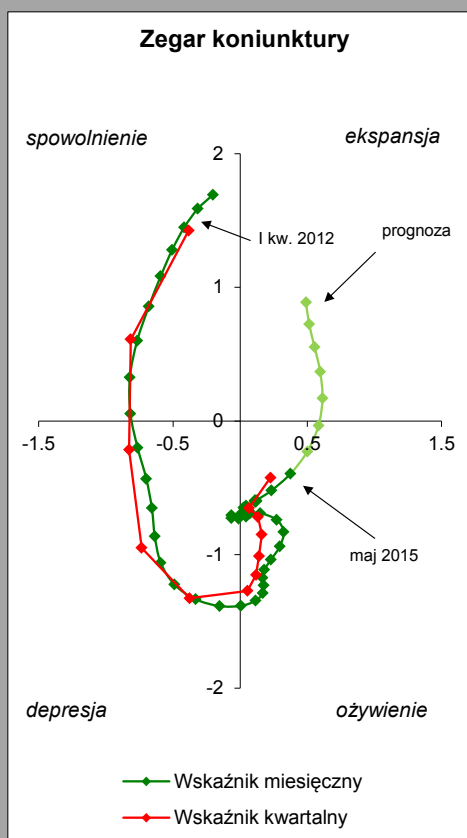


# MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Czerwiec 2015

## Kluczowe tematy bez zmian



### 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

### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40  
 email: ekonomia@bzwbk.pl Strona www: skarb.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

■ W majowym raporcie zatytułowanym „Polityczne znaki zapytania na horyzoncie” pisaliśmy o niepewności związanej z perspektywami polskiej sceny politycznej i rozmów Grecji z jej wierzycielami ws. przedłużenia programu pomocowego. Niepewność faktycznie była tym, co w ostatnich tygodniach miało największy wpływ na rynki. Polskie aktywa znalazły się pod presją rosnących obaw o wyjście Grecji ze strefy euro wobec braku postępu w rozmowach i kończących się środków w kasie państwa jak też niespodziewanego wyniku wyborów prezydenckich które rozbudziły dyskusję o możliwych zmianach na polskiej scenie politycznej.

■ Można powiedzieć, że niewiele się zmieniło i wygląda na to, że te same kwestie będą w kolejnych miesiącach głównymi czynnikami wpływającymi na rynek. Obawy, które pchnęły w górę rentowności obligacji i kurs EURPLN pozostaną zapewne nadal kluczowe. Widzimy niewielkie szanse na odreagowanie na polskim rynku wobec utrzymujących się obaw o Grecję i podwyższonego ryzyka zmian na krajowej scenie politycznej. Nieoczekiwane zwycięstwo Andrzeja Dudy w wyborach prezydenckich zwiastuje znaczne zmiany na scenie politycznej. Premier Ewa Kopacz już ogłosiła szereg zmian w rządzie pod wpływem tak zwanej afery podsłuchowej, dotyczących m. in. kilku ministrów i głównego doradcy rządu Jacka Rostowskiego (byłego ministra finansów). Do dymisji podał się też marszałek Sejmu. Naszym zdaniem te ruchy nie powinny mieć znaczącego wpływu na rynek i nie zmieniają sytuacji przed wyborami, ale i tak niepewność polityczna pozostaje wysoka.

■ Tymczasem, polska gospodarka mocno zaczęła rok, tempo wzrostu PKB przyspieszyło w I kw. do 3,6% r/r **dzięki silnej konsumpcji, rosnącemu w siłę eksportowi i prężnym inwestycjom**. Chociaż ostatnie miesięczne dane (kwietniowa produkcja i sprzedaż detaliczna oraz majowy PMI) rozczarowały, to **nadal wierzymy, że wzrost gospodarczy będzie przyspieszał do 4% pod koniec roku**. Popyt zewnętrzny powinien rosnąć, a kurs złotego nadal pozwala utrzymać konkurencyjność. Jednocześnie, konsumpcja prywatna i inwestycje powinny nadal rosnąć w solidnym tempie wspierane przez rekordowo niskie stopy procentowe i niskie ceny surowców. Po danych za I kw., ponownie **podnieśliśmy naszą prognozę średniego PKB na ten rok – do 3,8%**.

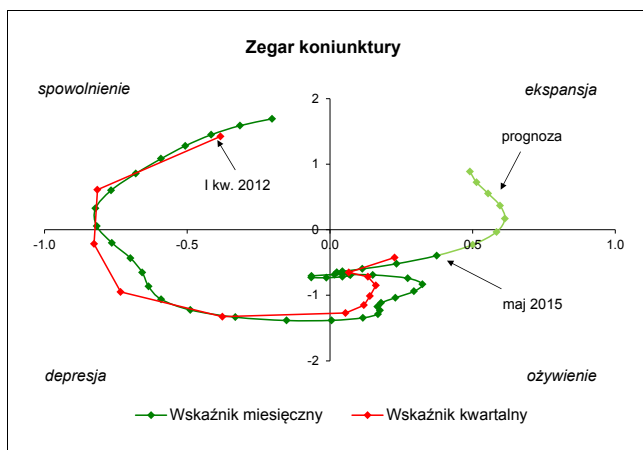
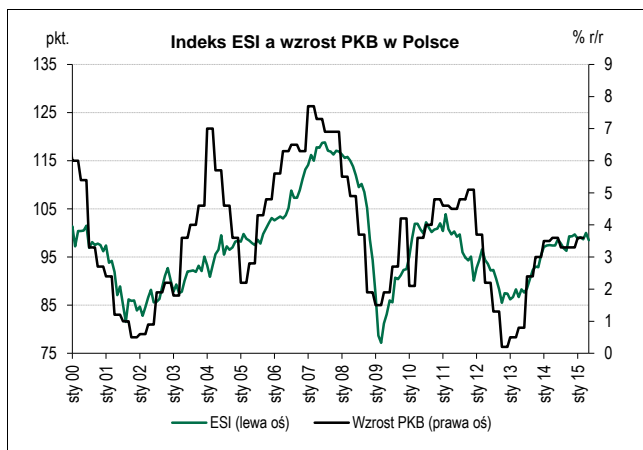
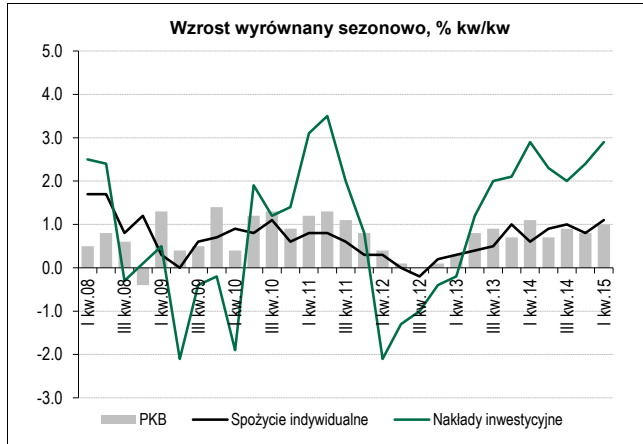
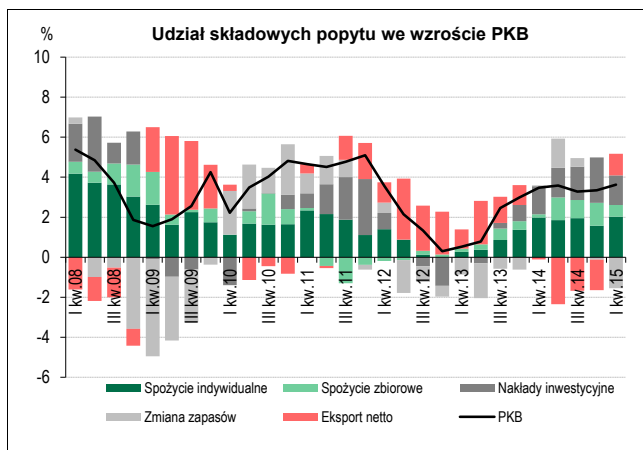
■ Wobec przyspieszającego wzrostu gospodarczego i odbijającej się od dna inflacji (CPI spadł w maju o 1,1% r/r, ale na koniec roku oczekujemy już wzrostu o 0,7% r/r) nie spodziewamy się, aby parametry polityki pieniężnej zmieniły się w najbliższej przyszłości. Naszym zdaniem jest bardzo prawdopodobne, że **RPP utrzyma stopy bez zmian do końca swojej kadencji** (tj. do początku 2016). Trudno w tej chwili spekulować o nowym składzie RPP, łącznie z prezesem NBP, bowiem w dużym stopniu będzie on zależał od wyników jesiennych wyborów parlamentarnych.

### Na rynku finansowym 10 czerwca 2015 r.:

Stopa depozytowa NBP	0,50	WIBOR 3M	1,70	EURPLN	4,1602
Stopa referencyjna NBP	1,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	1,81	USDPLN	3,6760
Stopa lombardowa NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	2,70	CHFPLN	3,9655

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.06.2015 r.

## Gospodarka Polski



Źródła: GUS, Eurostat, Markit, BZ WBK

**Wzrost PKB w I kw. silniejszy od oczekiwań...**

Tempo wzrostu PKB w I kw. 2015 r. zaskoczyło w górę i to dwukrotnie, jako że przyspieszony szacunek, który pokazał 3,5% r/r (i był powyżej oczekiwań) został zrewidowany w górę do 3,6% w kolejnym odczycie. Wzrost dopasowany sezonowo osiągnął 1% kw/kw.

