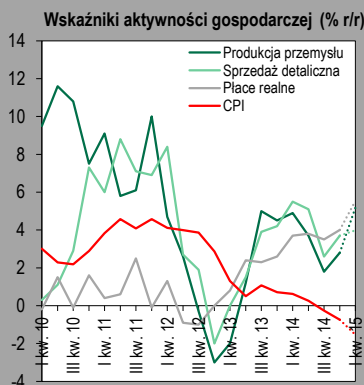
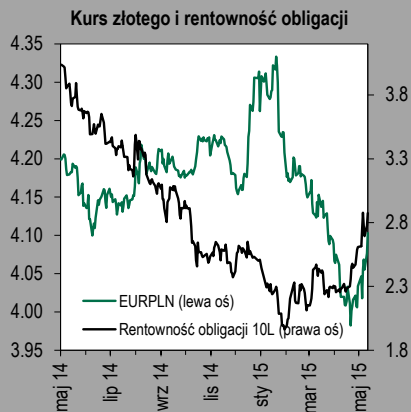


# MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Maj 2015

## Polityczne znaki zapytania na horyzoncie



### W tym miesiącu:

Gospodarka Polski	2
Pod lupą: polityka pieniężna	4
Pod lupą: polityka fiskalna	5
Rynek stopy procentowej	6
Rynek walutowy	7
Monitor rynku	8
Kalendarz makroekonomiczny	9
Dane i prognozy ekonomiczne	10

■ **Najnowsze dane makroekonomiczne, w naszej ocenie, potwierdzają, że tempo wzrostu krajowej gospodarki przyspieszyło na początku 2015 r. i że nasza decyzja o podwyższeniu prognozy PKB na 2015 r. do 3,6% była słuszna.** Uważamy, że wzrost gospodarczy przyspieszył już w I kw. 2015 r., wspierany przez silną konsumpcję prywatną, inwestycje oraz ponowny wzrost eksportu. Rosnąca niepewność odnośnie przedłużenia pakietu finansowego dla Grecji osłabia nastroje w Europie. Jednak naszym zdaniem gospodarka strefy euro będzie rozwijała się w przyzwoitym tempie, wspierana przez osłabienie wspólnej waluty, program QE przeprowadzany przez EBC, ceny ropy oraz łagodniejszą politykę fiskalną.

■ **Rada Polityki Pieniężnej najprawdopodobniej nie zmieni bieżących parametrów polityki monetarnej ze względu na coraz lepsze dane z krajowej gospodarki, odbicie inflacji oraz zatrzymanie trendu aprecjacyjnego złotego.** Ostatnie komentarze członków RPP oraz przedstawiciele NBP potwierdzają, że bank centralny nie podejmie żadnych działań w celu ograniczenia skali umocnienia złotego, tym bardziej, że trend ten wytracił wcześniejszy impet.

■ **Podczas gdy makroekonomiczny scenariusz i ścieżka stóp procentowych na najbliższe miesiące wydają się klarowne, to perspektywy polityczne już nie są tak jasne.** Wyniki pierwszej tury wyborów prezydenckich okazały się dużą niespodzianką, sugerując, że re-elekcja obecnego prezydenta Bronisława Komorowskiego nie jest już taka pewna jak się wydawało wcześniej. Wyniki drugiej tury wyborów mogą wpłynąć na oczekiwania inwestorów odnośnie jesiennych wyborów parlamentarnych. Tymczasem negocjacje pomiędzy Grecją a jej wierzycielami o przedłużeniu pomocy finansowej dla tego kraju wydłużają się i są wciąż daleko od zakończenia. Grecja ma coraz mniej środków na spłacanie swoich zobowiązań, a my zastanawiamy się czy bankructwo Grecji to wciąż czynnik ryzyka czy już bazowy scenariusz. Powyższe czynniki mogą mieć negatywny wpływ na nastroje inwestorów w najbliższych tygodniach.

■ **Rentowności polskich obligacji wystrzeliły w górę w ostatnich tygodniach w ślad za wyprzedającą na rynku globalnym. Uważamy, że nierównowaga między popytem a podażą może wpłynąć na obniżenie rentowności w strefie euro, co z kolei może w krótkim okresie umocnić polski dług.** Jednak przestrzeń do odreagowania jest ograniczona przez niepewność polityczną, mocne dane z kraju oraz potencjalnie coraz bliższą podwyżkę stóp w USA.

■ **O ile program łagodzenia ilościowego EBC nie stanowił dotychczas wsparcia dla polskich obligacji, to wydaje się, że pomógł złotemu w umocnieniu, a kurs EURPLN spadł przejściowo poniżej 4,00 w kwietniu. Uważamy, że fundamenty wspierają dalsze umocnienie polskiej waluty w średnim terminie. Jednak w krótkim terminie widzimy rosnące ryzyko dalszej korekty w górę pod wpływem obaw o Grecję, zmiany perspektyw politycznych w Polsce i sygnałów technicznych sugerujących silniejszy ruch (nawet do 4,30).**

### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

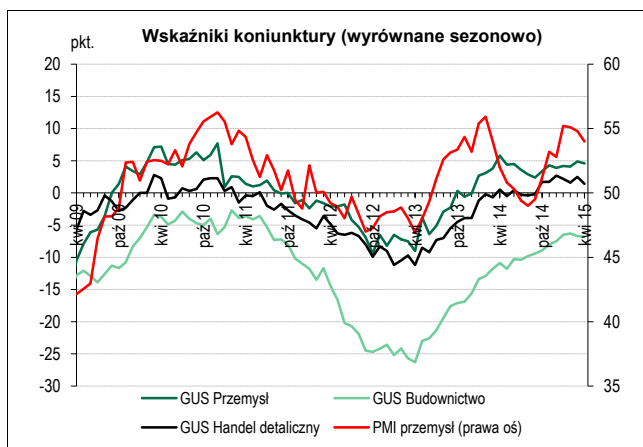
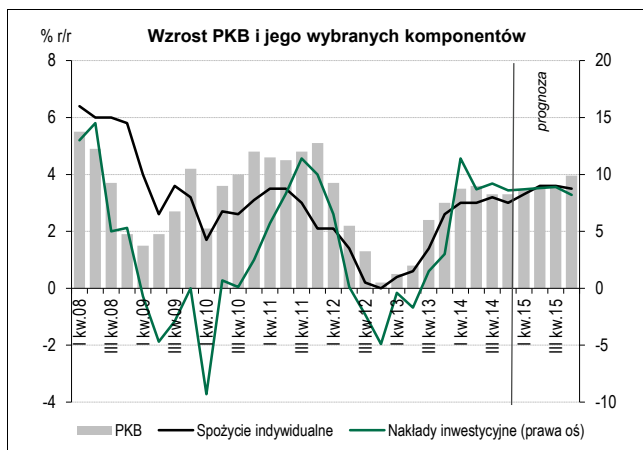
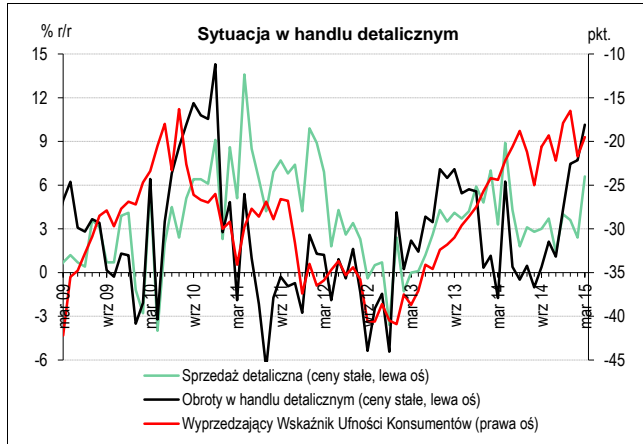
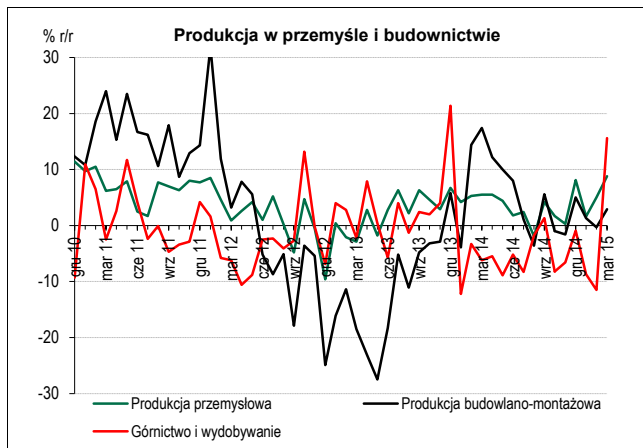
al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40  
 email: ekonomia@bzwbk.pl Strona www: skarbk.bzwbk.pl  
 Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88  
 Piotr Bielski 22 534 18 87  
 Agnieszka Decewicz 22 534 18 86  
 Marcin Luziński 22 534 18 85  
 Marcin Sulewski 22 534 18 84

### Na rynku finansowym 12 maja 2015 r.:

Stopa depozytowa NBP	0,50	WIBOR 3M	1,67	EURPLN	4,1030
Stopa referencyjna NBP	1,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	1,75	USDPLN	3,6447
Stopa lombardowa NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	2,40	CHFPLN	3,9399

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 12.05.2015 r.

## Gospodarka Polski



Źródła: GUS, Eurostat, Markit, BZ WBK

## Silny przemysł

Wzrost produkcji przemysłowej przyspieszył w marcu do 8,8% r/r, przewyższając oczekiwania i pokazując najwyższy wynik od stycznia 2011 r. Wsparciem dla produkcji był niewątpliwie dodatni efekt dni roboczych, ale dane oczyszczone z efektów sezonowych i kalendarzowych również pokazują solidny wzrost – o 6,0% r/r – najwyższy od stycznia 2014 r. W całym I kw. produkcja przemysłowa wzrosła o 5,2% r/r, co było najlepszym wynikiem o IV kw. 2011 r.

