10-latką do 4,60%, a IRS 10L do ok. 4,40%. Był to efekt odpływu kapitału zagranicznego w wyniku obaw o szybkie rozpoczęcie ograniczania QE3 przez Fed (Ben Bernanke zapowiedział rozpoczęcie ograniczania QE3 jeszcze w tym roku i możliwość jego zakończenia w połowie 2014 r.). W efekcie krzywe znacząco się wystromiły; spread 2-10L osiągnął poziom 138 pb dla obligacji i 113 pb dla IRS. Szacunki Ministerstwa wskazują, że w czerwcu portfel obligacji będący w posiadaniu inwestorów zagranicznych obniżył się o 2% (tj. o ok. 4 mld zł). Nie jest to znaczący odpływ, co może sugerować, że zagranica wykorzystywała przecenę do zakupów polskich aktywów w dalszej części miesiąca.

▪ W oczekiwaniu na lipcową decyzję RPP rynek nieco odreagował znaczące wzrosty. Negatywna reakcja rynku na zapowiedź końca cyklu redukcji stóp na lipcowym posiedzeniu była krótkotrwała. Została ona zbilansowana przez zapowiedź możliwości dalszego łagodzenia polityki monetarnej przez EBC, w tym możliwe obniżenie stopy depozytowej poniżej zera. To dało impuls do spadku rentowności/stawki IRS w sektorze 10-lat poniżej 4%. Niemniej, rentowności na długim końcu krzywych pozostały powyżej poziomów sprzed decyzji Fed.

▪ Ministerstwo Finansów ograniczyło podaży SPW na III kw. do trzech aukcji regularnych. W okresie lipiec-sierpień przeprowadzenie przetargów jest warunkowe (w zależności od sytuacji rynkowej i popytu inwestorów). We wrześniu możliwe jest przeprowadzenie aukcji zamiany. Resort finansów planuje zwiększyć swoją aktywność na rynku zagranicznym, w tym pozyskać środki w wysokości ok. 2 mld € z kredytów.

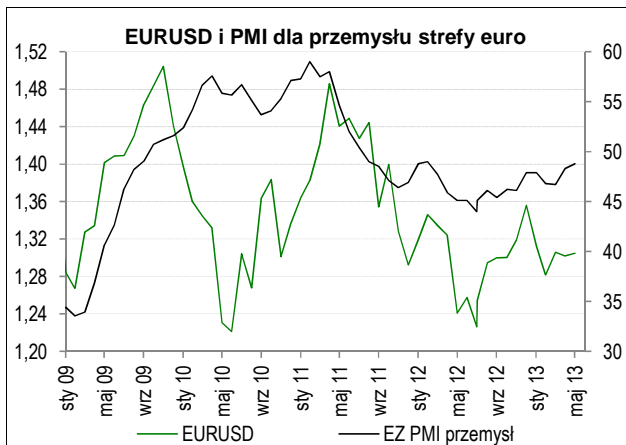
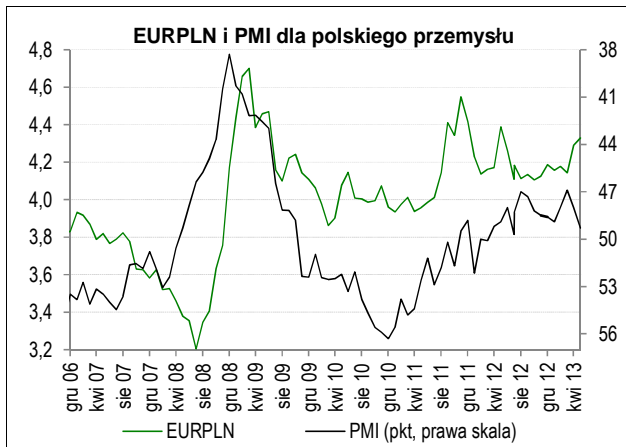
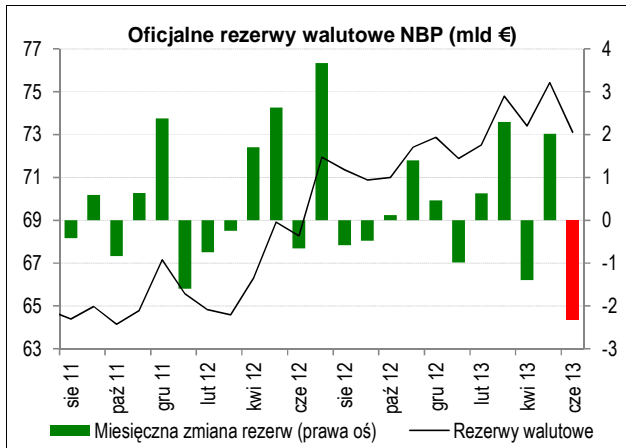
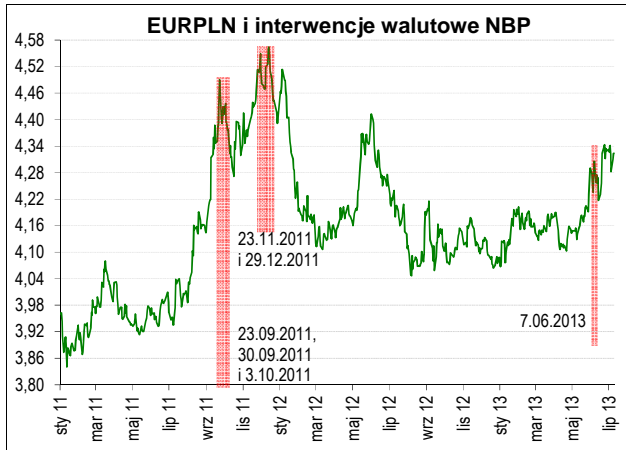
Dane makro i banki centralne w centrum uwagi