Dane potwierdziły, że – jak napisaliśmy w kwietniowym MAKROskopie – pracują wszystkie cztery silniki wzrostu: konsumpcja, inwestycje prywatne, inwestycje publiczne oraz eksport. Eksport wzrósł o 8% r/r, najszybciej od III kw. 2013, podczas gdy wzrost importu spowolnił do 6%, wobec czego wkład eksportu netto do wzrostu wyniósł 1,1 pkt proc., po całym roku negatywnej kontrybucji. Wzrost konsumpcji prywatnej przyspieszył do 3,1% r/r, a wzrost inwestycji w środki trwałe do 11,4% r/r (najwyżej od I kw. 2014 r.). Ten ostatni wynik jest naszym zdaniem szczególnie pozytywny, ponieważ ze względu na wysoką bazę ubiegłoroczną (łagodna zima plus efekt „samochodów z kratką”) spodziewaliśmy się raczej lekkiego obniżenia dynamiki inwestycji. Tymczasem odbiła ona w górę zrównując się z wyjątkowo wysokim poziomem z I kw. 2014. Świadczy to, naszym zdaniem, bardzo pozytywnie o trwałości i mocy ożywienia gospodarczego – firmy nie obawiają się o przyszłość i nie zwalniają tempa wydatków na rozwój, prawdopodobnie widząc solidny strumień nowych zamówień. Stabilny wzrost konsumpcji prywatnej również powinien być kontynuowany w dalszej części roku, wspierany przez dalszy spadek bezrobocia i wzrost płac realnych. Warto zwrócić uwagę, że chociaż w I kwartale w ujęciu rocznym wzrost konsumpcji przyspieszył tylko nieznacznie, to w ujęciu kwartał do kwartału po wyrównaniu sezonowym (1,1%) był to najlepszy wynik od IV kw. 2008.

Wzrost popytu krajowego wyraźnie wyhamował w I kwartale, do 2,6% r/r, ale wynikało to głównie z mocnego spadku zapasów, które okazały się w tym przypadku „piątym kołem u wozu”. Ten czynnik odjął od wzrostu PKB w I kw. ok. 1,5 pkt proc. Nie jest to zbyt zaskakujące, biorąc pod uwagę jednoczesną mocną poprawę salda eksportu netto – te dwie pozycje są ze sobą dość wyraźnie skorelowane.

**... a kolejne kwartały powinny być lepsze**

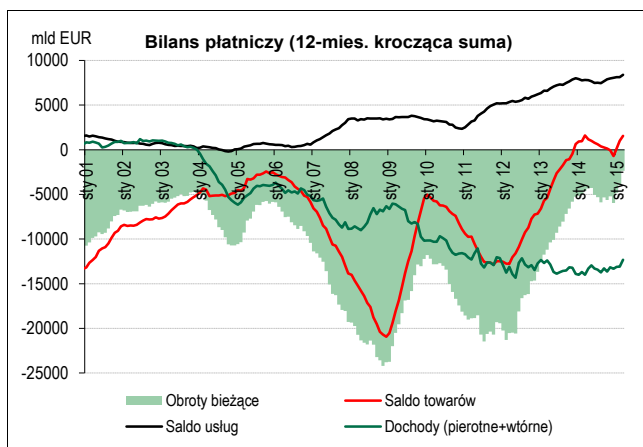
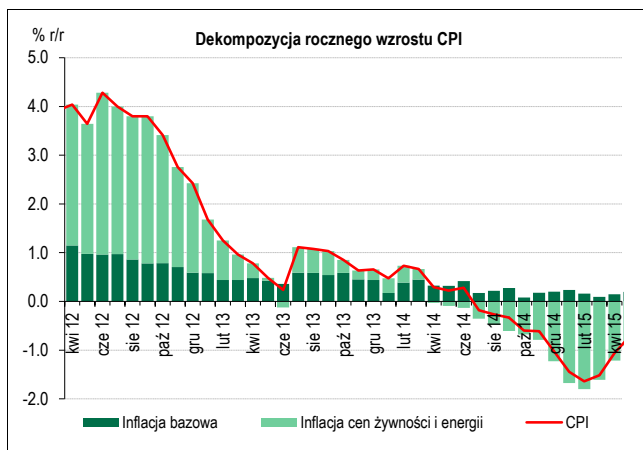
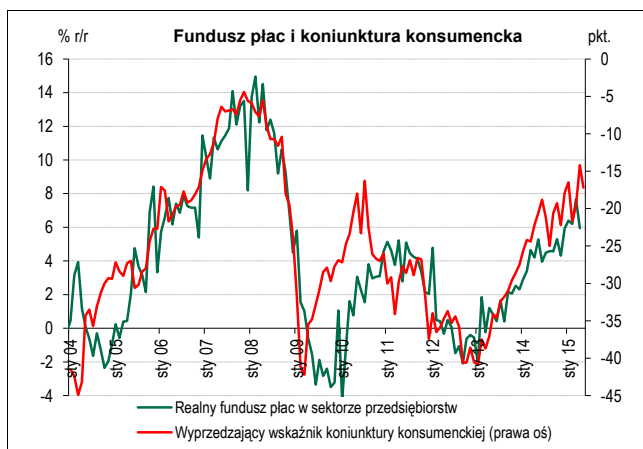
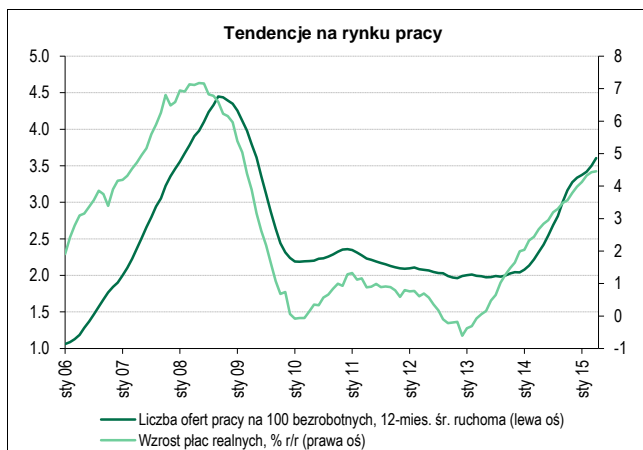
O ile dane o wzroście PKB w I kw. 2015 r. były mocne i sugerowały zdrowy oraz zrównoważony wzrost gospodarczy na początku roku, to niektóre wskaźniki miesięczne opublikowane niedawno rozczarowały, rzucając nieco niepewności na kwestię trwałości ożywienia.

Produkcja przemysłowa mocno rozczarowała w kwietniu, spowalniając do 2,3% r/r, najniższej od stycznia, podczas gdy sprzedaż detaliczna spowolniła do 1,5% r/r (najniżej od listopada 2014 r.). Oba wyniki były wyraźnie niższe niż w marcu (odpowiednio 8,8% oraz 6,6% r/r). Prawdopodobnie był to efekt Wielkanocy (która wypadła wcześniej niż rok temu), która wsparła roczny wzrost produkcji i sprzedaży w marcu a zmniejszyła w kwietniu. Tę tezę wydaje się potwierdzać fakt, że w obu przypadkach na wyniku zaważyła żywność, podczas gdy pozostałe kategorie pokazały całkiem dobre wyniki. Jeśli chodzi o produkcję, znaczenie miała również liczba dni roboczych.

Indeks PMI dla Polski obniżył się w maju do 52,4 pkt z 54 pkt w kwietniu, przy spadku wszystkich głównych sub-indeksów (produkcja, nowe zamówienia, nowe zamówienia eksportowe i zatrudnienie). Silny spadek indeksu w maju jest dużym zaskoczeniem biorąc pod uwagę silne dane makro i ożywienie w strefie euro. Nie możemy wykluczyć, że wskaźnik mógł być pod wpływem wyników wyborów prezydenckich oraz obaw o Grecję. Warto podkreślić, że inne miary aktywności gospodarczej (wskaźnik ESI Komisji Europejskiej, wskaźnik koniunktury GUS) były całkiem niezłe i utrzymały się na poziomie spójnym ze wzrostem PKB o ok. 3,5% w II kw. 2015 r.

Nasz zegar koniunktury sugeruje, że gospodarka przyspieszała w II kw. i że powinna wejść w fazę ekspansji w drugiej połowie roku. Uważamy zatem, że negatywne niespodzianki, które pojawiły się ostatnio, wynikały z czynników jednorazowych, a pozytywne trendy będą kontynuowane, powodując przyspieszenie wzrostu, nawet do 4% r/r w IV kw. Spodziewamy się wzrostu PKB o 3,8% w całym 2015 r.

## Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, Eurostat, BZ WBK

**Popyt na pracę wciąż wspiera wzrost płac**

Wydaje się, że popyt na pracę przestał przyspieszać w ostatnich miesiącach, ale wciąż utrzymuje się na solidnym poziomie. Wzrost zatrudnienia w sektorze firm ustabilizował się na 1,1% r/r w kwietniu, podczas gdy wzrost liczby zatrudnionych wg BAEL spowolnił do 1,5% r/r. Sezonowo dopasowana stopa bezrobocia BAEL utrzymała się w kwietniu na 7,9%, najniższym poziomie od maja 2009 r.