Wzrost w ujęciu r/r zanotowano w 30 z 34 działów przemysłu, najwyższe w tych zorientowanych na eksport, np. produkcja komputerów, samochodów, urządzeń elektrycznych. Największy wkład we wzrost miały sektory produkujące żywność i samochody.

Wzrost produkcji w całym przetwórstwie przemysłowym wyniósł aż 9,6% r/r, najwięcej od stycznia 2012 r. Produkcja w górnictwie i wydobywaniu urosła o 15,6% r/r i tak duża odmiana wobec (-11,5% r/r) dodała ok. 1,0 punktu procentowego do tempa wzrostu całego przemysłu. Prawdopodobnie tak dobry wynik był skutkiem zaburzeń w styczniu i lutym spowodowanych strajkami w kopalniach. W marcu nadrabiano straty pracując także w nadgodzinach. A zatem kolejne miesiące mogą pokazać poprawę względem stycznia i lutego ale jednak słabsze wyniki niż w marcu.

Zmiana produkcji budowlano-montażowej również zaskoczyła na plus (2,9% r/r), ale dane odsezonowane pokazały spadek o 0,5% r/r, trudno zatem mówić o mocnym ożywieniu. Negatywnie na wyniki budownictwa oddziałuje sytuacja w sektorze wznoszenia budynków (spadek o 3,5% r/r). Działy obejmujące budowlę specjalistyczną oraz budowę obiektów inżynierii lądowej i wodnej, czyli te powiązane bardziej z inwestycjami publicznymi urosły odpowiednio o 8,7% oraz 6,0% r/r. Łączny wzrost produkcji w I kw. wyniósł 1,4% r/r.

## Wyższe dochody ludności nakręcają wzrost sprzedaży

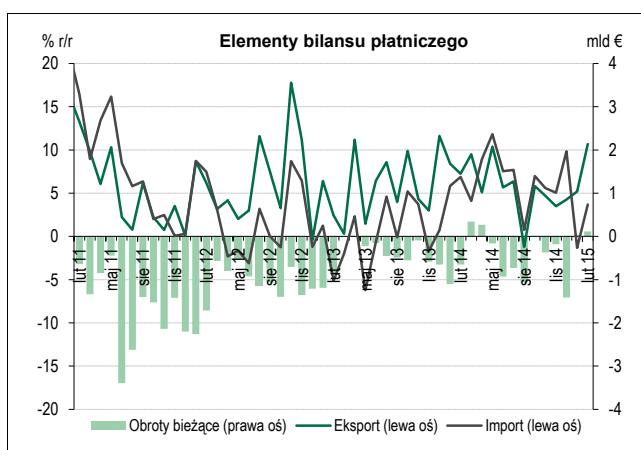
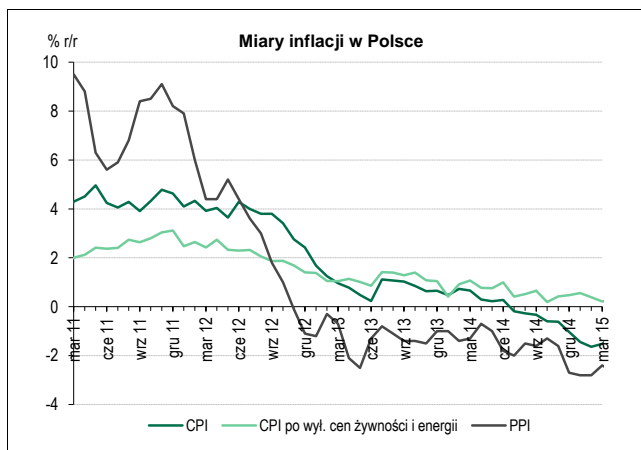
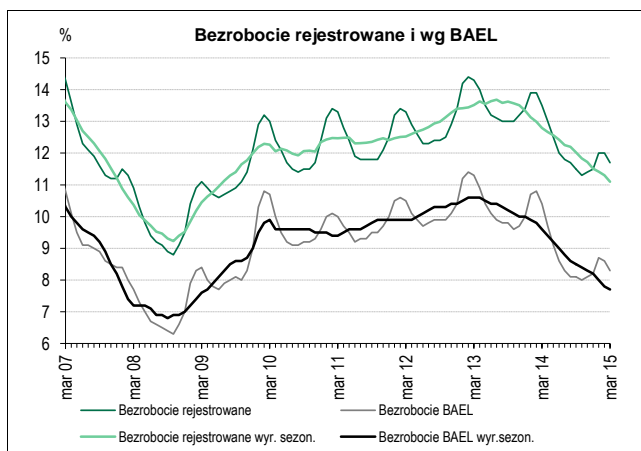
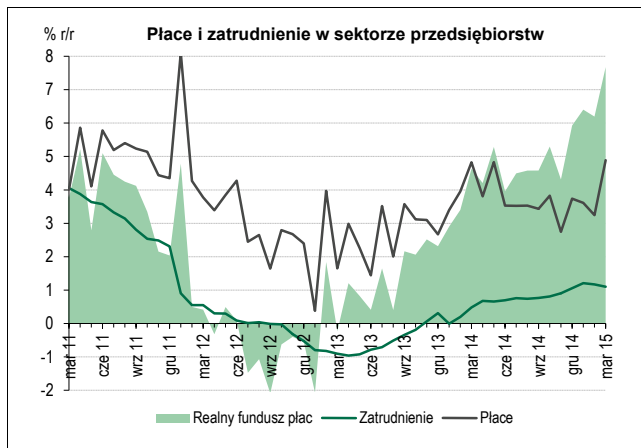
Realny wzrost sprzedaży detalicznej przyspieszył w marcu do 6,6% r/r (najwyżej od kwietnia 2014), wyraźnie powyżej od oczekiwań. Pewien wpływ na poprawę sprzedaży miał zapewne termin Wielkanocy – Święta wypadły w tym roku w kwietniu, tak jak przed rokiem, ale tym razem były stosunkowo blisko początku miesiąca, w związku z czym część zakupów miała miejsce jeszcze w marcu. W efekcie, dynamika sprzedaży żywności i napojów w cenach stałych podskoczyła do 14,1% r/r z 4,8% r/r w lutym. Jednocześnie, wyraźne przyspieszenie wzrostu zanotowano w innych kategoriach – m.in. w sprzedaży odzieży i obuwi (13% r/r wobec 8,5% r/r w lutym), czy mebli i sprzętu AGD/RTV (10% r/r wobec 3,9% r/r miesiąc wcześniej). Prawdopodobnie jest to efektem ogólnego ożywienia popytu konsumpcyjnego w warunkach szybko rosnących dochodów z pracy, poprawiających się nastrojów, niskich stóp procentowych i niższych cen dóbr (paliw, żywności).

Wg naszych szacunków wzrost sprzedaży detalicznej w cenach stałych w całym I kw. 2015 przyspieszył do 4,0% r/r z 3,1% r/r w IV kw. 2014. Dane Eurostatu nt. obrotów w handlu detalicznym (w cenach stałych) wskazywały na wzrost o ok. 8% r/r w I kw.

Dane za I kw. potwierdzają, że gospodarka znajduje się w fazie ożywienia, dobre wyniki przemysłu w sektorach proeksportowych oraz sprzedaży detalicznej pokazują, że jest ono generowane zarówno przez popyt wewnętrzny, jak i zewnętrzny. Dobre dane ze strefy euro i Niemiec sugerują dalsze wzmocnienie popytu zagranicznego na polskie produkty a pozytywna sytuacja rynku pracy stanowi wsparcie dla prognoz konsumpcji. Dlatego jesteśmy optymistyczni co do wzrostu PKB. Według naszej prognozy, wzrost przyspieszył do 3,4% r/r w I kw. 2015 r. z 3,3% r/r w IV kw. 2014 r. Spodziewamy się też dalszego przyspieszenia, do 4,0% r/r w IV kw. 2015 r.

Indeks PMI spadł w kwietniu po raz trzeci z rzędu, do 54,0 pkt. Jednak naszym zdaniem nie generuje to ryzyka dla naszej prognozy, zwłaszcza że inne wskaźniki, jak koniunktura GUS dla przemysłu albo ESI, które są mocniej skorelowane z wzrostem PKB, wciąż są bardziej optymistyczne. Dalsze mocne spadki PMI mogłyby już jednak być negatywną wskazówką.

## Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, Eurostat, BZ WBK

## Dane o płacach wspierane przez górnictwo

▪ Wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw przyspieszył w marcu do 4,9% r/r (najszybciej od stycznia 2012 r.), podczas gdy tempo wzrostu zatrudnienia obniżyło się do 1,1% r/r.

▪ Przyspieszenie w płacach było częściowo spowodowane sytuacją w górnictwie, gdyż niektóre kopalnie pracowały w nadgodzinach, by nadrobić straty poniesione wskutek strajków w styczniu i lutym. Jednak w innych sektorach również widoczna była poprawa, wskazująca na solidny trend wzrostowy w wynagrodzeniach. Spodziewamy się, że kwiecień również pokaże wysokie tempo wzrostu płac w sektorze firm m.in. za sprawą wcześniejszej płatności premii rocznej w KGHM.

▪ Szacujemy, że fundusz płac w sektorze firm wzrósł w marcu nominalnie o 6% r/r, i aż o 7,7% r/r w cenach stałych, co jest najwyższą dynamiką od 2008 r. Być może faktyczny wzrost dochodów gospodarstw domowych jest nawet większy, ponieważ dane ankietowe BAEL wskazują, że wzrost liczby miejsc pracy w ostatnich miesiącach jest ok. dwukrotnie szybszy niż sugerują dane o zatrudnieniu w sektorze firm. Dochody z pracy rosną więc w najszybszym tempie od czasów przedkryzysowego boomu, kiedy to wzrost konsumpcji prywatnej wynosił średnio ok. 6% r/r i był mniej więcej dwukrotnie szybszy niż ostatnio.