▪ Rynek stopy procentowej pozostanie bardzo wrażliwy na sytuację na rynkach bazowych. Wciąż przewodnim tematem na rynku pozostanie przyszła polityka Fed. Uspokojenie nastrojów na rynkach bazowych powinno sprzyjać konsolidacji rentowności na środku i długim końcu krzywych, a nawet może przyczynić się do ich wzmocnienia. Zwiększona zmienność może mieć miejsce w momentach publikacji danych makro, zarówno krajowych, jak i zagranicznych. Brak podaży SPW będzie dodatkowym czynnikiem stabilizującym, a nawet wzmacniającym – na rynek w lipcu wpłynie ok. 10 mld zł (wykup OK0713 i płatność odsetek od serii WZ).

▪ Krótki koniec krzywych powinien pozostać relatywnie stabilny, wspierany carry trade. Dane inflacyjne za czerwiec mogą jednak wygenerować impuls do wzmocnienia rynku długu do 3 lat.

Źródło: Reuters, MF, BZ WBK

Rynek walutowy



Oslabienie złotego na fali czynników globalnych...

▪ Zarówno przełom maja i czerwca, jak i kolejne tygodnie ubiegłego miesiąca oraz początek lipca przyniosły dynamiczne zmiany na krajowym rynku walutowym. Także i tym razem osłabienie złotego w największym stopniu wywołane było retoryką Fed. Amerykański bank centralny zasygnalizował po czerwcowym posiedzeniu, że jeśli zgodnie z jego prognozami gospodarka USA będzie stopniowo odbijać, to do połowy 2014 może on zakończyć QE3, którego skala znacznie być ograniczana jeszcze w tym roku. Komunikat ten wywołał szybką i głęboką korektę na globalnym rynku (spadły indeksy giełdowe, ceny obligacji i surowców), co miało też wyraźne przełożenie na złotego. EURPLN w szybkim tempie pokonał poprzedni szczyt na 4,32 i zbliżył się do 4,37. Od połowy czerwca złoty stracił 20-25 groszy do dolara, funta i franka szwajcarskiego. Dzięki ogłoszeniu przez RPP zakończenia obniżek stóp złoty lekko odreagował, EURPLN spadł chwilowo do ok. 4,26.