Jednocześnie widzimy coraz więcej sygnałów braku pracowników (np. jest to widoczne we wzroście relacji liczby ofert pracy przypadających na jednego zatrudnionego, patrz wykres po lewej), które uległy wzmocnieniu, co przekłada się na wzrost presji płacowej. Ten trend będzie prawdopodobnie kontynuowany, jako że Polska weszła w okres spadku liczebności populacji w wieku produkcyjnym. Według danych BAEL za kwiecień, liczba osób aktywnych na rynku pracy spadła od stycznia o 113 tysięcy i o 162 tysiące w skali rocznej (do 17,3 mln). Spodziewamy się utrzymania tej tendencji.

Średni wzrost wynagrodzeń przyspieszył w kwietniu do 3,7% r/r, mniej niż w marcu, ale – podobnie jak w przypadku produkcji i sprzedaży – uważamy, że efekt Wielkanocy mógł mieć wpływ na dane (wcześniejsze wypłaty bonusów, które przyspieszyły tempo wzrostu płac w marcu i spowolniły w kwietniu). Spodziewamy się dalszego wzrostu płac w kolejnych miesiącach.

Przyspieszające tempo wzrostu dochodów z pracy w gospodarstwach domowych pozytywnie wpływa na ufnosć konsumencką i wspiera wzrost konsumpcji prywatnej.

**Trend w inflacji odwrócony, zgodnie z oczekiwaniami**

Inflacja CPI odbiła w kwietniu do -1,1% r/r z -1,5% r/r w marcu, zgodnie z naszymi oczekiwaniami. W ujęciu miesięcznym ceny towarów i usług konsumpcyjnych wzrosły o 0,4% m/m czyli najmocniej od kwietnia 2013 r. Wzrost rocznego wskaźnika CPI wynikał przede wszystkim z wyższych cen paliw oraz żywności. Podrożały zwłaszcza owoce i warzywa, co prawdopodobnie jest skutkiem słabnącego efektu rosyjskiego embarga. Inflacja bazowa (CPI po wyłączeniu cen żywności i energii) również wzrosła, do 0,4% r/r z 0,2% r/r.

Spodziewamy się dalszego wzrostu wskaźnika inflacji w kolejnych miesiącach. Deflacja będzie się jednak utrzymywała do III kw., a na koniec roku zobaczymy wzrost CPI zbliżający się do 1% r/r, zatem wciąż daleko od celu inflacyjnego RPP. Presję na wzrost CPI wywierać będzie ożywienie wzrostu gospodarczego, wyższe ceny żywności i surowców oraz bardzo niska baza statystyczna.

**Szybka poprawa na rachunku obrotów bieżących**

Eksport Polski wzrósł w marcu o 13,7% r/r (najwięcej od października 2012 r.), dzięki rosnącemu popytowi z Unii Europejskiej. Dane pokazały wyraźne ożywienie eksportu do głównych partnerów handlowych (Niemcy, Wielka Brytania, Włochy, Holandia, Czechy), co w naszej ocenie powinno być kontynuowane uwzględniając sygnały pokazujące wzrost aktywności gospodarczej w Europie.

W marcu saldo obrotów bieżących osiągnęło rekordowo wysoką nadwyżkę (1,9 mld €) i stosunek 12-miesięcznego salda do PKB wyniósł -0,6%, co jest najlepszym wynikiem od połowy lat 90-tych. Wynikało to z poprawy we wszystkich kategoriach: handlu, usługach, ale również na rachunku dochodów. Co więcej, pokrycie 12-miesięcznego deficytu obrotów bieżących przez łączny napływ długoterminowych inwestycji (fundusze z UE + bezpośrednie inwestycje zagraniczne netto) wzrosło do rekordowo wysokiego poziomu 735%.

Sądzymy, że szybki wzrost eksportu utrzyma się i będzie przyczyniał się do przyspieszenia wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach. Wydaje się, że ten rok będzie pierwszym od 1995 r. z dodatnim saldem na rachunku obrotów bieżących.



## Pod lupą: polityka pieniężna

### Najważniejsze fragmenty komunikatu RPP w czerwcu

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany, przy czym w 2015 r. oczekiwane jest jego nieznaczne przyspieszenie. W strefie euro następuje stopniowe ożywienie wzrostu gospodarczego, choć w dalszym ciągu jest on na niskim poziomie. W Stanach Zjednoczonych – mimo osłabienia koniunktury w pierwszych miesiącach bieżącego roku – oczekiwana jest kontynuacja ożywienia gospodarczego w kolejnych kwartałach. Jednocześnie w większości największych gospodarek wschodzących dynamika aktywności gospodarczej obniża się, a u wschodnich partnerów handlowych Polski, tj. w Rosji i na Ukrainie perspektywy gospodarcze pozostają niekorzystne.

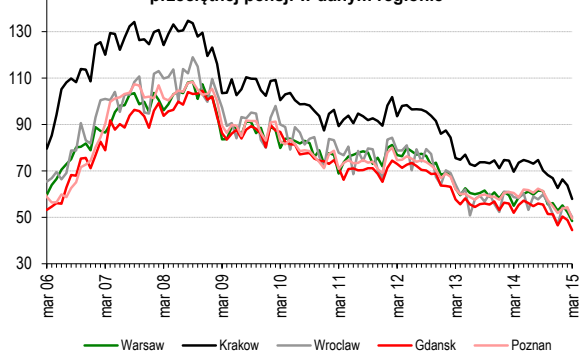
Po silnym i długotrwałym spadku, ceny ropy na rynkach światowych nieznacznie wzrosły w ostatnich miesiącach. Przyczyniło się to do osłabienia tendencji deflacyjnych w wielu krajach, w tym do wzrostu dynamiki cen w strefie euro. Dynamika cen na świecie pozostaje jednak bardzo niska, a w wielu gospodarkach europejskich – ujemna. W tych warunkach główne banki centralne utrzymują stopy procentowe w pobliżu zera, a EBC kontynuuje program skupu aktywów.

W Polsce dynamika realnego PKB w I kw. przyspieszyła (do 3,6% wobec 3,3% w IV kw. 2014 r.). Głównym źródłem wzrostu aktywności gospodarczej pozostał popytu krajowego, w tym konsumpcji i inwestycji, postępujący w warunkach poprawy sytuacji na rynku pracy, dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw oraz wzrostu akcji kredytowej. Ożywieniu gospodarczemu sprzyjało także przyspieszenie wzrostu eksportu, wspieranego poprawą koniunktury w strefie euro. (...)

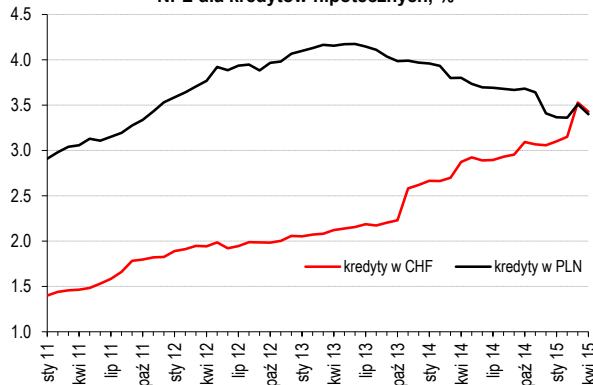
Ze względu na umiarkowane tempo wzrostu popytu i wciąż ujemną lukę popytową, w gospodarce nie ma presji popytowej. Równocześnie niskie ceny surowców i umiarkowana dynamika płac nominalnych przyczyniają się do utrzymania braku presji kosztowej. W rezultacie roczna dynamika cen konsumpcyjnych pozostaje ujemna, choć nieznaczny wzrost cen paliw i żywności w ostatnim okresie ograniczył skalę deflacji. (...)

W ocenie Rady w najbliższych miesiącach roczna dynamika cen będzie nadal ujemna, przede wszystkim ze względu na wcześniejsze silne spadki cen 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.

Miesięczna rata 25-letniego kredytu w złotych dla mieszkania o powierzchni 50 m<sup>2</sup> jako procent przeciętnej pensji w danym regionie



NPL dla kredytów hipotecznych, %



Źródła: NBP, Reuters, BZ WBK

### Nic nowego w polityce pieniężnej

▪ RPP pozostawiła w czerwcu stopy procentowe bez zmian. Stopa referencyjna nadal znajduje się na poziomie 1,5%.

▪ Część z ostatnich danych była wprawdzie nieco rozczarowująca, ale ogólnie – jak to staraliśmy się pokazać na poprzednich stronach – sytuacja polskiej gospodarki jest nadal bardzo dobra. Wzrost PKB przyspiesza, płace realne rosną, inflacja zaczęła odbijać od dna, a złoty przestał się umacniać. W tej sytuacji gospodarka nie potrzebuje dodatkowej stymulacji ze strony polityki pieniężnej. Komentarze większości członków RPP z ostatnich miesięcy wskazywały dość wyraźnie, że podzielają oni podobny punkt widzenia. Co więcej, prezes NBP Marek Belka powtórzył na czerwcowej konferencji stanowisko z maja, że musiałoby się wydarzyć coś wyjątkowego aby przeświadczenie Rady o sensie utrzymywania stóp procentowych na obecnym poziomie miało by się zmienić. Nic takiego jego zdaniem obecnie się nie dzieje.

▪ Oficjalny komunikat RPP nie uległ zasadniczym zmianom w porównaniu z majem. Rada podtrzymała ocenę, że stopniowe przyspieszenie wzrostu gospodarczego powinno ograniczać ryzyko utrzymania inflacji poniżej celu w średnim okresie.

▪ Wciąż wydaje się nam bardzo prawdopodobne, że do końca obecnej kadencji RPP stopy procentowe pozostaną stabilne, a kolejne posiedzenia Rady nie będą zbyt ekscytujące. Odrobinę ciekawsze może być posiedzenie Rady w lipcu, kiedy poznamy nowe projekcje inflacji i PKB – wydaje się, że mogą one pokazać wyższe prognozy niż poprzednio, ale one również nie powinny skłonić banku centralnego do działania. Trochę większa niepewność dotyczy polityki pieniężnej nowej RPP, ponieważ trudno na razie spekulować jaki będzie jej skład (który będzie uzależniony od wyniku październikowych wyborów). Niemniej, z dzisiejszego punktu widzenia i biorąc pod uwagę aktualne prognozy ekonomiczne spodziewamy się pierwszej podwyżki stóp procentowych w Polsce dopiero w ostatnim kwartale 2016.

### Dostępność finansowa mieszkań się poprawia

▪ Dostępność finansowa mieszkań jest obecnie największa od kiedy dostępne są porównywalne dane (koniec 2005). Wynika to z trzech czynników – spadających cen mieszkań, rosnących płac i rekordowo niskich stóp procentowych.

▪ Deweloperzy podają w ostatnich miesiącach solidne wolumeny sprzedaży mieszkań, ale dane z rynku kredytowego nie pokazują przyspieszenia, jedynie stabilny wzrost kredytów hipotecznych. Kredyty te wzrosły o 3,3% r/r w kwietniu (po uwzględnieniu efektu kursowego), a dynamika samych kredytów złotych wyniosła 12,5% r/r. Sugeruje to, że gotówka jest istotnym źródłem finansowania zakupów nieruchomości.

▪ Nasz indeks dostępności finansowej nie bierze pod uwagę wszystkich czynników, jak np. spadku maksymalnego stosunku wartości kredytu do wartości nieruchomości (obecnie 90%), ale wg nas nie jest to istotna przeszkoda wpływająca na sprzedaż mieszkań, zwłaszcza biorąc pod uwagę dodatkowe wsparcie w postaci programu Mieszkania dla Młodych. Oczekujemy, że kredyty hipoteczne będą w dalszym ciągu stabilnie rosły.

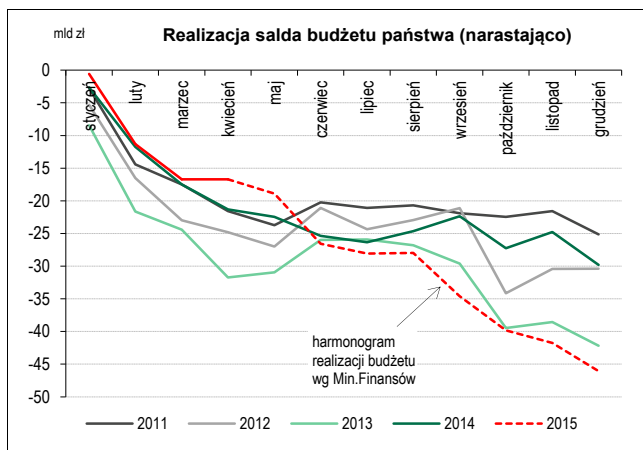
### Wzrost niespłaconych kredytów walutowych

▪ Udział niespłaconych kredytów walutowych we frankach wzrósł ostatnio do 3,5% i po raz pierwszy w historii przekroczył udział dla kredytów złotych (który w odróżnieniu spada od początku 2013).

▪ Choć wzrost CHFPLN po tym jak bank centralny Szwajcarii ogłosił, że nie będzie bronił poziomu 1,20 dla EURCHF przyczynił się zapewne do wzrostu udziału niespłaconych kredytów walutowych, to należy zauważyć, że wzrost tego udziału rozpoczął się już dużo wcześniej.

▪ Wskaźnik NPL dla kredytów hipotecznych ogółem osiągnął 3,3% w kwietniu 2015, tylko nieznacznie mniej niż 3,4% zanotowane w marcu (najwyższy poziom w historii).

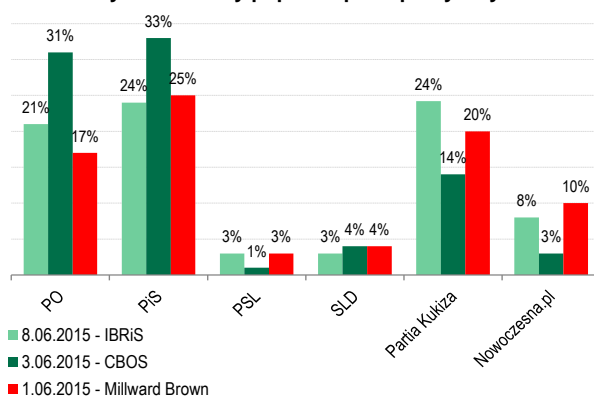
## Pod lupą: polityka fiskalna



### Prognozy na 2016: założenia do przyszłorocznego budżetu i nasze prognozy

	FinMin	BZWBK
PKB w cenach stałych (w mld zł)	1888,3	1891,5
PKB (% r/r)	3,8	3,5
CPI (% r/r, średnia)	1,7	1,7
Przeciętne wynagrodzenia w sektorze przedsiębiorstw (% r/r)	3,8	5,3
Przeciętne wynagrodzenia w gospodarce narodowej (% r/r)	3,6	5,3
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej (% r/r)	0,8	0,7
Stopa bezrobocia rejestrowanego (% , koniec okresu)	9,8	9,6

### Wyniki sondaży poparcia partii politycznych



	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	10.06	zmiana od 12.05.15	zmiana od 31.12.14	10.06	zmiana od 12.05.15	zmiana od 31.12.14
Polska	223	5	26	64	5	-6
Czechy	28	19	7	48	0	-7
Węgry	310	-9	-5	141	2	-36
Grecja	1067	39	161	231	7	52
Hiszpania	136	20	28	74	-1	-12
Irlandia	82	11	11	48	0	-3
Portugalia	214	39	-1	157	28	-44
Włochy	134	18	0	97	-9	-41
Francja	34	5	6	28	-2	-18
Niemcy				14	-1	-4

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

### Założenia makro do budżetu na 2016 zgodnie z oczekiwaniami

Deficyt budżetowy po kwietniu wyniósł 16,7 mld zł, nieznacznie więcej niż planowano (15,8 mld zł). Był to efekt niższych od oczekiwań wpływów budżetowych (96 mld zł wobec planu na poziomie 97,3 mld zł). Przychody z VAT w kwietniu wyniosły 12,3 mld zł i były niższe o więcej niż 10% r/r. Natomiast w okresie styczeń-kwiecień wpływy z VAT ukształtowały się na poziomie 40,7 mld zł, co oznacza spadek o ok. 8,5% r/r.

Rząd przyjął założenia makroekonomiczne do budżetu na 2016 r., które zakładają m.in. wzrost PKB o 3,8% i średnioroczną inflację na poziomie 1,7%. Rząd zaproponował również podwyższenie płacy minimalnej o 100 zł do 1850 zł i przeznaczenie dodatkowych środków w wysokości ok. 2 mld zł na płace w administracji państwowej, które były „zamrożone” od 2010 r. Przyjęte założenia są zgodne z prognozami z „Wieloletniego Planu Finansowego na lata 2015-2018”, który został przyjęty w kwietniu.

### Silne poparcie dla Kukiza w sondażach

Według oficjalnych wyników, kandydat opozycji Andrzej Duda wygrał drugą turę wyborów prezydenckich z poparciem 51,55%, pokonując urzędującego prezydenta Bronisława Komorowskiego, popieranego przez rządzącą Platformę Obywatelską. Frekwencja wyniosła 55,34%.

Wyniki wyborów prezydenckich sygnalizują zbliżające się znaczne zmiany na polskiej scenie politycznej. Przed jesiennymi wyborami parlamentarnymi, poparcie dla rządzącej PO spada. Ostatnie sondaże pokazały znaczący wzrost poparcia dla nowych ugrupowań, chociaż nie zostały one jeszcze nawet oficjalnie zarejestrowane. Według IBRiS ugrupowanie Pawła Kukiza prowadzi w najnowszym sondażu z poparciem 24%, nieco tylko przewyższając poparcie dla opozycyjnej partii Prawo i Sprawiedliwość (PiS). Co więcej, kolejne nowe ugrupowanie założone przez Ryszarda Petru (Nowoczesna.pl) może liczyć na 8% poparcia. Tymczasem, pozostałe partie, takie jak koalicyjny PSL i opozycyjny SLD, mogłyby nie znaleźć się w Sejmie, bowiem poparcie dla nich jest mniejsze niż 5%.

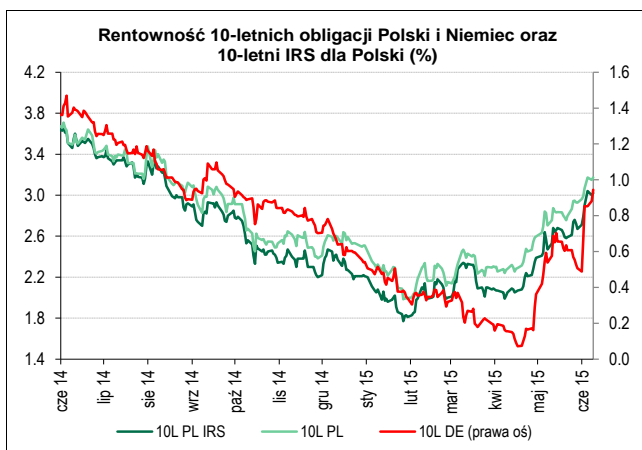
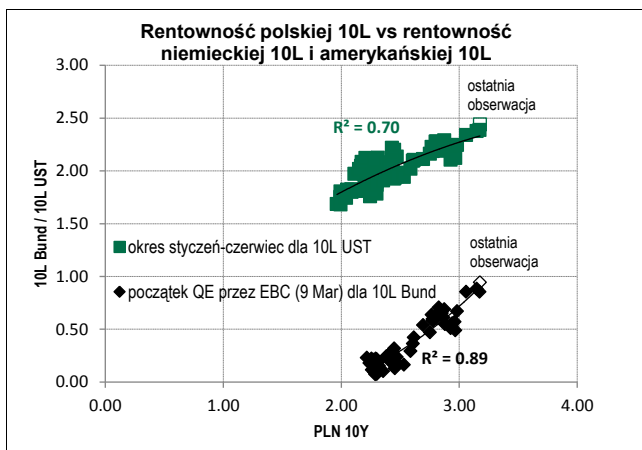
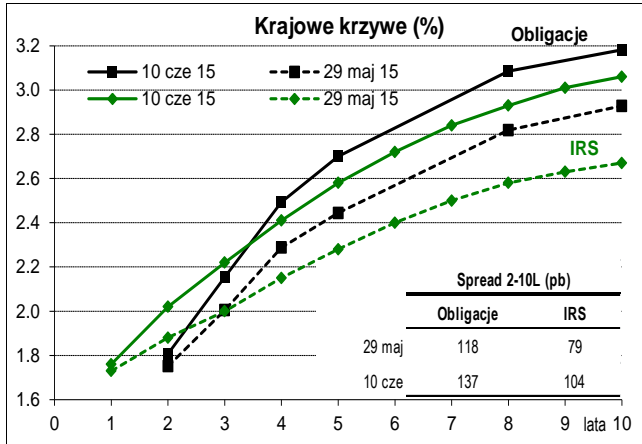
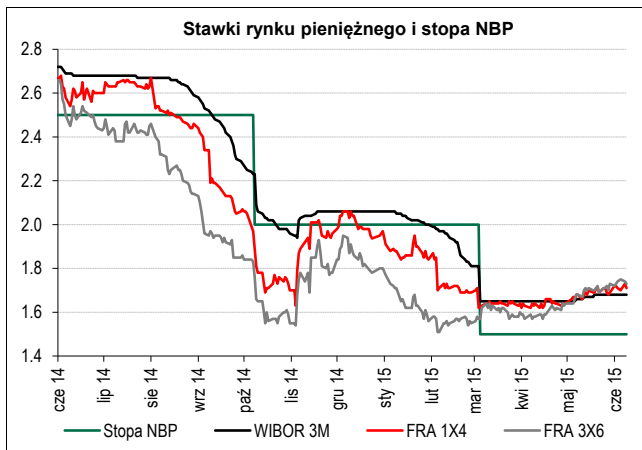
Wyniki wyborów parlamentarnych pozostają niepewne, a ostatnie sondaże pokazują, że zmiany na krajowej scenie politycznej są bardzo prawdopodobne. Wydaje się, że w czasie kampanii wyborczej będziemy słyszeć coraz więcej i więcej obietnic zwiększających wydatki budżetowe. Tak jak napisaliśmy w [komentarzu do wyników wyborów prezydenckich](#), niektóre z propozycji wspieranych przez opozycję byłyby kosztowne dla budżetu (dodatki na dzieci, wyższa kwota wolna od podatku) albo negatywne dla wzrostu gospodarczego w średnim i długim terminie (obniżenie wieku emerytalnego). Jednakże, możliwości poluzowania polityki fiskalnej są ograniczone – jeśli nie z tytułu obowiązującej reguły wydatkowej, to w związku z kryteriami z Maastricht - i prawdopodobnie nie przekroczą 0,5% PKB.

### FOMC i Grecja nadadzą kierunek

Obligacje z rynków bazowych i peryferyjnych osłabiły się istotnie w maju, a na początku czerwca trend ten uległ wzmocnieniu. Rentowność 10-letniego Bundu wzrosła do 1%, najwyżej od września. Był to skutek mocniejszych od oczekiwań danych z USA (szczególnie z rynku pracy) i wyższej od oczekiwań inflacji w strefie euro. Rynki bazowe radziły sobie lepiej niż peryferyjne, bowiem w obliczu obaw o Grecję inwestorzy preferowali bezpieczne aktywa.

W tym miesiącu uwaga rynku skupi się na danych i posiedzeniu FOMC. Sądymy, że amerykańskie obligacje będą sobie radziły słabiej niż europejskie, gdyż dane z USA powinny potwierdzić rozpoczęcie podwyżek stóp Fed jeszcze w tym roku. Wyższa intensywność programu EBC przed wakacjami i ujemna podaż netto powinny obniżyć rentowości niemieckich obligacji w krótkim terminie. Z drugiej strony, przedłużające się rozmowy Grecji z wierzycielami będą ograniczać potencjał do umocnienia długu z peryferii. W średnim terminie, spodziewamy się, że rentowności na rynkach bazowych i peryferyjnych wrócą do trendu wzrostowego w związku z podwyżkami stóp w USA i niezłymi danymi ze strefy euro.

## Rynek stopy procentowej



Źródła: Reuters, Bloomberg, MF, BZ WBK

## Rynki słabsze, krzywe strome

W maju skala zmian na rynku pieniężnym była dość ograniczona, podczas gdy stawki znacząco wzrosły w pierwszym tygodniu czerwca, w szczególności stawki FRA. Był to efekt znacznej wyprzedaży IRS w wyniku wzrostu awersji do ryzyka na globalnych rynkach. W konsekwencji rynek rozpoczął wycenianie pierwszej podwyżki stóp przez RPP w perspektywie 12 miesięcy.

Rynki obligacji i IRS również osłabiły się znacząco. Rentowności wzrosły o 10-25 pb w pierwszym tygodniu czerwca (po wzroście o 10-32 pb w maju), a stawki IRS były wyższe o 15-37 pb (po wzroście o 10-28 pb). To wynikało z obaw o Grecję, ale również z osłabienia na rynkach bazowych (rentowność niemieckiej 10-latkii wzrosła do ok. 1%) i niskiej płynności na krajowym rynku stopy procentowej. W efekcie rentowność długoterminowych obligacji wzrosła do poziomów ostatni raz obserwowanych w połowie sierpnia 2014 r., przy znacznie większej zmienności na rynku. Rentowność 10-letniego benchmark tymczasowo przekroczyła 3,20%.

Krajowe krzywe wystromiły się znacząco, w ślad za rynkami bazowymi. Spread 2-10L rozszerzył się do ponad 130 pb dla obligacji i przekroczył 100 pb dla IRS, gdyż najbardziej na wartości traci dług koniec krzywych. Tymczasem spread wobec niemieckich obligacji nieco się zawężił na początku czerwca do prawie 220 pb dla 10 lat z ponad 240 pb na koniec maja.

## Wyższa premia za ryzyko ze względu na politykę i Grecję

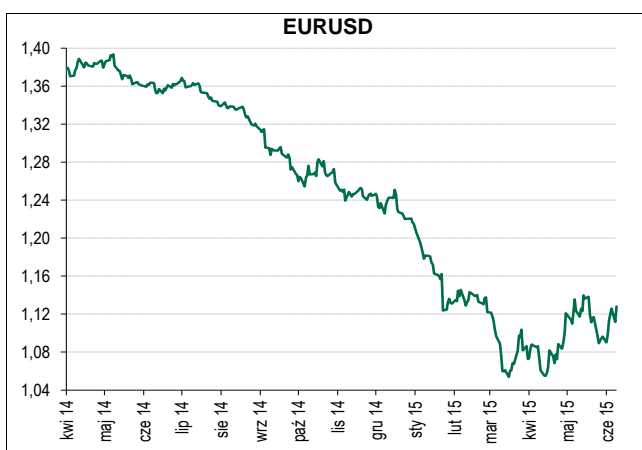
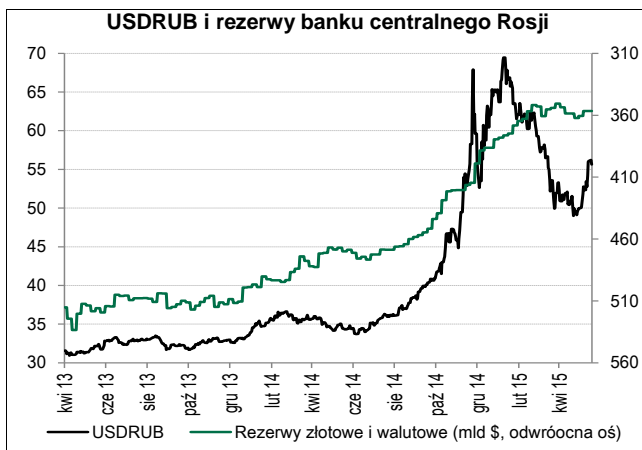
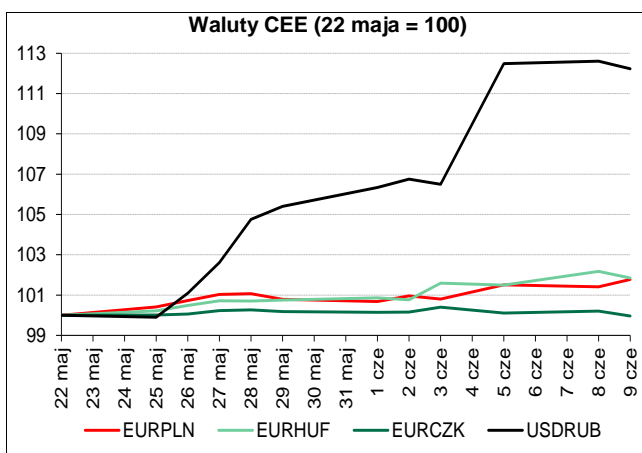
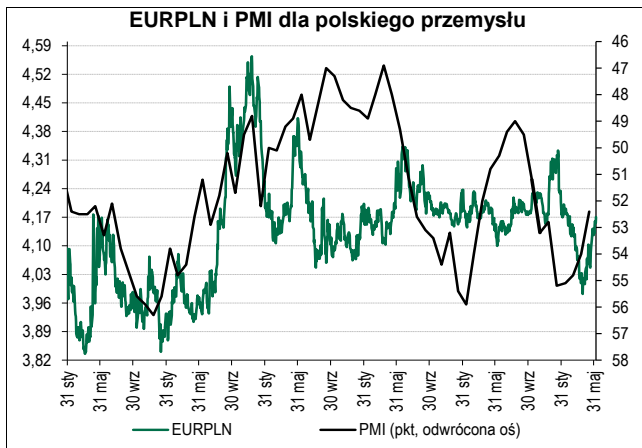
Uważamy, że stawki WIBOR będą kontynuowały stopniowy wzrost w najbliższych miesiącach. Uwaga inwestorów będzie zwrócona raczej na krajowe dane makro niż posiadzenia RPP, gdyż uważamy, że Rada utrzyma stopy na niezmiennym poziomie do końca swojej kadencji. Dalsza poprawa perspektyw krajowej gospodarki (nasze prognozy produkcji i sprzedaży detalicznej za maj są wyższe od oczekiwań rynkowych) mogą przyczynić się do przyspieszenia tempa wzrostu stawek na rynku pieniężnym, głównie FRA.

Globalne czynniki będą kluczowe dla wyceny krajowych aktywów. Awersja do ryzyka wciąż dominuje na rynku długu. Znacznie mocniejsze od prognoz majowe dane z rynku pracy w USA ponownie umocniły oczekiwanie na podwyżkę stóp przez Fed w dalszej części roku (sądymy, że może to nastąpić we wrześniu). Jeśli te przypuszczenia zostaną potwierdzone przez retorykę FOMC w czasie czerwcowego spotkania, to rynki bazowe mogą stracić, co negatywnie odbije się na wycenie krajowych krzywych, głównie na długim końcu. Wyższe rentowności amerykańskiego długu będą wpływały na wzrost rentowności krajowych obligacji, gdyż od początku roku wzrosła pozytywna korelacja pomiędzy 10L UST a krajowym 10-letnim benchmarkiem i wynosi ok. 0,70. Wysoka pozytywna korelacja utrzymuje się pomiędzy krajowym a niemieckim długiem od momentu rozpoczęcia program QE przez EBC. Podsumowując, kontynuacja wzrostów rentowności na rynkach bazowych będzie przekładała się na wyższe rentowności obligacji/stawek IRS. Nierozwiązana sprawa pomocy finansowej dla Grecji dodatkowo będzie ciążyła wycenie krajowych aktywów, utrzymując rentowności i stawki IRS na wysokim poziomie. Ostatnie zmiany jakie zaszły na rynku spowodowały, że bieżące poziomy przekroczyły nasze prognozy na koniec roku. Zdecydowaliśmy się na podwyższenie prognoz na najbliższe miesiące m.in. w wyniku wyższych prognoza dla niemieckiego długu. Obecnie oczekujemy rentowności 10-latkii na poziomie 3,20% w perspektywie 3 miesięcy i ok. 3,40% na koniec 2015 r.

Krajowe dane za maj powinny potwierdzić solidny wzrost gospodarczy, bez wpływu na ścieżkę stóp procentowych. W efekcie krótki koniec krzywych powinien zachowywać się mocniej niż długi, utrzymując strategię stromienia krzywych wciąż aktualną. W krótkim terminie porozumienie Grecji z jej wierzycielami powinno dać nieco oddechu rynkowi. W średnim terminie inwestorzy będą wyceniali ryzyko polityczne i w efekcie wzrosnie premia za ryzyko, co w połączeniu z wyższą zmiennością może utrzymywać rentowności/stawki IRS na wysokim poziomie.



## Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

**Złoty traci i brak oznak odreagowania**

▪ Złoty pozostał pod negatywną presją niestabilnego globalnego nastroju w wyniku niejednoznacznych sygnałów ws. Grecji. Dodatkowo, dane z Polski – szczególnie PMI – były raczej niebytnie dobre, co też przyczyniło się do wzrostu EURPLN do prawie 4,20.

▪ Zwycięstwo Andrzeja Dudy w wyborach prezydenckich też mogło przyczynić się do osłabienia złotego. Drugi wykres pokazuje jednak, że krajowa waluta nie radziła sobie gorzej od innych walut CEE i wg nas czynnik polityczny nie był kluczowy jeśli chodzi o skalę ostatniego wzrostu EURPLN. Uważamy, że polska polityka zejdzie w najbliższym czasie na dalszy plan, przynajmniej do końca wakacji, bowiem większość z ostatnich niespodziewanych wydarzeń została już wyceniona. Jednocześnie, niepewność odnośnie wyników jesiennych wyborów parlamentarnych i kontrowersyjnych pomysłów partii opozycyjnych (jak cofnięcie reformy emerytalnej) może być lekko negatywna dla złotego, szczególnie jeśli sondaże będą pokazywać dalszy spadek poparcia dla rządzącej koalicji.

▪ Miesiąc temu wskazywaliśmy, że oprócz negatywnych czynników globalnych, także analiza techniczna sugeruje wzrostowy potencjał dla EURPLN. Od tamtego czasu nie pojawiły się żadne sygnały, które zapowiadałyby odwrócenie tego trendu i dlatego oczekujemy, że EURPLN pozostanie wysoko i ewentualne odreagowanie mogłoby nastąpić nie wcześniej niż pod koniec czerwca. Globalny nastrój pozostaje jednak niestabilny bowiem wciąż nie ma finalnego rozwiązania kwestii Grecji i ostateczne porozumienie może nastąpić nawet dopiero na koniec miesiąca. Do tego czasu inwestorzy mogą powstrzymać się przed zwiększaniem zaangażowania w ryzykowne aktywa. Jednocześnie, nadal widzimy fundamentalne czynniki – m.in. wysokie realne stopy procentowe, przyspieszający wzrost gospodarczy, poprawiające się saldo bilansu płatniczego i sytuacja fiskalna jak też program QE prowadzony przez EBC – które powinny wspierać złotego w kolejnych miesiącach roku.

**Czy zaczął się nowy ruch wzrostowy USDRUB?**

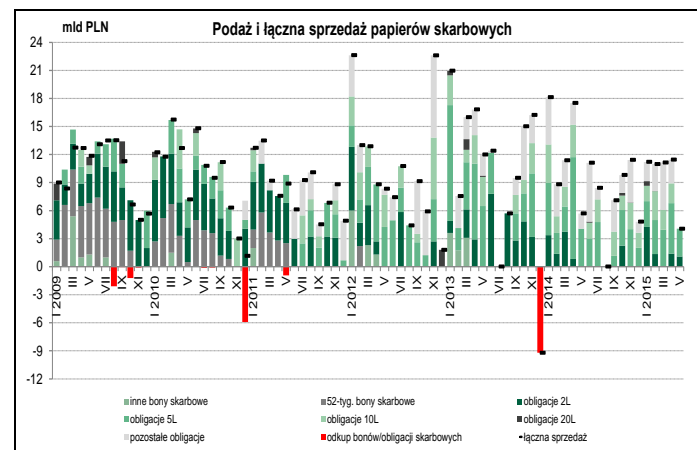
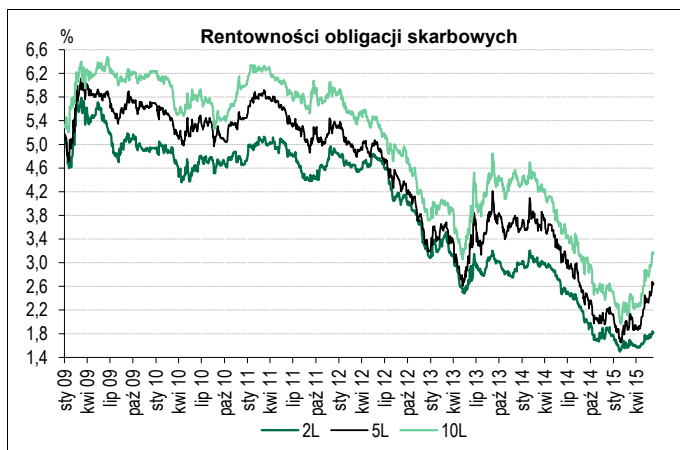
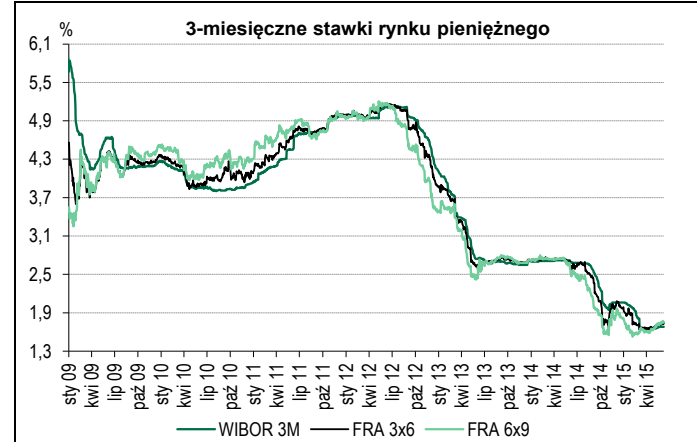
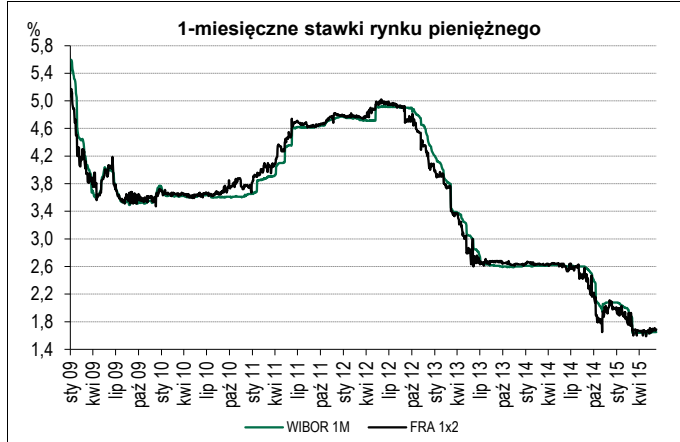
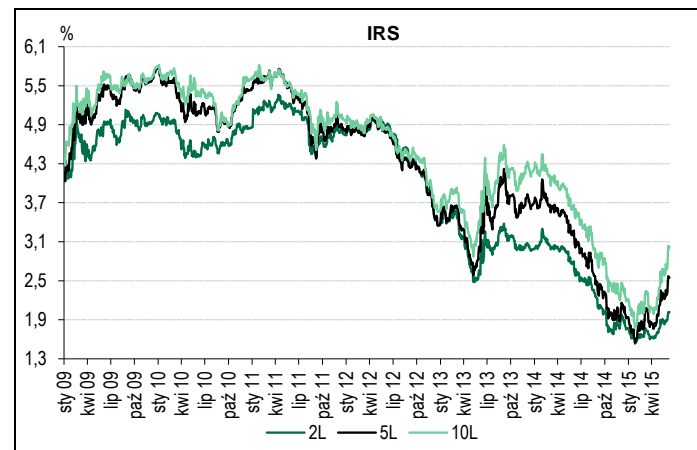
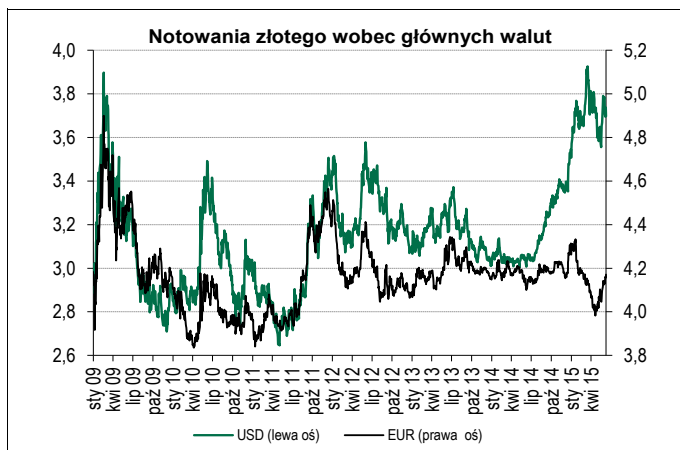
▪ Tempo aprecjacji rubla spadło w maju, a od początku czerwca rosyjska waluta jest pod presją. Trend spadkowy USDRUB mógł się zatrzymać z powodów zewnętrznych (spadek cen ropy), jak i wewnętrznych. W połowie maja bank centralny Rosji ogłosił, że będzie codziennie kupował na rynku 100-200 mln \$ w celu odbudowania rezerw walutowych, których stan mocno spadł na przełomie roku kiedy bank próbował zatrzymać deprecjację rubla. Obecnie waluty zaczęły też skupować tamtejsze ministerstwo finansów. Rezerwy są obecnie najniższe od kiedy dostępne są porównywalne dane (od I kw. 2008). Nadal uważamy, że aprecjacja rubla nie jest ani w interesie tamtejszej gospodarki ani uzasadniona przez czynniki fundamentalne. Obecne odbicie USDRUB jest największe w tym roku, a w 2014 i do dotychczas w tym roku USDRUB poruszał się w falach, w których w zasadzie nie występowały wyraźne korekty. Gdyby kurs nadal miał zachowywać się podobnie, wtedy należałoby uznać, że mogła się właśnie rozpocząć kolejna wielotygodniowa/wielomiesięczna fala wzrostowa USDRUB.

**Przerwa we wzrostach EURUSD**

▪ EURUSD oddalił się od lokalnego szczytu na 1,14 osiągniętego w połowie maja. Euro było pod presją podwyższonych obaw o Grecję.

▪ Sądzimy że obecnie potencjał do dalszych wzrostów EURUSD jest ograniczony przez brak porozumienia ws. pomocy dla Grecji. Niejednoznaczne doniesienia ws. postępu rozmów ciągle napływają na rynek i powodują tylko wzrost nerwowości wśród inwestorów. Dodatkowo, ostatnie dane z USA miały mieszać wydzźwięk (słaby PKB za I kw., mocny rynek pracy w maju), więc niepewność na rynku panuje także w kwestii terminu pierwszej podwyżki stóp Fed. Uważamy, że kurs EURUSD pozostanie raczej poniżej 1,14 w oczekiwaniu na ostateczne porozumienie ws. Grecji i spójne dane z USA.

## 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
czerwiec '14	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	OK0717/PS0420	2000-4000	4056,0			
czerwiec	11.06	OK0717/WZ0120	2000-4000	4236,5					25.06	OK0715/DS1015	Zostanie ogłoszony

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

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK



## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>8 czerwca</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> <b>PL: Podaż pieniądza (V)</b> EZ: Produkcja przemysłowa (IV) US: Wstępny Michigan (VI)
<b>15</b> <b>PL: CPI (III)</b> <b>PL: Bilans płatniczy (IV)</b> US: Produkcja przemysłowa (V)	<b>16</b> <b>PL: Inflacja bazowa (V)</b> DE: Indeks ZEW (VI) US: Rozpoczęcie budowy domów (V) US: Pozwolenia na budowę (V)	<b>17</b> <b>PL: Płace i zatrudnienie (V)</b> EZ: HICP (V) US: Decyzja FOMC	<b>18</b> <b>PL: Minutes RPP</b> <b>PL: Produkcja przemysłowa (V)</b> <b>PL: Sprzedaż detaliczna (V)</b> <b>PL: PPI (V)</b> US: CPI (V) US: Indeks Philly Fed (VI)	<b>19</b>
<b>22</b> US: Sprzedaż domów (V)	<b>23</b> CN: Wstępny PMI – przemysł (VI) DE: Wstępny PMI – przemysł (VI) EZ: Wstępny PMI – przemysł (VI) HU: Decyzja banku centralnego US: Zamówienia na dobra trwałe użytku (V) US: Sprzedaż nowych domów (V)	<b>24</b> <b>PL: Stopa bezrobocia (V)</b> DE: Indeks Ifo (VI) US: PKB (I kw.)	<b>25</b> US: Dochody osobiste (V) US: Wydatki konsumentów (V) CZ: Decyzja banku centralnego	<b>26</b> US: Indeks Michigan (VI)
<b>29</b> US: Niezakończona sprzedaż domów (V)	<b>30</b> <b>PL: Bilans płatniczy (I kw.)</b> <b>PL: Oczekiwania inflacyjne (VI)</b> CZ: PKB (I kw.) EZ: Wstępny HICP (VI) US: Indeks nastrojów konsumentów (VI)	<b>1 lipca</b> <b>PL: PMI – przemysł (VI)</b> CN: PMI – przemysł (VI) DE: PMI – przemysł (VI) EZ: PMI – przemysł (VI) US: ISM – przemysł (VI) US: Raport ADP (VI)	<b>2</b> US: Zatrudnienie poza rolnictwem (VI) US: Stopa bezrobocia (VI) US: Zamówienia przemysłowe (V)	<b>3</b> DE: PMI – usługi (VI) EZ: PMI – usługi (VI)
<b>6</b> DE: Zamówienia przemysłowe (V) US: ISM – usługi (VI)	<b>7</b> DE: Produkcja przemysłowa (V) CZ: Produkcja przemysłowa (V)	<b>8</b> <b>PL: Decyzja RPP</b> US: Minutes FOMC HU: CPI (VI)	<b>9</b> DE: Eksport (VI) CZ: CPI (VI)	<b>10</b>
<b>13</b>	<b>14</b> <b>PL: Bilans płatniczy (V)</b> <b>PL: Podaż pieniądza (VI)</b> EZ: Produkcja przemysłowa (V) DE: Indeks ZEW (VII) US: Sprzedaż detaliczna (VI)	<b>15</b> <b>PL: CPI (VI)</b> US: Produkcja przemysłowa (VI) US: Beżowa księga Fed	<b>16</b> <b>PL: Inflacja bazowa (VI)</b> <b>PL: Płace i zatrudnienie (VI)</b> EZ: HICP (VI) EZ: Decyzja EBC US: Indeks Philly Fed (V)	<b>17</b> <b>PL: Produkcja przemysłowa (VI)</b> <b>PL: Sprzedaż detaliczna (VI)</b> <b>PL: PPI (VI)</b> US: CPI (VI) US: Rozpoczęcie budowy domów (IV) US: Pozwolenia na budowę (IV) US: Wstępny Michigan (VII)