▪ Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła w marcu do 11,7%. Miesięczny spadek liczby bezrobotnych był nieco niższy niż rok temu, ale warto zauważyć, że tym razem siła interwencji Ministerstwa Pracy była dużo słabsza. Według naszych szacunków, odsezonowana stopa bezrobocia spadła do 11,1%, najniższego poziomu od lipca 2009 r. Stopa bezrobocia wg BAEL obniżyła się do 7,7%, najniższego poziomu od kwietnia 2009 r.

▪ Dobra sytuacja na rynku pracy będzie naszym zdaniem sprzyjać przyspieszeniu wzrostu konsumpcji prywatnej w kolejnych kwartałach, przyczyniając się do ożywienia wzrostu gospodarczego.

## Inflacja osiągnęła już dno

▪ Stopa inflacji w marcu wyniosła -1,5% r/r i nieco wzrosła wobec lutego (w którym zanotowano -1,6% r/r), potwierdzając, że osiągnęliśmy już dno. Wyraźnie wzrosły ceny paliw (o 3,7% m/m – efekt wyższych cen ropy naftowej i osłabienia złotego do dolara). Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii lekko spadła w marcu do 0,2% r/r z 0,4% r/r.

▪ Nadal spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach inflacja będzie stopniowo odbijała w górę, po pierwsze ze względu na efekt wyjątkowo niskiej bazy w cenach żywności, a po drugie pod wpływem stopniowego pojawiania się wpływu mocnego popytu wewnętrzznego na ceny usług. Minie jednak sporo czasu zanim wskaźnik CPI zacznie zbliżać się do celu inflacyjnego. Oceniamy, że przynajmniej do końca III kw. stopa inflacji pozostanie poniżej zera, a na koniec tego roku znajdzie się w przedziale 0,6-0,7% r/r.

## Ożywienie w Europie napędza polski eksport

▪ W lutym zanotowano nadwyżkę obrotów bieżących w wysokości 116 mln €. 12-miesięczna suma salda obrotów bieżących wyniosła -4,1 mld €, czyli ok. -1% PKB (najwyższy poziom od połowy lat 90.).

▪ Dobry wynik to w m. in. efekt mocnego wzrostu eksportu – w lutym przyspieszył on do 10,7% r/r, rosnąc najszybciej od grudnia 2013. Wzrost importu również nieco się ożywił (do 3,7% r/r), ale pozostał wyraźnie w tyle, mimo niezłej dynamiki popytu krajowego. Po części wynikało to z niższych kosztów importu surowców (m.in. ropy naftowej), będących pochodną ich cen na rynkach światowych.

▪ Spodziewamy się utrzymania pozytywnych tendencji w polskim handlu zagranicznym. Naszym zdaniem dalsze przyspieszenie wzrostu eksportu, wynikające z szybszego wzrostu gospodarczego w strefie euro, a w szczególności w Niemczech, przyczyni się do ożywienia wzrostu gospodarczego w Polsce w kolejnych kwartałach.

## Pod lupą: polityka pieniężna

### Najważniejsze fragmenty komunikatu RPP w maju

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany, przy czym w 2015 r. oczekiwane jest jego nieznaczne przyspieszenie. W strefie euro utrzymuje się relatywnie niska dynamika aktywności, ale napływające informacje sygnalizują stopniową poprawę koniunktury.

Po silnym i długotrwałym spadku, ceny ropy na rynkach światowych nieznacznie wzrosły w ostatnim okresie. Przyczyniło się to do osłabienia tendencji dezinflacyjnych w wielu krajach. Dynamika cen na świecie pozostaje jednak bardzo niska, a w wielu gospodarkach europejskich – ujemna. W tych warunkach główne banki centralne utrzymują stopy procentowe w pobliżu zera, a EBC kontynuuje program skupu aktywów, co sprzyja wzrostowi cen aktywów finansowych w wielu krajach europejskich.

W Polsce utrzymuje się stabilny wzrost aktywności gospodarczej, a dynamika PKB w I kw. ukształtowała się prawdopodobnie na nieco wyższym poziomie niż w IV kw. ub.r. Głównym źródłem wzrostu aktywności gospodarczej pozostaje wzrost popytu krajowego, postępujący w warunkach poprawy sytuacji na rynku pracy, dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw oraz stabilnego wzrostu akcji kredytowej. Z kolei ograniczającą na aktywność gospodarczą w Polsce oddziałują nadal niski, choć przyspieszający wzrost popytu ze strony głównych partnerów handlowych.

Ze względu na umiarkowane tempo wzrostu popytu i wciąż ujemną lukę popytową, w gospodarce nie ma presji popytowej. Równocześnie niskie ceny surowców i umiarkowana dynamika plac nominalnych przyczyniają się do utrzymania braku presji kosztowej.

W ocenie Rady w najbliższych kwartałach roczna dynamika cen będzie nadal ujemna, przede wszystkim ze względu na wcześniejsze silne spadki cen na rynkach surowców. Jednocześnie oczekiwane stopniowe przyspieszenie wzrostu gospodarczego, następujące w warunkach poprawy koniunktury w strefie euro i dobrej sytuacji na krajowym rynku pracy, ogranicza ryzyko utrzymania się inflacji poniżej celu w średnim okresie. W związku z tym Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie.

### Polityka pieniężna bez zmian

▪ Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian, w związku z czym stopa referencyjna nadal znajduje się na poziomie 1,5%.

▪ Decyzja RPP nie była żadnym zaskoczeniem. Ostatnie dane makro potwierdziły przyspieszenie wzrostu PKB i dalszą poprawę na rynku pracy, inflacja zaczęła odbijać od dna, a trend aprecjacji złotego wyhamował od poprzedniego spotkania Rady. Nie było więc żadnych podstaw, aby RPP zmieniła swoje stanowisko.

▪ Rada odnotowała w komunikacie stabilny wzrost aktywności gospodarczej, poprawę na rynku pracy i wzrost akcji kredytowej, ale jednocześnie podkreśliła brak presji popytowej i kosztowej. Z drugiej strony, RPP zauważyła, że przyspieszenie wzrostu gospodarczego i sytuacja na rynku pracy ograniczają ryzyko utrzymywania inflacji poniżej celu w średnim okresie.

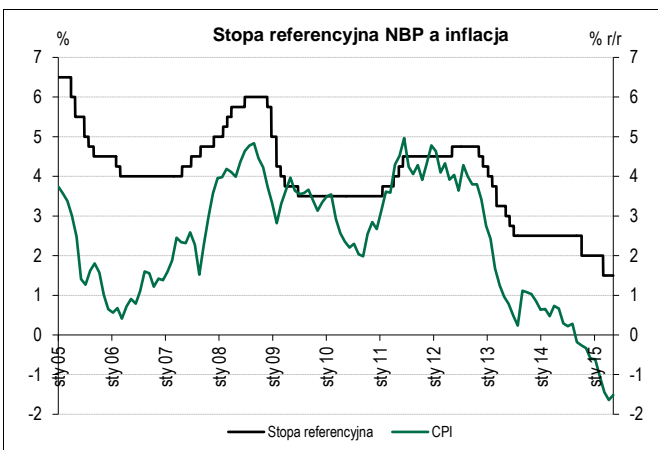
▪ W sumie, posiedzenie RPP nie zmieniło naszych oczekiwań odnośnie perspektyw polityki pieniężnej i najprawdopodobniej posiedzenia Rady będą równie nieekscytujące również w nadchodzących miesiącach. Nie spodziewamy się żadnych zmian stóp procentowych do końca kadencji obecnej Rady, a prawdopodobnie nawet dłużej, czyli do II połowy 2016. Wówczas stopy mogą pójść w górę w reakcji na stopniowy wzrost inflacji w kierunku celu.

### Członkowie RPP zgodni, że zmiany stóp nie są potrzebne

▪ Komentarze z ostatnich tygodni pokazują, że członkowie RPP są zaskakująco zgodni co do opinii, że parametry polityki pieniężnej nie powinny ulec zmianie do końca obecnej kadencji Rady.

▪ W takim tonie wypowiedzieli się ostatnio Jerzy Osiatyński, Adam Glapiński, Jerzy Hausner, Elżbieta Chojna-Duch, Marek Belka i Anna Zielińska-Głębocka. Jednakże, jak powiedział Marek Belka podczas konferencji, nie jest to żadna forma polityki forward guidance, ale raczej prognoza oparta na obecnych i oczekiwanych warunkach gospodarczych, a ewentualna nagła i mocna zmiana perspektyw rynkowych lub ekonomicznych może skłonić Radę do zastanowienia się nad zmianami stóp, zarówno w górę jak i w dół. To jasno sugeruje, że Rada znajduje się w neutralnym nastawieniu.

▪ Niewątpliwie gdyby w najbliższym czasie złoty dalej mocno i szybko zyskiwał na wartości, presja na obniżki stóp mogłaby wzrosnąć. Jednak jak widać obawy o Grecję skutecznie powstrzymują na razie ten trend. Co więcej, naszym zdaniem im silniejsze dane makro pojawiają się z krajowej gospodarki, tym większa skala umocnienia złotego byłaby potrzebna, by spowodować reakcję banku centralnego. A tymczasem spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach będziemy świadkami poprawy większości wskaźników i przyspieszenia wzrostu gospodarczego (do ok. 4% r/r w IV kw.), a jednocześnie dalszego stopniowego odbicia dynamiki CPI od dna (choćby prawdopodobnie pozostanie ona poniżej zera do końca III kwartału).