... spotkało się z aktywnością NBP i BGK

▪ Wzrost kursu EURPLN powyżej poziomu 4,30 spotkał się z interwencją banku centralnego, pierwszą od końcówki 2011 roku (wykres obok przedstawia kilka ostatnich interwencji NBP). W 2011 roku, po pierwszym wejściu banku centralnego na rynek złoty zaczął tracić ponownie, a wznowienie trendu wzrostowego EURPLN skłoniło pod koniec 2011 NBP do dalszych działań. Warto jednak zauważyć, że wówczas inne czynniki mogły odgrywać dodatkową rolę (chęć uzyskania korzystniejszego kursu przeliczenia zagranicznego zadłużenia krajowego). Z tego też powodu, na rynku aktywny był wówczas bank BGK wymieniający euro z kont rządowych. Podobnie zresztą i w czerwcu br., Ministerstwo Finansów zdecydowało się sprzedać walutę na rynku, aby ustabilizować kurs przy dużej wyprzedży. Trzeba przyznać, że jak na razie się to udaje i kurs EURPLN kształtuje się w okolicach poziomu 4,30. W czerwcu krajowe rezerwy walutowe spadły o 2,3 mld € – zapewne znaczna część tego spadku wynikała z kosztu interwencji NBP.

▪ Uważamy, że w miesiącach wakacyjnych kurs pozostanie na podwyższonym poziomie, ok. 4,30. Perspektywa zakończenia QE3 ogranicza potencjał do umocnienia kursu. Przed silniejszym osłabieniem będą natomiast złotego powstrzymywać ewentualne kolejne interwencje NBP (lub sugestie o ich możliwości), możliwa dalsza aktywność BGK na rynku i fakt, że RPP ogłosiła koniec obniżek stóp. Nadal widzimy potencjał do umocnienia krajowej waluty w kolejnych kwartałach wraz z postępującą stopniową poprawą w światowej i krajowej gospodarce (czerwiec przyniósł kolejne wzrosty PMI dla przemysłu Polski i strefy euro).

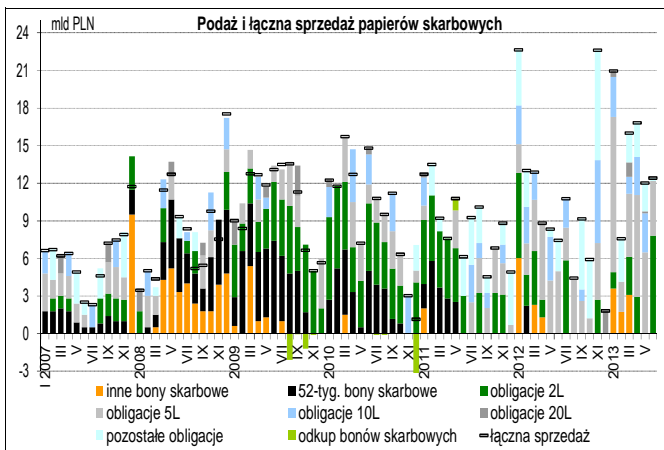
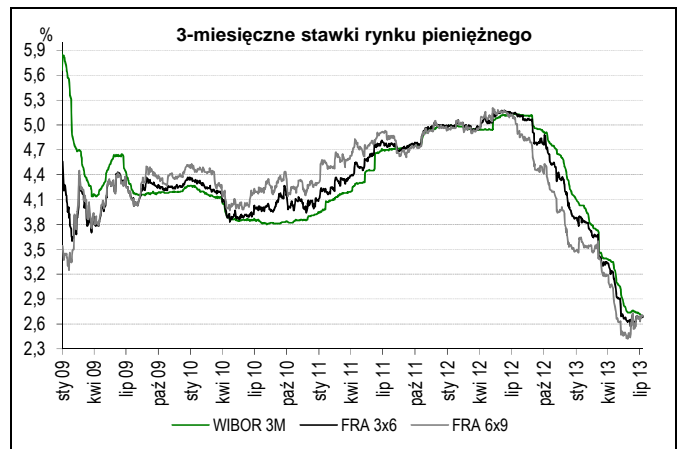
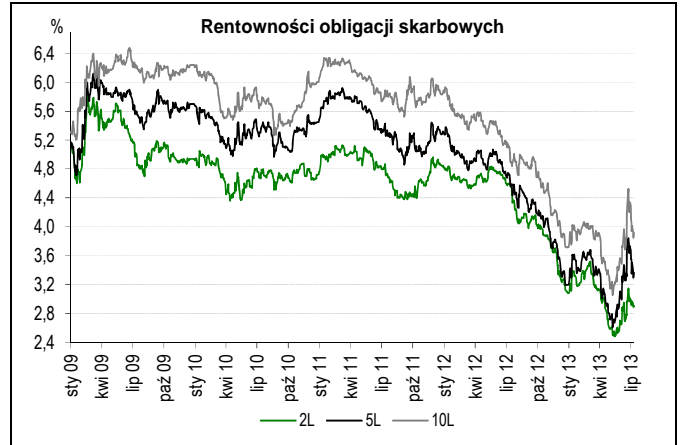
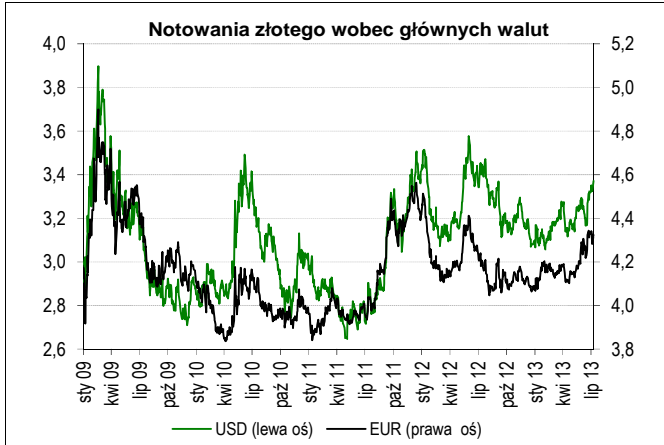
Euro pod presją