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	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*			31			30			30			
Bilans płatniczy	13	13	16	13	15	15	14	13	14			
Podaż pieniądza	14	13	13	14	14	12	14	13	14			

\*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

		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	cze 15
PMI	pkt.	50,8	50,3	49,4	49,0	49,5	51,2	53,2	52,8	55,2	55,1	54,8	54,0	52,4	52,8
Produkcja przemysłowa	% r/r	4,4	1,8	2,4	-1,9	4,2	1,7	0,3	8,1	1,6	5,0	8,8	2,3	4,5	8,7
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	10,0	8,0	1,1	-3,6	5,6	-1,0	-1,6	5,0	1,3	-0,3	2,9	8,5	9,0	11,9
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	3,8	1,2	2,1	1,7	1,6	2,3	-0,2	1,8	0,1	-1,3	3,0	-1,5	2,1	3,2
Stopa bezrobocia	%	12,5	12,0	11,8	11,7	11,5	11,3	11,4	11,5	12,0	12,0	11,7	11,2	10,8	10,5
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw <sup>a</sup>	% r/r	4,8	3,5	3,5	3,5	3,4	3,8	2,7	3,7	3,6	3,2	4,9	3,7	4,1	4,4
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	0,7	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	0,9	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1
Eksport (w euro)	% r/r	10,4	5,7	6,4	-1,2	5,8	4,7	3,5	4,3	5,2	10,8	13,7	6,5	11,0	11,0
Import (w euro)	% r/r	11,8	7,5	7,7	0,7	7,0	5,6	5,0	9,8	-1,3	3,8	9,8	3,5	8,0	8,0
Bilans handlowy	mln EUR	-160	86	-270	-215	492	-43	10	-791	937	788	674	450	215	480
Rachunek bieżący	mln EUR	-161	-927	-729	-1,063	12	-371	-181	-1,414	37	225	1,938	1,541	296	-751
Rachunek bieżący	% PKB	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4	-1,3	-1,4	-1,3	-1,4	-1,2	-1,0	-0,6	-0,3	-0,2	-0,1
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-22,5	-25,4	-26,4	-24,6	-22,4	-27,2	-24,8	-29,8	-0,6	-11,3	-16,7	-16,7	-18,9	-26,6
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	47,3	53,4	55,5	51,9	47,1	57,4	52,1	62,7	1,3	24,6	36,2	36,2	41,0	57,7
Inflacja (CPI)	% r/r	0,2	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-1,0	-1,4	-1,6	-1,5	-1,1	-0,7	-0,6
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	0,8	1,0	0,4	0,5	0,7	0,2	0,4	0,5	0,6	0,4	0,2	0,4	0,5	0,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,0	-1,8	-2,0	-1,5	-1,6	-1,3	-1,6	-2,7	-2,8	-2,8	-2,5	-2,6	-2,0	-1,7
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	5,2	5,2	6,0	7,4	7,9	7,7	8,4	8,2	8,6	8,7	8,8	7,2	7,6	7,5
Zobowiązania	% r/r	5,5	5,5	6,7	7,8	7,5	7,8	8,5	8,1	8,2	8,0	8,2	6,8	7,1	7,1
Należności	% r/r	5,4	4,9	5,4	6,3	6,2	7,2	7,4	7,3	8,0	7,7	7,8	6,5	7,1	6,8
EUR/PLN	PLN	4,18	4,14	4,14	4,19	4,19	4,21	4,21	4,21	4,28	4,18	4,13	4,02	4,08	4,15
USD/PLN	PLN	3,04	3,04	3,06	3,15	3,25	3,32	3,38	3,42	3,68	3,68	3,81	3,73	3,66	3,78
CHF/PLN	PLN	3,42	3,39	3,41	3,46	3,47	3,48	3,50	3,50	3,96	3,93	3,89	3,88	3,93	4,00
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	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	1,50
WIBOR 3M	%	2,72	2,69	2,68	2,65	2,45	2,07	2,03	2,06	2,03	1,92	1,67	1,65	1,67	1,70
Rentowność obligacji 2L	%	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	1,75
Rentowność obligacji 5L	%	3,36	3,10	2,89	2,73	2,40	2,12	2,04	2,16	1,82	1,88	1,99	1,98	2,38	2,42
Rentowność obligacji 10L	%	3,80	3,54	3,34	3,23	2,98	2,63	2,54	2,55	2,21	2,20	2,32	2,36	2,83	3,18

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	1615,9	1662,1	1728,7	1800,0	403,7	419,5	427,1	478,3	417,8	435,0	444,1	503,0
PKB	% r/r	1,8	1,7	3,4	3,8	3,5	3,6	3,3	3,3	3,6	3,7	3,9	4,0
Popyt krajowy	% r/r	-0,4	0,2	4,9	3,3	3,6	6,1	5,1	5,0	2,6	3,4	3,2	3,8
Spożycie indywidualne	% r/r	1,0	1,1	3,1	3,2	3,0	3,0	3,2	3,0	3,1	3,3	3,3	3,3
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-1,5	0,9	9,2	8,9	11,4	8,7	9,2	8,6	11,4	8,8	8,9	8,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,0	2,3	3,4	5,7	4,9	3,7	1,8	2,8	5,2	5,2	6,4	5,9
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-1,0	-10,3	4,3	9,1	9,8	9,9	1,1	1,0	1,4	9,9	11,2	10,4
Sprzedż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	6,0	2,6	3,1	3,7	5,1	4,6	1,9	1,4	0,7	1,3	5,1	7,3
Stopa bezrobocia <sup>b</sup>	%	13,4	13,4	11,5	10,2	13,5	12,0	11,5	11,5	11,7	10,5	10,0	10,2
Płace brutto w gospodarce narodowej <sup>a</sup>	% r/r	3,7	3,4	3,6	4,4	4,2	3,5	3,5	3,1	4,1	4,0	4,7	4,8
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,0	-1,1	0,2	0,7	-0,3	0,1	0,3	0,9	0,8	0,7	0,7	0,7
Eksport (w euro)	% r/r	6,5	5,7	5,6	11,2	8,2	6,6	3,8	4,1	10,1	11,0	12,0	11,5
Import (w euro)	% r/r	2,2	0,2	7,2	7,8	6,9	10,1	5,2	6,6	2,9	8,0	10,0	10,0
Bilans handlowy	mIn EUR	-7146	635	-1629	3597	-381	-431	9	-826	2399	705	796	-303
Rachunek bieżący	mIn EUR	-13697	-5148	-5762	1563	-1222	-789	-1780	-1971	2200	645	-772	-510
Rachunek bieżący	% PKB	-3,5	-1,3	-1,4	0,4	-1,1	-1,2	-1,3	-1,4	-0,6	-0,2	0,0	0,4
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-3,7	-4,0	-3,2	-2,7	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	3,7	0,9	0,0	-0,6	0,6	0,3	-0,3	-0,7	-1,5	-0,8	-0,4	0,4
Inflacja (CPI) <sup>b</sup>	% r/r	2,4	0,7	-1,0	0,8	0,7	0,3	-0,3	-1,0	-1,5	-0,6	-0,2	0,8
Inflacja bazowa po wyl. 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	0,5	1,0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	3,4	-1,3	-1,5	-2,5	-1,2	-1,2	-1,7	-1,9	-2,7	-2,1	-2,8	-2,2
Podaż pieniądza (M3) <sup>b</sup>	% r/r	4,5	6,2	8,2	7,9	5,2	5,2	7,9	8,2	8,1	8,0	8,0	7,9
Zobowiązania <sup>b</sup>	% r/r	4,7	6,0	8,1	7,5	4,7	5,5	7,5	8,1	7,9	7,8	7,6	7,5
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	4,07	4,19	4,17	4,18	4,21	4,20	4,09	4,05	3,93
USD/PLN	PLN	3,26	3,16	3,15	3,62	3,06	3,04	3,15	3,37	3,72	3,72	3,62	3,42
CHF/PLN	PLN	3,47	3,41	3,45	3,84	3,42	3,42	3,45	3,50	3,93	3,93	3,86	3,64
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	1,74	2,71	2,71	2,59	2,06	1,87	1,67	1,70	1,72
Rentowność obligacji 2L	%	4,30	2,98	2,46	1,73	3,01	2,76	2,26	1,80	1,61	1,70	1,78	1,85
Rentowność obligacji 5L	%	4,53	3,46	2,96	2,28	3,71	3,35	2,67	2,11	1,90	2,26	2,45	2,53
Rentowność obligacji 10L	%	5,02	4,04	3,49	2,88	4,38	3,82	3,18	2,58	2,24	2,79	3,19	3,30

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



Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 10.06.2015 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)