Źródła: NBP, Reuters, BZ WBK

### Banki spodziewają się wyższego popytu na kredyty

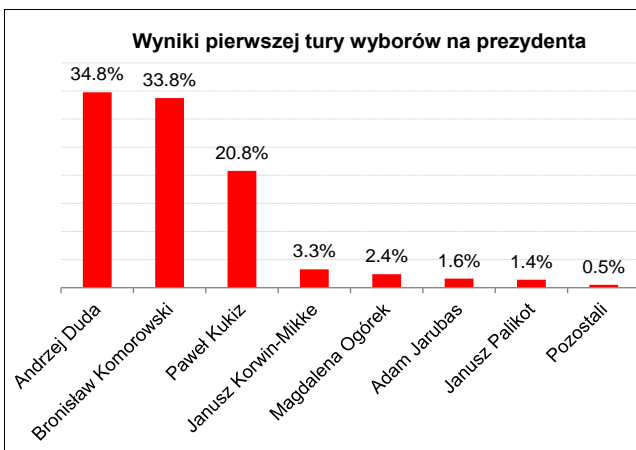
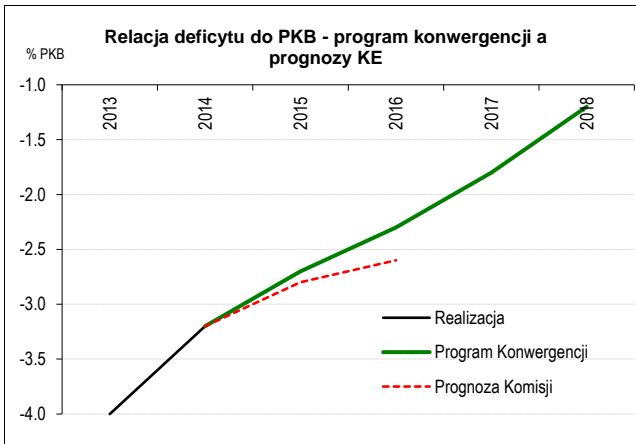
▪ Wyniki ankiety do oficerów kredytowych w II kw. 2015 r. pokazały, że warunki kredytowe dla firm nie zmieniły się znacząco w I kw. 2015 r., ale marże uległy obniżeniu wskutek wysokiej presji konkurencyjnej. W II kw. oczekiwane jest pewne złagodzenie polityki. Banki zanotowały wyższy popyt na kredyty długoterminowe, głównie na cele inwestycyjne i spodziewają się utrzymania tej tendencji.

▪ Segment gospodarstw domowych również pokazał solidny wzrost popytu, ale tylko na kredyty konsumpcyjne, na których również obniżono marże ale podniesiono koszty pozaodsetkowe. Rynek kredytów hipotecznych zanotował znaczne zacieśnienie kryteriów kredytowych wobec obniżenia maksymalnej wartości wskaźnika LtV zgodnie z Rekomendacją S, co miało też negatywny wpływ na popyt. Banki spodziewają się jednak wzrostu popytu i łagodzenia warunków kredytowych dla gospodarstw domowych w kolejnym kwartale.

## Pod lupą: polityka fiskalna

### Prognozy wg aktualnego Programu Konwergencji

	2015	2016	2017	2018
PKB (% r/r)	3,4	3,8	3,9	4,0
Potencjalny PKB (% r/r)	3,3	3,4	3,7	4,0
Konsumpcja prywatna (% r/r)	3,4	3,7	3,8	3,8
Inwestycje (% r/r)	6,9	6,1	6,5	6,9
Bezrobocie (%)	8,2	7,6	7,0	6,5
Deficyt publiczny (% PKB)	2,7	2,3	1,8	1,2
Dług publiczny (% PKB)	51,7	51,6	50,7	49,1



	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	12.05	zmiana od 10.04.15	zmiana od 31.12.14	12.05	zmiana od 10.04.15	zmiana od 31.12.14
Polska	219	6	22	59	-1	-11
Czechy	9	-21	-12	48	0	-7
Węgry	319	0	5	139	7	-39
Grecja	1028	-82	122	224	3	45
Hiszpania	116	8	8	75	1	-11
Irlandia	71	15	0	48	4	-3
Portugalia	175	28	-40	129	10	-71
Włochy	116	8	-18	106	11	-32
Francja	30	1	1	30	-3	-16
Niemcy				15	0	-3

Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, KE, PKW, BZ WBK

### Rząd planuje dalszą konsolidację fiskalną

- W 2014 r. deficyt sektora finansów publicznych obniżył się do 3,2% PKB z 4,0% w poprzednim roku.
- Rząd zatwierdził Wieloletni Plan Finansowy Państwa 2015-2018. Plan zakłada stopniowe przyspieszenie wzrostu PKB z 3,4% r/r w 2015 r. do 4,0% r/r w 2018 r., głównie pod wpływem mocnej konsumpcji prywatnej oraz eksportu, przy saldzie handlowym malejącym prawie do zera. Naszym zdaniem te założenia są nieco zbyt optymistyczne – ich realizacja oznaczałaby nadzwyczaj długi cykl ekspansji.
- Biorąc pod uwagę, że deficyt sektora finansów publicznych po wyłączeniu kosztów reformy emerytalnej był poniżej 3% PKB już w 2014 r., a w kolejnych latach ma się dalej obniżyć, wydaje się bardzo prawdopodobne, że Komisja Europejska zdejmie z Polski procedurę nadmiernego deficytu, a Rada Europy zatwierdzi tą decyzję już 19 czerwca, co niewątpliwie będzie korzystne z punktu widzenia rynku długu. Ponadto, skutkiem może być poprawa perspektyw polskiego ratingu u niektórych agencji, choć nie spodziewamy się rychłej poprawy samego ratingu.
- Komisja Europejska w swoich najnowszych prognozach wskazuje, że deficyt sektora finansów publicznych w relacji do PKB obniży się w Polsce do 2,8% w tym roku (z 3,2% w 2014 r.) i do 2,6% w 2016 r.

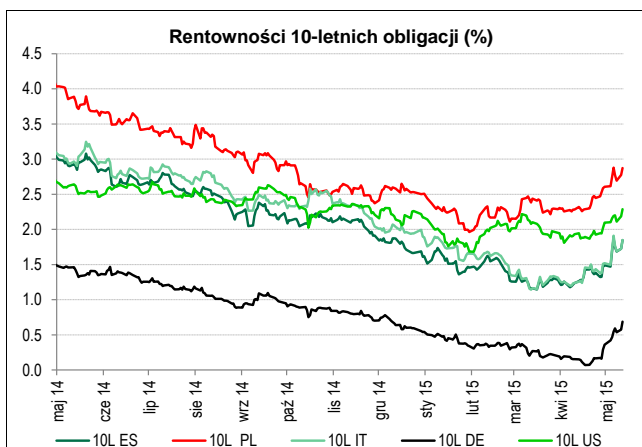
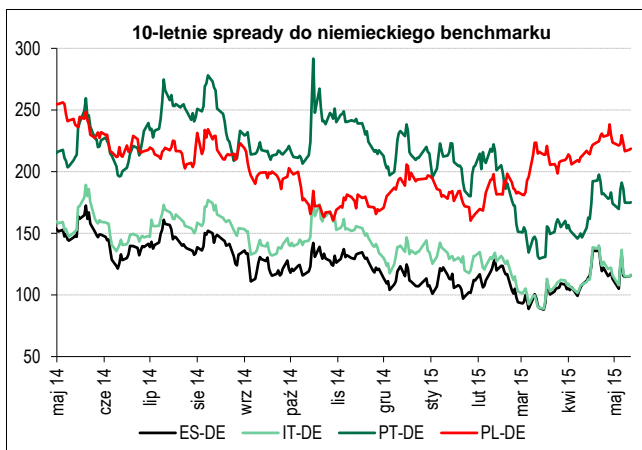
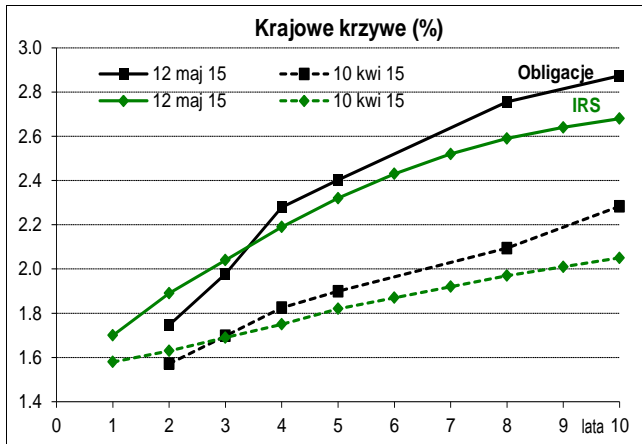
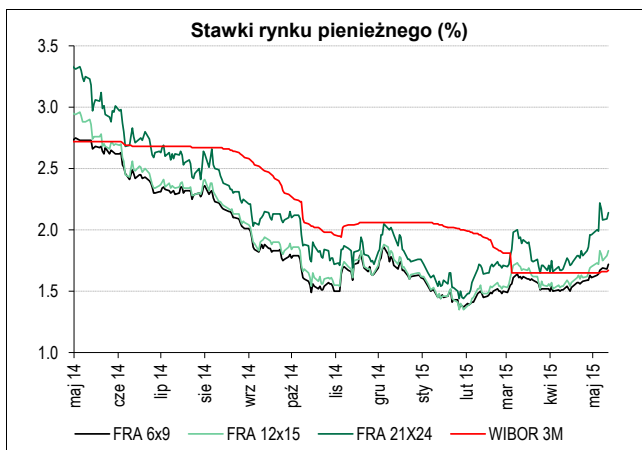
### Wyścig o prezydenturę trwa

- Nieoczekiwanie, kandydat PiS Andrzej Duda wygrał pierwszą turę wyborów prezydenckich z poparciem 34,76%, podczas gdy urzędujący prezydent Bronisław Komorowski zajął drugie miejsce przy poparciu 33,77% głosujących. Druga tura wyborów prezydenckich odbędzie się 24 maja br.
- Wynik pierwszej tury wyborów zwiększa naszym zdaniem niepewność odnośnie ostatecznego wyboru Polaków. Główny znak zapytania dotyczy tego jak zachowają się wyborcy popierający Pawła Kukiza, głównie ludzie młodzi, których w I turze było prawie 21%. Kukiz nie wskazał kandydata, którego zamierza poprzeć.
- Prezydent nie ma w Polsce znaczącej pozycji rządzącej, jednak może on wetować propozycje parlamentu i przez to utrudniać funkcjonowanie rządu. Ponadto, nowo wybrany prezydent będzie wybierał nowych członków do RPP na początku 2016 r., a także mianował nowego prezesa NBP (połowa 2016 r.). Co więcej, wybory prezydenckie są traktowane jako test dla głównych partii politycznych przed jesiennymi wyborami do parlamentu. W związku z tym niepewność może ciążyć nastrojom inwestorów w nadchodzących dwóch tygodniach.