▪ Od połowy czerwca – czyli od ostatniego posiedzenia Fed – na rynku EURUSD panuje silny trend spadkowy. Presję na wspólną walutę wywierają obawy inwestorów o ograniczenie i zakończenie QE3 przez amerykański bank centralny i gołębie sygnały z EBC. W rezultacie, EURUSD osiągnął niemal 1,275 (wobec ponad 1,34 przed posiedzeniem Fed), był więc tylko nieznacznie powyżej dołka z połowy maja. Mimo tak znacznego spadku, średni EURUSD wyniósł w czerwcu 1,32 – zgodnie z naszą prognozą.

▪ Widzimy potencjał do tego, aby w lipcu wspólna waluta odrobiła przynajmniej część strat poniesionych do dolara. Indeks PMI dla przemysłu strefy euro wzrósł w czerwcu drugi miesiąc z rzędu i jest już na najwyższym poziomie od lutego 2012. Co prawda dane dla Niemiec nieco rozczarowują, ale fakt, że w innych krajach widać poprawę sytuacji daje nadzieję, że strefa euro najgorsze ma już za sobą. Poza tym, warto zauważyć, że nawet przy ograniczeniu QE3 przez Fed, jego bilans nadal będzie rósł, podczas gdy w przypadku EBC będziemy obserwować trend raczej odwrotny, co też powinno wspierać euro do dolara. Naszym zdaniem w kolejnych miesiącach EURUSD będzie stopniowo rósł i w miesiącach wakacyjnych wyniesie średnio ok 1,30.

Źródło: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Monitor rynku



Przetargi bonów skarbowych w 2012/2013 r. (mln zł)

Data przetargu	OFERTA	POPYT / SPRZEDAŻ
09.01.2012	49-tyg.: 1000-2000	5402/2223
30.01.2012	30-tyg.: 1000-2000	3249/1997
30.01.2012	51-tyg.: 1000-2000	4225/1592
27.02.2012	52-tyg.: 1000-2000	6711/2190
26.03.2012	52-tyg.: 1000-3000	5402/2223
23.04.2012	31-tyg.	3117/1332
07.01.2013	20-tyg.: 2000-3000	10967/3602
04.02.2013	20-tyg.: 1000-2000	7728/1747
04.03.2013	25-tyg.: 2000-3000	7324/3084

* na podstawie informacji z Ministerstwa Finansów

Przetargi obligacji skarbowych w 2012/2013 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg				Przetarg zamiany		
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzed	data	obligacje	sprzedaż
Wrzesień'12	19.09	WZ /DS /IZ	2000-4000	3458,8					5.09	OK1012/OK0113	WZ0117/PS0417
październik	4.10	WZ /PS	3000-5000	5900,9	23.10	OK0714/DS1023	5000-9000	7840,5			
listopad	8.11	PS0418	2000-4000	4526,3					21.11	OK0113/PS0413	DS/WZ
grudzień									6.12	OK0113/PS0413	WS
Styczeń'13	3.01	DS1023/WS0429	3000-5000	3664,3	23.01	OK0715/PS0418	6000-9000	13693,8			
luty	7.02	PS0418/WZ0117	4000-6000	5806,5	13.02	OK0715/WZ0124	3000-5000	4584,7			
marzec	20.03	OK/PS/WZ	2000-6000	8080,6					7.03	PS0413/OK0713/DS1013	DS/WS/WZ
kwiecień	11.04	DS1023/WZ0124	3000-5000	5029,1	23.04	OK/WZ/PS	5000-10000	11788,6			
maj	9.05	PS0718	3500-5500	6498,0	16.05	DS/WZ/WS	2000-6000	5505,4			
czerwiec	6.06	PS0718/WZ0119	3000-5000	4606,5					19.06	OK0713/DS1013	OK
lipiec	23.07	Aukcje warunkowe zależne od sytuacji									
sierpień	7.08	rynkowej i zgłaszanego popytu									
wrzesień	5.09	Oferta zależna od sytuacji rynkowej									

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja zwykła, *** oferta/sprzedaż