### Grecja pozostaje w centrum uwagi

- Bazowe i peryferyjne rynki długu straciły dość znacząco w drugiej połowie kwietnia i wyprzedzą nasiliła się na początku maja. Szybsze odbicie wzrostu gospodarczego w strefie euro i mniejsze ryzyko przedłużającej się deflacji dały impuls do realizacji zysków. W efekcie rentowność 10-latk niemieckiej wzrosła do ok. 0,80% (najwyżej od grudnia 2014 r.), a 10-latk amerykańskiej nieco powyżej 2,30% (najwyżej od końca listopada 2014 r.). Spready peryferyjnych rynków długu strefy euro wobec Bundów również znacząco się rozszerzyły w porównaniu do końca marca, gdyż ciążyła im niepewność co do dalszych losów Grecji.
- Uważamy, że ostatnie ruchy na rynku są zbyt gwałtowne i zbyt duże aby utrzymać się w dłuższym terminie. Ostatnie sygnały z Chin, Europy i USA schładzają nieco optymizm odnośnie tempa wzrostu globalnej gospodarki i powinny wspierać utrzymanie łagodnego nastawienia w polityce pieniężnej przez największe światowe banki. W związku z tym rentowności europejskich obligacji mogą się obniżyć, jednak powrót do minimów z kwietnia jest raczej mało prawdopodobny.

## Rynek stopy procentowej



Źródła: Reuters, Bloomberg, MF, BZ WBK

### Wyższe prawdopodobieństwo wcześniejszych podwyżek stóp

Przełom kwietnia i maja przyniósł znaczące pogorszenie nastrojów rynkowych. Znacząca wyprzedza na rynku IRS w połączeniu z lepszymi od oczekiwań danymi makro spowodowały zauważany wzrost FRA, głównie stawek na dłuższe terminy (począwszy od 9M). Co więcej, stawki FRA na wszystkie terminy wzrosły powyżej bieżącego poziomu WIBOR 3M, po raz pierwszy od połowy maja 2014 r. To sugeruje, że inwestorzy spodziewają się, że podwyżki stóp przez RPP mogą nastąpić wcześniej (raczej w perspektywie 12 niż 18 miesięcy jak wcześniej sądzono). W efekcie wzrosły również nieznacznie stawki WIBOR (o 1-7 pb w porównaniu do końca kwietnia), po długim okresie stabilizacji.

Obecnie rynek wycenia zacieśnienie polityki monetarnej w drugiej połowie 2016 r. o ok. 50 pb łącznie (FRA18x21 jest blisko 2%), co jest spójne z naszym scenariuszem. Mimo silnej deklaracji prezesa NBP, że stopy powinny pozostać stabilne do końca kadencji obecnej RPP, sądzimy, że WIBORY mogą stopniowo rosnąć w najbliższych miesiącach. Stawki FRA będą charakteryzowały się większą zmiennością i wrażliwością na publikowane dane makro i zmiany na rynku IRS. Sądzimy, że krajowe dane za kwiecień powinny potwierdzić dalszą poprawę aktywności gospodarczej, co w połączeniu ze wzrostem inflacji CPI może przekładać się na dalszy wzrost stawek FRA, głównie na dłuższe terminy (12M i więcej).

### Wyprzedza w wyniku przeceny na rynkach bazowych i danych

Rentowności obligacji i stawki IRS wzrosły znacząco w ostatnich trzech tygodniach. To efekt lepszych od oczekiwań krajowych danych (głównie o produkcji i sprzedaży detalicznej), ale przede wszystkim niekorzystnych warunków na rynkach globalnych. Rosnąca niepewność odnośnie sytuacji w Grecji i mniej wspierające dane inflacyjne ze strefy euro dały impuls do gwałtownej wyprzedza długu na rynkach bazowym i peryferyjnym, co negatywnie przełożyło się na polskie aktywa. Ruch w górę został wzmocniony przez niską płynność na rynku i uruchomienie transakcji stop-loss. W konsekwencji rentowność krajowej 10-latki tymczasowo wzrosła nieco powyżej 3%, najwyżej od września 2014.

Krajowe krzywe wystromiły się znacząco, gdyż długi koniec tracił najmocniej. Podobna tendencja miała miejsce na globalnych rynkach długu. Spread wobec niemieckich obligacji również się rozszerzył, w tym dla sektora 10L tymczasowo wzrósł do prawie 240 pb, najwyższego poziomu od maja 2014.

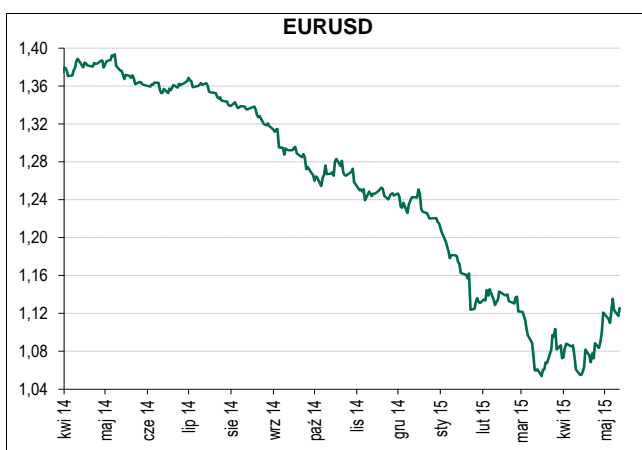
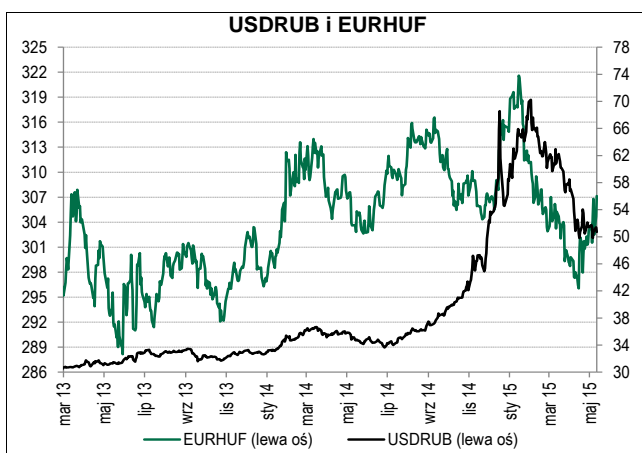
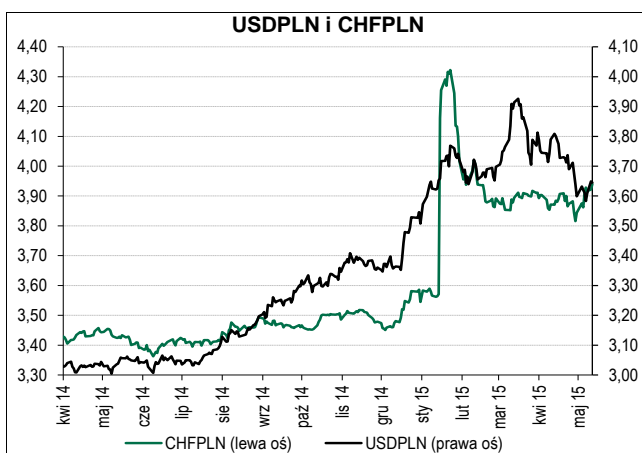
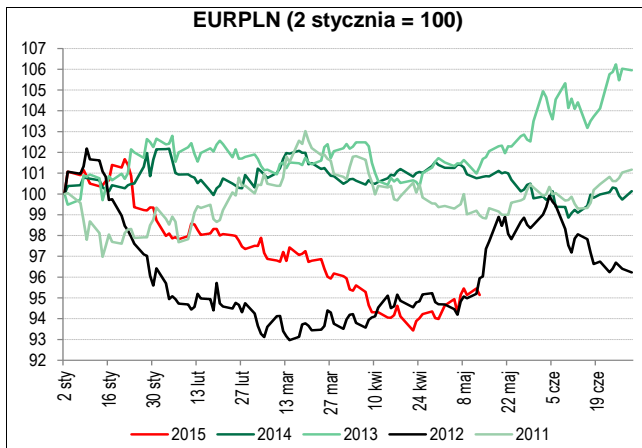
### Czynniki globalne wciąż kluczowe dla rynku

W tym miesiącu czynniki globalne pozostaną istotne dla nastrojów na krajowym rynku obligacji i IRS. Negocjacje Grecji z jej wierzycielami pozostaną w centrum uwagi, tym bardziej, że rozwiązanie tej kwestii nie nastąpi szybko. W efekcie ten czynnik będzie powodował utrzymywanie się rentowności/stawek IRS na wysokim poziomie (głównie na długim końcu krzywych).

Uważamy, że ostatnie ruchy na rynku są zbyt gwałtowne i zbyt duże, aby utrzymać się w dłuższym terminie. W naszej ocenie nie należy spodziewać się istotnych zmian w polityce monetarnej głównych banków centralnych na świecie, co powinno dać nieco oddechu rynkom bazowym, a w konsekwencji wesprzeć wycenę krajowych krzywych.

Krajowe czynniki, głównie dane makro potwierdzające silniejszy wzrost gospodarczy i odbicie inflacji mogą ciążyć wycenę krajowych aktywów i ograniczać potencjał do trwałego odreagowania. Oczekujemy wzrostu rentowności obligacji i stawek IRS w dalszej części roku pod wpływem wzmacniającego się tempa wzrostu PKB i dalszego odbicia inflacji w wyniku pozytywnego wpływu programu QE prowadzonego przez EBC.

## Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

### Niewielkie szanse na umocnienie złotego w krótkim terminie

W kwietniu EURPLN testował kilkakrotnie wsparcie na 4,0 ale nie zdołał na dłużej utrzymać się poniżej i w kolejnych tygodniach kurs wahał się powyżej tego poziomu. Biorąc pod uwagę skalę zamieszania na globalnym rynku na początku maja (które wstrząsnęło polskim rynkiem długu), krajowa waluta była wg nas relatywnie stabilna do euro. EURPLN wzrósł do 4,10, najwyższego poziomu od połowy marca. Sytuacja ta była odwrotna do tego, co obserwowaliśmy w 2014, kiedy kurs poruszał się w trendzie bocznym, a rentowności obligacji wyraźnie spadały.

Nadal uważamy, że są czynniki fundamentalne, które powinny wspierać złotego w średnim terminie – wysokie realne stopy procentowe, przyspieszający wzrost gospodarczy, niski deficyt na rachunku obrotów bieżących, poprawiająca się sytuacja fiskalna czy program QE prowadzony przez EBC. Jednocześnie, uważamy, że w krótkim terminie trend spadkowy EURPLN zatrzyma się i kurs może wzrosnąć jeszcze w górę z obecnym 4,10. Pierwszy wykres pokazuje, że w tym samym okresie trzy lata temu nastrój na rynku pogorszył się również pod wpływem Grecji, która miała trudności z utworzeniem rządu po wyborach. Także z punktu widzenia analizy technicznej widzimy istotne ryzyko do dalszych wzrostów.

Głównym powodem do ostrożności inwestorów będzie zapewne Grecja i narastające obawy o to kiedy zostanie osiągnięte porozumienie z wierzycielami może ciężko rynek. Warto też zauważyć, że I kw. 2015 jest najlepszym pierwszym kwartałem dla złotego do euro od 2012, kiedy to krajowa waluta odrabiała straty po kryzysie zadłużeniowym. Realizacja zysków z ostatniego silnego umocnienia nie powinna więc dziwić także dlatego, że sporo z pozytywnych czynników (szybszy wzrost, QE, brak obniżek stóp w Polsce) zostało już zapewne wycenionych. Kolejnym negatywnym czynnikiem może się okazać niepewność odnośnie niepewności związanej z polityką pieniężną Fed, zwłaszcza jeśli kolejne dane będą dobre. Poza tym, ostatnie osłabienie na polskim rynku długu wynikało zapewne z pewnym stopniu z odpływu zagranicznego kapitału, mimo trwającego programu QE. Widzimy więc ryzyko w górę dla naszych krótkoterminowych prognoz.

Pierwsza runda polskich wyborów prezydenckich przyniosła zaskakującą wygraną opozycyjnego kandydata, Andrzeja Dudy. Nie można wykluczyć, że może to lekko ciężać rynekowi w kolejnych tygodniach, ale istotniejsze będą zapewne wybory parlamentarne (na jesieni). Niemniej, jak pisaliśmy w rocznym [MAKROskopie 2015](#) (str.31), zachowanie rynku w latach 2005/2006 po zwycięstwie PiS i utworzeniu koalicji z partiami populistycznymi nie wskazuje, by czynnik ten miał wtedy kluczowe znaczenie dla złotego.

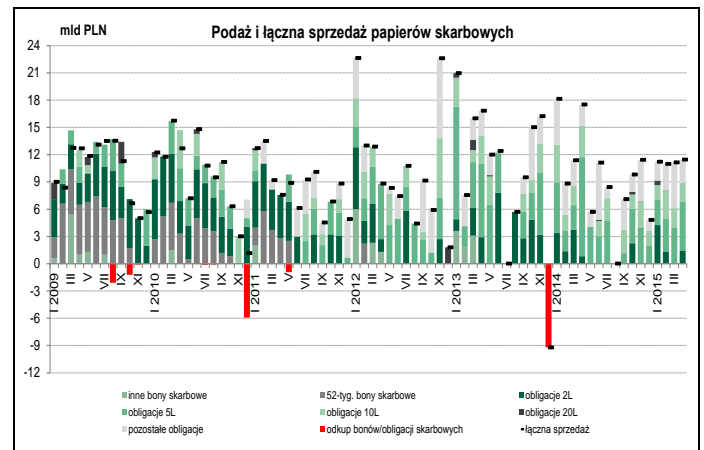
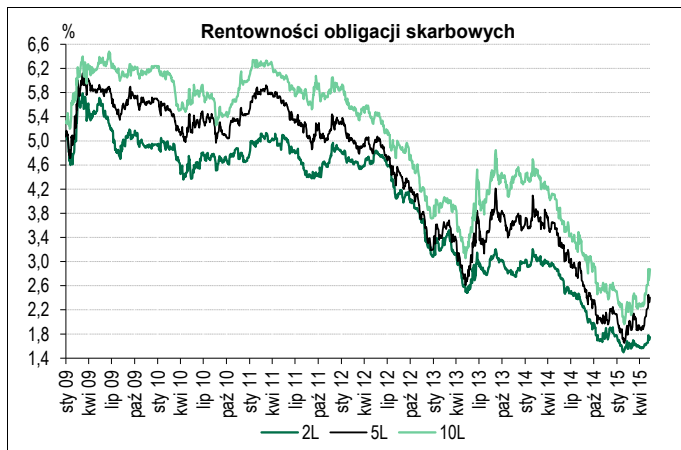
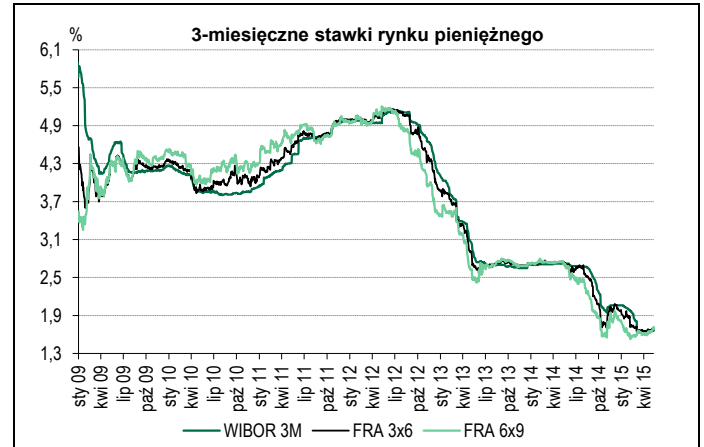
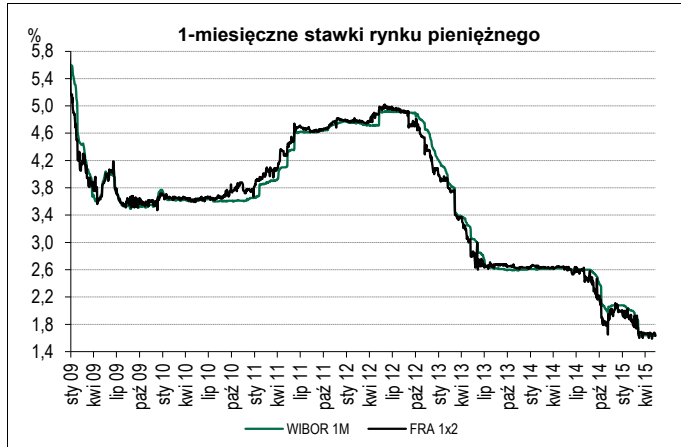
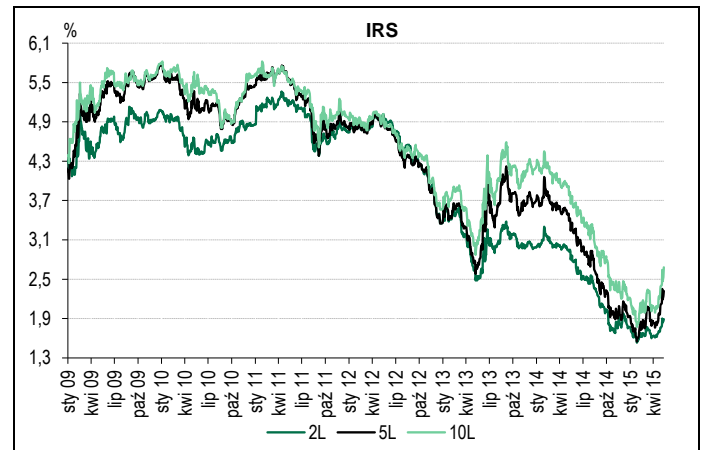
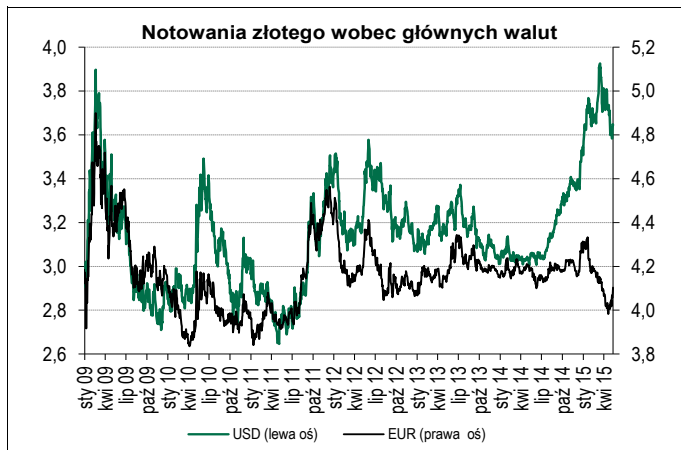
### Nadal większe szanse na wzrosty EURUSD

Na początku maja, po trzech kolejnych tygodniach wzrostów kurs EURUSD osiągnął 1,14. Wspólna waluta zyskiwała dzięki słabym danym z USA (szczególnie wstępnym PKB za I kw.), które zdaniem rynku odłożyły w czasie podwyżką stóp w USA na po wakacjach.

Jak już wspomnieliśmy w zeszłym miesiącu, trwające odbicie EURUSD jest największe od kiedy w połowie 2014 rozpoczął się trend spadkowy. Z tego punktu widzenia, nadal bardziej możliwa jest więc dalsza aprecjacja euro. Jednocześnie, wciąż nierozwiązana kwestia pomocy dla Grecji może ograniczać potencjał wzrostowy dla EURUSD. Sądzymy, że w krótkim terminie czynnik ten może przesłać ostatnie sygnały z gospodarki strefy euro takie jak odbicie inflacji czy wciąż niezłe dane o aktywności gospodarczej.

Utrzymujemy nasze prognozy dalszych wzrostów EURUSD w 2015 (do 1,16 na koniec roku) dzięki przyspieszającemu wzrostowi gospodarczemu i rosnącej inflacji w strefie euro. Sądzymy też, że podwyżki stóp Fed są już w dużym stopniu zdyskontowane przez rynek, a zacieśnienie polityki pieniężnej – niezależnie kiedy rozpoczęte – będzie raczej prowadzone ostrożnie i nie przyniesie gwałtownych i znacznych podwyżek stóp.

# Monitor rynku



## Przetargi obligacji skarbowych w 2014/2015 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg			Przetarg zamiany			
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	Obligacje	sprzedaż
maj '14	8.05	PS0719/WZ0119	3000-5000	5694,2	22.05	IDS1024	1000-2000				
czerwiec	5.06	DS/WS/WZ	3000-5000	4989,7					18.06	OK0714/WZ0115	
lipiec	3.07	DS0725/WS0428	1000-3000	2419,0	23.07	WZ0119/PS0719	2000-6000	5999,0			
sierpień	-	-	-	-							
wrzesień	4.09	DS0725/WS0124	2000-3000	3595,0	25.09	USD20150716**	400 mln \$	354,4 mln \$	18.09	WZ0115/PS0415	WZ0119/PS0719
październik	23.10	Do ustalenia	2000-6000	6062,1					2.10	WZ0115/PS0415	WZ0124/DS0725/WS0428
listopad	6.11	WZ/DS/WS	2000-4000	4495,7					20.11	WZ0115/PS0415/OK0715	WZ0119/PS0719
grudzień									18.12	WZ0115/PS0415/OK0715	PS0719/WZ0124/DS0725
styczeń '15	15.01	WZ/DS/WS	3000-5000	4198,5	22.01	OK0717/PS0420	5000-9000	7005,2			
lutyc	5.02	WZ/DS/WS	3000-5000	5980,0	12.02	OK0717/PS0420	3000-5000				
marzec	5.03	USD20150716/ USD20151019**	500 mln \$	400,6 mln \$	12.03	OK0717/PS0420	3000-4000	4639,0	26.03	PS0415/OK0715/DS1015	WZ0120/PS0420
kwiecień	9.04	WZ0124/DS0725	2500-4500	3788,0	23.04	OK0717/WZ0120/PS0420	5000-9000	7654,3			
maj	7.05	OK/WZ	3000-5000	odwołany	21.05	Zostanie ogłoszony	Do 4000				

\* razem z przetargiem uzupełniającym, \*\* - aukcja odkupu



## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>11 maja</b>	<b>12</b> CZ: CPI (IV)	<b>13</b> DE: Pierwszy szacunek PKB (I kw.) EZ: Pierwszy szacunek PKB (I kw.) EZ: Produkcja przemysłowa (III) HU: Pierwszy szacunek PKB (I kw.) US: Sprzedaż detaliczna (IV)	<b>14</b> PL: CPI (IV) PL: Podaż pieniądza (IV)	<b>15</b> PL: Bilans płatniczy (III) PL: Inflacja bazowa (IV) PL: 1szy szacunek PKB (I kw.) CZ: 1szy szacunek PKB (I kw.) US: Produkcja przemysłowa (IV) US: Wstępny Michigan (V)
<b>18</b>	<b>19</b> PL: Płace i zatrudnienie (IV) DE: Indeks ZEW (V) EZ: HICP (IV) US: Rozpoczęte budowy domów (IV) US: Pozwolenia na budowę (IV)	<b>20</b> PL: Produkcja przemysłowa (IV) PL: Sprzedaż detaliczna (IV) PL: PPI (IV) US: Minutes FOMC	<b>21</b> PL: Minutes RPP CN: Wstępny PMI – przemysł (V) DE: Wstępny PMI – przemysł (V) EZ: Wstępny PMI – przemysł (V) US: Indeks Philly Fed (V) US: Sprzedaż domów (IV)	<b>22</b> DE: PKB (I kw.) DE: Indeks Ifo (V) US: CPI (IV)
<b>25</b>	<b>26</b> PL: Stopa bezrobocia (IV) HU: Decyzja banku centralnego US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (IV) US: Indeks nastrojów konsumentów (V) US: Sprzedaż nowych domów (IV)	<b>27</b>	<b>28</b> US: Niezakończona sprzedaż domów (IV)	<b>29</b> PL: PKB (I kw.) PL: Oczekiwania inflacyjne (V) US: Drugi szacunek PKB (I kw.) US: Indeks Michigan (V)
<b>1 czerwca</b> PL: PMI – przemysł (V) CN: PMI – przemysł (V) DE: PMI – przemysł (V) EZ: PMI – przemysł (V) US: ISM – przemysł (V) US: Dochody osobiste (IV) US: Wydatki konsumentów (IV)	<b>2</b> EZ: Wstępny HICP (V) US: Zamówienia przemysłowe (IV)	<b>3</b> PL: Decyzja RPP EZ: Decyzja EBC DE: PMI – usługi (V) EZ: PMI – usługi (V) US: Raport ADP (IV) US: ISM – usługi (V)	<b>4</b>	<b>5</b> DE: Zamówienia przemysłowe (IV) HU: PKB (I kw.) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (V) US: Stopa bezrobocia (V)
<b>8</b> DE: Produkcja przemysłowa (IV) DE: Eksport (IV) CZ: Produkcja przemysłowa (IV)	<b>9</b> CZ: CPI (V) HU: CPI (V)	<b>10</b>	<b>11</b> US: Sprzedaż detaliczna (V)	<b>12</b> EZ: Produkcja przemysłowa (IV) US: Wstępny Michigan (VI)
<b>15</b> PL: CPI (III) PL: Bilans płatniczy (IV) US: Produkcja przemysłowa (V)	<b>16</b> PL: Inflacja bazowa (V) DE: Indeks ZEW (VI) US: Rozpoczęte budowy domów (V) US: Pozwolenia na budowę (V)	<b>17</b> PL: Płace i zatrudnienie (V) EZ: HICP (V) US: Decyzja FOMC	<b>18</b> PL: Minutes RPP PL: Produkcja przemysłowa (V) PL: Sprzedaż detaliczna (V) PL: PPI (V) US: CPI (V) US: Indeks Philly Fed (VI)	<b>19</b>

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

## Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2015 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie EBC	22	-	5	15	-	3	16	-	3	22	-	3
Posiedzenie RPP	13-14	3-4	3-4	14-15	5-6	2-3	7-8	-	1-2	5-6	3-4	1-2
Minutes RPP	22	19	19	23	21	18	-	20	17	22	19	17
Szybki szacunek PKB*		13			15			14			13	
PKB*	-	27	-	-	29	-	-	28	-	-	30	-
Inflacja CPI	15	13 <sup>a</sup>	13 <sup>b</sup>	15	14	15	15	13	15	15	13	15
Inflacja bazowa	16	-	16	16	15	16	16	14	16	16	16	16
Ceny producenta	21	18	18	20	20	18	17	19	17	19	19	17
Produkcja przemysłowa	21	18	18	20	20	18	17	19	17	19	19	17
Sprzedaż detaliczna	27	18	18	20	20	18	17	19	17	19	19	17
Płace brutto, zatrudnienie	20	17	17	17	19	17	16	18	16	16	19	16
Handel zagraniczny	Około 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*			31			30						
Bilans płatniczy	13	13	16	13	15	15	14	13				
Podaż pieniądza	14	13	13	14	14	12	14	13				

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

## Dane i prognozy ekonomiczne

## Wskaźniki miesięczne

		kwi 14	maj 14	cze 14	lip 14	sie 14	wrz 14	paź 14	lis 14	gru 14	sty 15	lut 15	mar 15	kwi 15	maj 15
PMI	pkt.	52,0	50,8	50,3	49,4	49,0	49,5	51,2	53,2	52,8	55,2	55,1	54,8	54,0	54,1
Produkcja przemysłowa	% r/r	5,5	4,4	1,8	2,4	-1,9	4,2	1,7	0,3	8,1	1,6	5,0	8,8	5,6	5,3
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	12,2	10,0	8,0	1,1	-3,6	5,6	-1,0	-1,6	5,0	1,3	-0,3	2,9	9,9	8,0
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	8,4	3,8	1,2	2,1	1,7	1,6	2,3	-0,2	1,8	0,1	-1,3	3,0	1,0	2,3
Stopa bezrobocia	%	13,0	12,5	12,0	11,8	11,7	11,5	11,3	11,4	11,5	12,0	12,0	11,7	11,3	10,8
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw <sup>a</sup>	% r/r	3,8	4,8	3,5	3,5	3,5	3,4	3,8	2,7	3,7	3,6	3,2	4,9	5,0	4,9
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	0,7	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	0,9	1,1	1,2	1,2	1,1	1,2	1,3
Eksport (w euro)	% r/r	5,1	10,4	5,7	6,4	-1,2	5,8	4,7	3,5	4,3	5,2	10,7	13,6	8,5	8,5
Import (w euro)	% r/r	8,9	11,8	7,5	7,7	0,7	7,0	5,6	5,0	9,8	-1,3	3,7	10,5	8,5	8,5
Bilans handlowy	mIn EUR	39	-160	86	-270	-215	492	-43	10	-791	937	783	570	42	-174
Rachunek bieżący	mIn EUR	269	-161	-927	-729	-1 063	12	-371	-181	-1 414	37	116	1 445	298	-207
Rachunek bieżący	% PKB	-1,1	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4	-1,3	-1,4	-1,3	-1,4	-1,2	-1,0	-0,7	-0,7	-0,7
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-21,3	-22,5	-25,4	-26,4	-24,6	-22,4	-27,2	-24,8	-29,8	-0,6	-11,3	-16,7	-15,8	-18,9
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	44,8	47,3	53,4	55,5	51,9	47,1	57,4	52,1	62,7	1,3	24,6	36,2	34,3	41,0
Inflacja (CPI)	% r/r	0,3	0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-1,0	-1,4	-1,6	-1,5	-1,1	-0,9
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	0,8	0,8	1,0	0,4	0,5	0,7	0,2	0,4	0,5	0,6	0,4	0,2	0,3	0,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-0,7	-1,0	-1,8	-2,0	-1,5	-1,6	-1,3	-1,6	-2,7	-2,8	-2,8	-2,4	-2,7	-1,6
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	5,4	5,2	5,2	6,0	7,4	7,9	7,7	8,4	8,2	8,6	8,7	8,8	8,6	8,6
Zobowiązania	% r/r	5,4	5,5	5,5	6,7	7,8	7,5	7,8	8,5	8,1	8,2	8,0	8,2	8,1	8,0
Należności	% r/r	6,1	5,4	4,9	5,4	6,3	6,2	7,2	7,4	7,3	8,0	7,7	7,8	7,8	8,4
EUR/PLN	PLN	4,18	4,18	4,14	4,14	4,19	4,19	4,21	4,21	4,21	4,28	4,18	4,13	4,02	4,06
USD/PLN	PLN	3,03	3,04	3,04	3,06	3,15	3,25	3,32	3,38	3,42	3,68	3,68	3,81	3,73	3,62
CHF/PLN	PLN	3,43	3,42	3,39	3,41	3,46	3,47	3,48	3,50	3,50	3,96	3,93	3,89	3,88	3,87
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	1,50	1,50	1,50
WIBOR 3M	%	2,72	2,72	2,69	2,68	2,65	2,45	2,07	2,03	2,06	2,03	1,92	1,67	1,65	1,66
Rentowność obligacji 2L	%	2,94	2,79	2,54	2,45	2,30	2,02	1,77	1,78	1,84	1,60	1,60	1,62	1,60	1,74
Rentowność obligacji 5L	%	3,60	3,36	3,10	2,89	2,73	2,40	2,12	2,04	2,16	1,82	1,88	1,99	1,98	2,34
Rentowność obligacji 10L	%	4,10	3,80	3,54	3,34	3,23	2,98	2,63	2,54	2,55	2,21	2,20	2,32	2,36	2,82

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK;

<sup>a</sup> nominalnie; <sup>b</sup> wartość na koniec okresu;

## Wskaźniki kwartalne i roczne

		2012	2013	2014	2015	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
PKB	mld PLN	1 615,9	1 662,1	1 728,7	1 796,9	403,7	419,5	427,1	478,3	419,9	433,7	442,5	500,9
PKB	% r/r	1,8	1,7	3,4	3,6	3,5	3,6	3,3	3,3	3,4	3,5	3,6	4,0
Popyt krajowy	% r/r	-0,4	0,2	4,9	4,3	3,6	6,1	5,1	5,0	3,4	4,6	4,5	4,7
Spożycie indywidualne	% r/r	1,0	1,1	3,1	3,5	3,0	3,0	3,2	3,0	3,3	3,6	3,6	3,5
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-1,5	0,9	9,2	8,6	11,4	8,7	9,2	8,6	8,7	8,8	8,9	8,2
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,0	2,3	3,4	6,5	4,9	3,7	1,8	2,8	5,2	6,8	7,2	6,7
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-1,0	-10,3	4,3	8,5	9,8	9,9	1,1	1,0	1,4	9,7	10,3	9,5
Sprzedż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	6,0	2,6	3,1	4,0	5,1	4,6	1,9	1,4	0,7	2,2	5,2	7,4
Stopa bezrobocia <sup>b</sup>	%	13,4	13,4	11,5	10,1	13,5	12,0	11,5	11,5	11,7	10,4	9,9	10,1
Płace brutto w gospodarce narodowej <sup>a</sup>	% r/r	3,7	3,4	3,6	5,2	4,2	3,5	3,5	3,1	4,1	4,9	5,5	5,5
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,0	-1,1	0,2	0,8	-0,3	0,1	0,3	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7
Eksport (w euro)	% r/r	6,5	5,7	5,6	9,9	8,2	6,6	3,8	4,1	10,1	8,5	10,0	11,0
Import (w euro)	% r/r	2,2	0,2	7,2	8,6	6,9	10,1	5,2	6,6	3,1	8,2	11,0	12,0
Bilans handlowy	mIn EUR	-7 146	635	-1 629	228	-381	-431	9	-826	2 290	-349	-383	-1 329
Rachunek bieżący	mIn EUR	-13 697	-5 148	-5 762	-3 480	-1 222	-789	-1 780	-1 971	1 598	-767	-2 351	-1 961
Rachunek bieżący	% PKB	-3,5	-1,3	-1,4	-0,8	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-3,7	-4,0	-3,2	-2,7	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	3,7	0,9	0,0	-0,7	0,6	0,3	-0,3	-0,7	-1,5	-0,9	-0,6	0,3
Inflacja (CPI) <sup>b</sup>	% r/r	2,4	0,7	-1,0	0,7	0,7	0,3	-0,3	-1,0	-1,5	-0,7	-0,4	0,7
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	2,2	1,2	0,6	0,6	0,8	0,8	0,5	0,4	0,4	0,4	0,6	1,0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,4	-1,3	-1,5	-2,0	-1,2	-1,2	-1,7	-1,9	-2,7	-2,1	-2,2	-1,0
Podaż pieniądza (M3) <sup>b</sup>	% r/r	4,5	6,2	8,2	8,6	5,2	5,2	7,9	8,2	8,3	8,4	8,5	8,6
Zobowiązania <sup>b</sup>	% r/r	4,7	6,0	8,1	8,1	4,7	5,5	7,5	8,1	8,1	8,1	8,1	8,1
Należności <sup>b</sup>	% r/r	1,2	3,6	6,9	6,7	5,3	4,9	6,2	7,3	7,2	7,0	6,9	6,7
EUR/PLN	PLN	4,19	4,20	4,18	4,03	4,19	4,17	4,18	4,21	4,20	4,03	3,97	3,92
USD/PLN	PLN	3,26	3,16	3,15	3,57	3,06	3,04	3,15	3,37	3,72	3,65	3,52	3,41
CHF/PLN	PLN	3,47	3,41	3,45	3,79	3,42	3,42	3,45	3,50	3,93	3,86	3,77	3,63
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	4,25	2,50	2,00	1,50	2,50	2,50	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 3M	%	4,91	3,02	2,52	1,72	2,71	2,71	2,59	2,06	1,87	1,66	1,68	1,69
Rentowność obligacji 2L	%	4,30	2,98	2,46	1,72	3,01	2,76	2,26	1,80	1,61	1,68	1,74	1,85
Rentowność obligacji 5L	%	4,53	3,46	2,96	2,25	3,71	3,35	2,67	2,11	1,90	2,20	2,38	2,53
Rentowność obligacji 10L	%	5,02	4,04	3,49	2,62	4,38	3,82	3,18	2,58	2,24	2,65	2,78	2,83

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 12.05.2015 r. zostało przygotowane przez:

### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, fax 22 586 83 40

Email: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl) Serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.skarb.bzwbk.pl>

**Maciej Reluga – Główny Ekonomista**

tel. 22 5341888, Email: [maciej.reluga@bzwbk.pl](mailto:maciej.reluga@bzwbk.pl)

**Piotr Bielski** 22 534 18 87

**Agnieszka Decewicz** 22 534 18 86

**Marcin Luziński** 22 534 18 85

**Marcin Sulewski** 22 534 18 84

## DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

### Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5  
61-894 Poznań

tel. 61 856 58 14/30

fax 61 856 44 56

### Warszawa

al. Jana Pawła II 17  
00-854 Warszawa

tel. 22 586 83 20/38

fax 22 586 83 40

### Wrocław

ul. Rynek 9/11  
50-950 Wrocław

tel. 71 369 94 00

fax 71 370 26 22

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Bank Zachodni WBK S.A., Obszar Skarbu, Departament Analiz Ekonomicznych, Al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)