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

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

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

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		cze 12	lip 12	sie 12	wrz 12	paź 12	lis 12	gru 12	sty 13	lut 13	mar 13	kwi 13	maj 13	cze 13	lip 13
PMI	pkt.	48,0	49,7	48,3	47,0	47,3	48,2	48,5	48,6	48,9	48,0	46,9	48,0	49,3	49,5
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,0	5,2	0,2	-4,8	4,7	-0,5	-9,6	0,4	-2,1	-2,9	2,8	-1,8	1,2	5,2
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-5,2	-8,7	-5,1	-17,9	-3,6	-5,4	-24,9	-16,1	-11,4	-18,5	-23,1	-27,5	-20,1	-11,4
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	6,4	6,9	5,8	3,1	3,3	2,4	-2,5	3,1	-0,8	0,1	-0,2	0,5	1,5	1,2
Stopa bezrobocia	%	12,3	12,3	12,4	12,4	12,5	12,9	13,4	14,2	14,4	14,3	14,0	13,5	13,2	13,1
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	4,3	2,4	2,7	1,6	2,8	2,7	2,4	0,4	4,0	1,6	3,0	2,3	2,0	2,4
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,5	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-0,9	-0,9	-0,8
Eksport (w euro)	% r/r	0,6	10,9	4,8	0,7	17,7	9,2	-2,1	6,4	5,3	-1,2	12,3	6,1	7,2	7,0
Import (w euro)	% r/r	-5,3	3,3	-2,1	-1,8	9,2	4,6	-1,8	1,2	-5,7	-1,6	3,6	-2,0	1,6	1,0
Bilans handlowy	mln EUR	-372	-389	-109	57	286	-249	-1 154	-108	452	-484	601	150	289	342
Rachunek bieżący	mln EUR	-1 092	-973	-868	-1 448	-729	-1 478	-1 120	-1 335	-620	-104	468	-145	19	-392
Rachunek bieżący	% PKB	-4,6	-4,4	-4,1	-4,1	-3,7	-3,7	-3,5	-3,3	-3,1	-2,9	-2,6	-2,6	-2,3	-2,1
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-21,1	-24,3	-22,9	-21,1	-34,1	-30,4	-30,4	-8,4	-21,7	-24,4	-31,7	-30,9	-26,0	-26,3
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	60,2	69,6	65,5	60,4	97,5	86,9	86,9	23,7	60,9	68,6	89,3	87,0	73,1	73,9
Inflacja (CPI)	% r/r	4,3	4,0	3,8	3,8	3,4	2,8	2,4	1,7	1,3	1,0	0,8	0,5	0,3	0,7
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,3	2,3	2,1	1,9	1,9	1,7	1,4	1,4	1,1	1,0	1,1	1,0	0,9	1,0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	4,4	3,6	3,0	1,8	1,0	-0,1	-1,1	-1,2	-0,3	-0,7	-2,1	-2,5	-1,6	-1,2
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	11,0	11,0	9,8	7,6	8,0	5,7	4,5	4,4	5,5	6,6	7,4	6,5	6,5	6,2
Zobowiązania	% r/r	10,4	10,9	9,5	7,9	8,1	5,8	4,7	5,0	5,2	6,6	7,1	6,0	6,0	5,9
Należności	% r/r	10,7	7,5	7,1	5,4	5,4	2,3	2,3	3,6	3,7	3,5	2,3	1,4	2,3	3,0
EUR/PLN	PLN	4,30	4,19	4,09	4,14	4,11	4,13	4,10	4,14	4,17	4,16	4,14	4,18	4,28	4,33
USD/PLN	PLN	3,43	3,41	3,30	3,22	3,17	3,22	3,12	3,11	3,12	3,21	3,18	3,22	3,25	3,32
CHF/PLN	PLN	3,58	3,49	3,41	3,42	3,40	3,43	3,39	3,37	3,39	3,39	3,39	3,36	3,47	3,51
Stopa referencyjna ^b	%	4,75	4,75	4,75	4,75	4,75	4,50	4,25	4,00	3,75	3,25	3,25	3,00	2,75	2,50
WIBOR 3M	%	5,12	5,13	5,10	4,95	4,82	4,62	4,26	4,03	3,80	3,48	3,29	2,86	2,74	2,69
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,75	4,64	4,58	4,53	4,42	4,14	3,94	3,62	3,56	3,30	3,06	2,64	2,60	2,95
Rentowność obligacji 2L	%	4,71	4,46	4,12	4,09	3,94	3,66	3,23	3,25	3,36	3,26	2,89	2,55	2,86	2,90
Rentowność obligacji 5L	%	4,85	4,58	4,43	4,28	4,12	3,78	3,35	3,46	3,56	3,46	3,03	2,80	3,43	3,45
Rentowność obligacji 10L	%	5,24	4,99	4,88	4,85	4,59	4,21	3,87	3,91	4,00	3,93	3,50	3,28	3,95	4,00

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

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2011	2012	2013	2014	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14
PKB	mld PLN	1 523,2	1 595,3	1 628,4	1 697,6	377,8	396,6	401,2	452,9	392,5	414,2	419,2	471,7
PKB	% r/r	4,5	1,9	1,0	2,5	0,5	0,8	1,0	1,6	2,2	2,6	2,6	2,6
Popyt krajowy	% r/r	3,6	-0,2	-0,8	1,8	-0,9	-1,3	-0,4	-0,7	0,6	1,5	2,2	2,8
Spożycie indywidualne	% r/r	2,6	0,8	0,6	1,9	0,0	0,5	0,9	1,2	1,5	1,8	2,0	2,2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	8,5	-0,8	-3,5	3,0	-2,0	-5,0	-4,0	-3,0	-2,0	2,0	4,0	5,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	7,7	1,0	1,7	5,0	-2,0	0,7	2,3	5,2	5,5	5,3	5,5	4,0
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	12,3	-1,0	-15,2	6,4	-15,6	-23,6	-12,8	-10,3	-3,0	6,8	9,9	7,8
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	11,2	6,0	1,4	5,8	0,9	0,7	1,7	2,4	4,6	5,9	5,3	7,2
Stopa bezrobocia ^b	%	12,5	13,4	13,9	13,5	14,3	13,2	13,3	13,9	14,4	13,3	13,1	13,5
Place brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	5,2	3,7	2,6	4,0	2,6	3,2	2,3	2,4	2,9	3,6	4,8	4,7
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,6	0,0	-0,6	0,3	-0,7	-0,7	-0,6	-0,3	0,1	0,3	0,4	0,5
Eksport (w euro)	% r/r	12,1	4,6	7,0	11,0	3,5	8,5	6,0	10,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Import (w euro)	% r/r	12,2	1,1	1,3	8,9	-1,9	1,0	2,0	4,0	7,0	8,0	9,5	11,0
Bilans handlowy	mln EUR	-10 059	-5 313	3 054	6 581	-139	1 039	1 027	1 127	1 332	2 286	1 713	1 251
Rachunek bieżący	mln EUR	-17 977	-13 332	-4 035	-589	-2 055	342	-1 326	-997	12	916	-542	-974
Rachunek bieżący	% PKB	-4,9	-3,5	-1,0	-0,1	-2,8	-2,1	-1,6	-1,0	-0,5	-0,4	-0,2	-0,1
Wynik general government	% PKB	-5,0	-3,9	-3,9	-3,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	4,3	3,7	1,0	1,9	1,3	0,5	0,9	1,3	1,7	2,0	2,0	2,0
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	4,6	2,4	1,4	2,0	1,0	0,3	1,1	1,4	1,8	2,2	2,0	2,0
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	2,4	2,2	1,2	1,8	1,2	1,0	1,1	1,4	1,8	1,8	1,9	1,9
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	7,6	3,4	-1,4	1,0	-0,7	-2,1	-1,4	-1,3	-0,4	0,9	1,1	2,2
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	12,5	4,5	6,0	5,1	6,6	6,5	6,3	6,0	5,4	5,2	6,1	5,1
Zobowiązania ^b	% r/r	11,7	4,7	5,6	5,7	6,6	6,0	5,9	5,6	4,8	5,2	6,2	5,7
Należności ^b	% r/r	14,4	1,2	2,3	4,4	3,5	2,3	1,7	2,3	2,5	2,7	3,6	4,4
EUR/PLN	PLN	4,12	4,19	4,22	4,06	4,16	4,20	4,31	4,20	4,14	4,08	4,04	3,99
USD/PLN	PLN	2,96	3,26	3,19	2,96	3,15	3,22	3,28	3,11	3,04	2,97	2,93	2,89
CHF/PLN	PLN	3,34	3,47	3,42	3,28	3,38	3,41	3,48	3,39	3,34	3,29	3,26	3,22
Stopa referencyjna ^b	%	4,50	4,25	2,50	3,00	3,25	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	2,75	3,00
WIBOR 3M	%	4,54	4,91	3,05	2,89	3,77	2,96	2,70	2,74	2,75	2,75	2,82	3,24
Rentowność bonów 52-tyg.	%	4,51	4,48	3,10	3,67	3,49	2,77	3,00	3,13	3,37	3,60	3,78	3,92
Rentowność obligacji 2L	%	4,81	4,30	3,01	3,62	3,29	2,77	2,95	3,03	3,32	3,55	3,73	3,87
Rentowność obligacji 5L	%	5,44	4,53	3,50	4,14	3,49	3,09	3,62	3,82	3,90	4,05	4,20	4,42
Rentowność obligacji 10L	%	5,98	5,02	3,97	4,68	3,95	3,58	4,10	4,25	4,47	4,62	4,75	4,87

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 10.07.2013 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

Piotr Bielski	22 586 83 33
Agnieszka Decewicz	22 586 83 41
Marcin Luziński	22 586 83 62
Marcin Sulewski	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. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Bank Zachodni WBK S.A., Obszar Skarbu, Departament Analiz Ekonomicznych, ul. Marszałkowska 142, 00-061 Warszawa, Polska, telefon 22 586 8363, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl.