

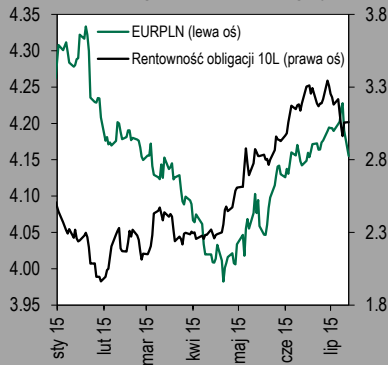
MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

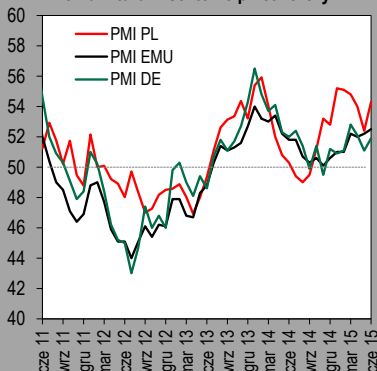
Lipiec-Sierpień 2015

Niekończąca się historia

Kurs złotego i rentowność obligacji



Koniunktura w sektorze przetwórczym



W tym miesiącu:

Skutki problemów Grecji: pytania i odpowiedzi	2
Gospodarka Polski	4
Pod lupą: polityka pieniężna	6
Pod lupą: polityka fiskalna	7
Rynek stopy procentowej	8
Rynek walutowy	9
Monitor rynku	10
Kalendarz makroekonomiczny	11
Dane i prognozy ekonomiczne	12

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

■ **Weekend 11-12 lipca był niezmiernie pracowity dla europejskich przywódców, ale po 17 godzinach negocjacji ogłoszono w końcu, że osiągnięto porozumienie. Początkowa reakcja rynku była pozytywna, w związku z czym złoty i obligacje zyskały na wartości.** Niemniej, sytuacja wciąż daleka jest od ostatecznego wyjaśnienia i pozostaje jeszcze sporo przeszkód do pokonania zanim można będzie powiedzieć, że udało się uniknąć scenariusza Grexitu. Po pierwsze, w trybie pilnym grecki parlament musi zaakceptować pakiet ustaw (m.in. podwyżki VAT, reformę emerytur, prawo antymonopolowe). Jest to warunkiem wstępnym dla decyzji Eurogrupy o przyznaniu Grecji dodatkowej pomocy wartej 82-86 mld €. Dodatkowo, uzgodniono transfer greckich aktywów o wartości 50 mld € do specjalnego funduszu, a wpływy z ich prywatyzacji będą częściowo przeznaczone na obniżenie greckiego zadłużenia. W połowie lipca poznamy więc nowe działania polityków z Grecji i strefy euro (w tym decyzje parlamentów niektórych krajów strefy euro o akceptacji nowego pakietu pomocy) a w ciągu kilku miesięcy (kiedy nowe ustawy w Grecji będą wchodziły w życie) okaże się, czy uzgodnienia są realizowane.

■ **Tak więc niepewność co do losów Grecji w strefie euro nadal istnieje i raczej szybko nie zniknie.** Dlatego na kolejnych dwóch stronach przedstawiamy pytania i odpowiedzi dotyczące możliwego wpływu wydarzeń w Grecji na gospodarkę i rynki finansowe. **Niemniej, naszym zdaniem, po ostatnim szczycie w Brukseli europejscy politycy wysłali dość silny komunikat – bardzo chcieliby uniknąć Grexitu, przynajmniej na razie.** W krótkim terminie wspiera to strategię wzrostu apetytu na ryzyko i jeśli głosowania w parlamentach nie przyniosą negatywnych niespodzianek, możemy być świadkami jeszcze mocniejszego złotego i węższych spreadów polskich obligacji do Bundów. Jednak w miarę jak grecka saga będzie (tymczasowo?) schodziła na dalszy plan, na znaczeniu zyskają inne czynniki: ożywienie gospodarcze, lokalne czynniki polityczne, polityka Fed, ryzyko dalszych zawirowań w Chinach.

■ **Sytuacja w polskiej gospodarce nie zmieniła się istotnie i jeśli pominiemy zaburzenia statystyczne (np. różnice w liczbie dni roboczych) aktywność ekonomiczna systematycznie rośnie i spodziewamy się, że ten trend będzie kontynuowany. Utrzymujemy naszą prognozę wzrostu PKB w 2015 r. na poziomie 3,8% z IV kwartałem na poziomie ok. 4% r/r.** Mediana prognoz rynkowych stopniowo zbliża się do naszej prognozy. Ożywienie gospodarcze w Europie nadal stwarza korzystne warunki dla polskich eksporterów, szczególnie że kurs walutowy utrzymuje się na poziomie zapewniającym konkurencyjność. **Taki scenariusz wzrostu gospodarczego wraz z odbiciem inflacji przemawia za wzrostem rentowności krajowych obligacji.**

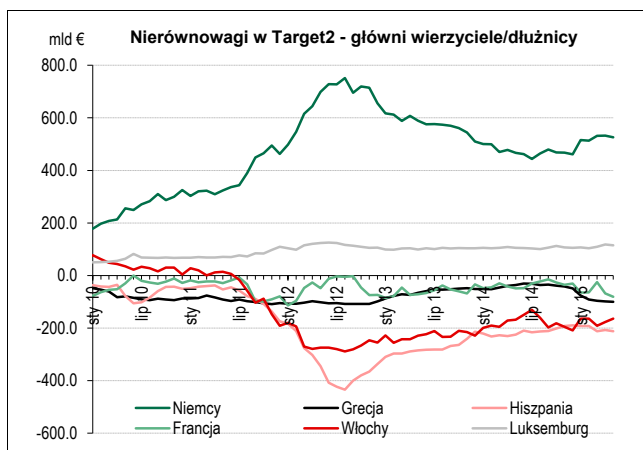
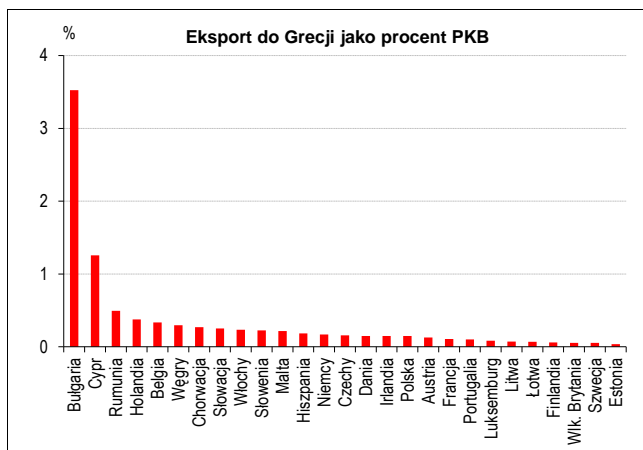
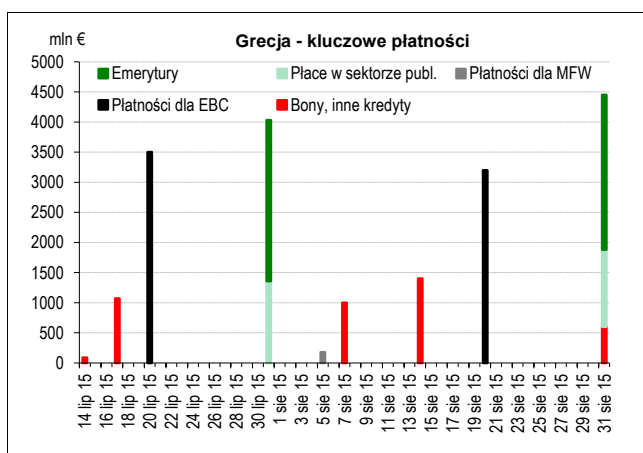
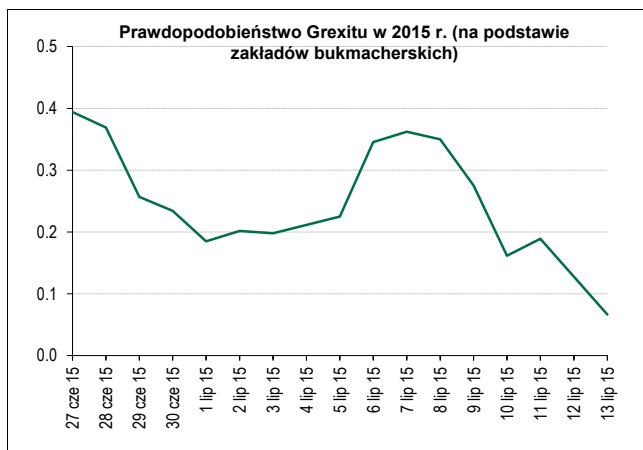
■ Niemniej, krótki koniec krzywej rentowności przestał wyceniać jakiegokolwiek podwyżki stóp w 2016 r. **Nadal istnieje spora doza niepewności nt. składu Rady Polityki Pieniężnej w przyszłej kadencji, a przedstawiciele PiS (który prowadzi w sondażach poparcia przed zbliżającymi się wyborami) jasno sugerują, że będą oczekiwać od banku centralnego większej aktywności we wspieraniu wzrostu gospodarczego.** Jeśli chodzi o politykę fiskalną, rozpoczął się festiwal przedwyborczych obietnic (szczegóły na stronie 7). Trudno powiedzieć, które z zapowiedzi się zmaterializują, ale kombinacja ekspansywnej polityki pieniężnej i fiskalnej powinna przemawiać za bardziej stromą krzywą rentowności.

Na rynku finansowym 13 lipca 2015 r.:

Stopa depozytowa NBP	0,50	WIBOR 3M	1,72	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 14.07.2015 r.

Skutki problemów Grecji: pytania i odpowiedzi



1. Jakie jest prawdopodobieństwo Grexitu?

- Porozumienie zawarte podczas szczytu UE 13. lipca znacząco zmniejszyło ryzyko Grexitu, przynajmniej w krótkim okresie. Jednak Grecja musi jeszcze spełnić szereg warunków, by móc skorzystać z pomocy, zatem scenariusz wyjścia ze strefy euro wciąż jest możliwy.
- Subiektywne prawdopodobieństwo Grexitu (obliczone na podstawie zakładów bukmacherskich) poruszało się w górę i w dół w ciągu ostatnich kilku tygodni. Ostatnie doniesienia o zawarciu porozumienia znacząco zmniejszyły szanse na wyjście Grecji ze strefy euro. Wg bukmacherów, szanse na Grexit są obecnie niższe niż 10% wobec ok. 40% zaledwie tydzień wcześniej.

2. Co dalej z Grecją? Kluczowe daty i terminy

- Grecki parlament musi do 15 lipca przyjąć porozumienie i pakiet ustaw. Jeśli tak się stanie, to także inne parlamenty europejskie będą zatwierdzały program dla Greków (Niemcy, Portugalia, Finlandia, Słowenia, Estonia i Włochy, w innych krajach wystarczy zgoda rządu).
- W dniu 20 lipca Grecja ma do spłaty 3,5 mld € do EBC i to jest naszym zdaniem kluczowa data. Do tego czasu powinien zostać uzgodniony trzeci program pomocowy lub chociaż jakaś forma finansowania pomostowego, żeby EBC mógł kontynuować dostarczanie wsparcia płynnościowego dla greckich banków. W przeciwnym razie, EBC może przestać akceptować greckie papiery jako zabezpieczenie pożyczek, odcinając płynność greckiemu systemowi bankowemu. Byłby to pierwszy krok w kierunku Grexitu.
- Nawet w scenariuszu braku Grexitu tygodnie kontroli kapitałowych, zamkniętych banków i dalszych działań oszczędnościowych prawdopodobnie mocno zaważą na wzroście gospodarczym w Grecji.

3. Jakie są powiązania handlowe Grecji z Europą?

- Łączny eksport UE-28 (bez Grecji) do Grecji ma wartość 23,7 mld € (2014 r.), co odpowiada 0,18% PKB regionu i nie jest znaczącą wartością. Ekspozycja na Grecję jest mniejsza od 0,5% PKB dla większości krajów Unii, z dwoma wyjątkami: Bułgarią (3,5%) i Cyprzem (1,3%). Import UE-28 z Grecji wynosi 11,9 mld €. Ogólnie, powiązania handlowe UE-28 z Grecją są dość słabe, więc nawet mocne zakłócenia popytu w związku z Grexitem i/lub recesją w Grecji nie spowodują poważnych problemów w Unii Europejskiej.

4. Jakie są inne powiązania finansowe Grecji z Europą?

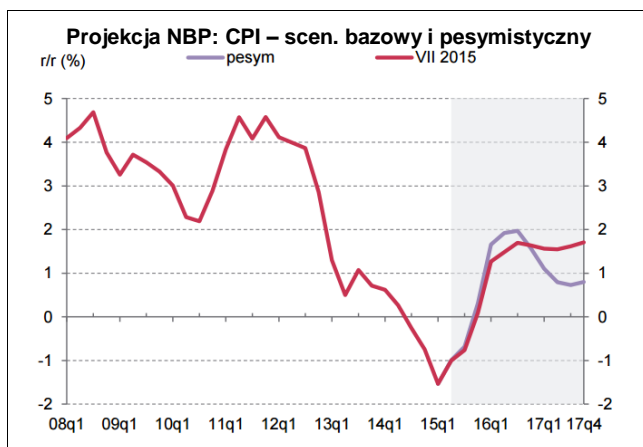
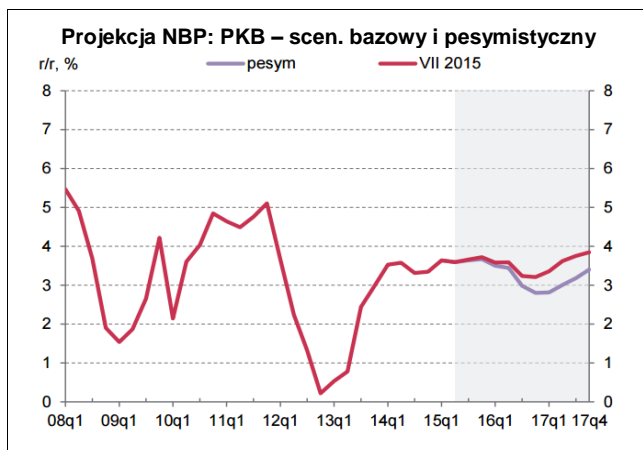
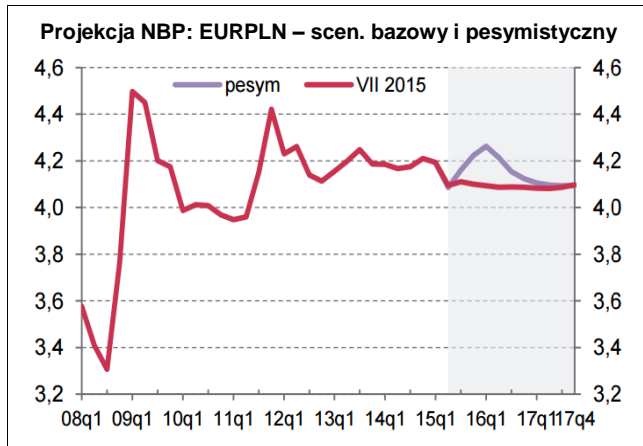
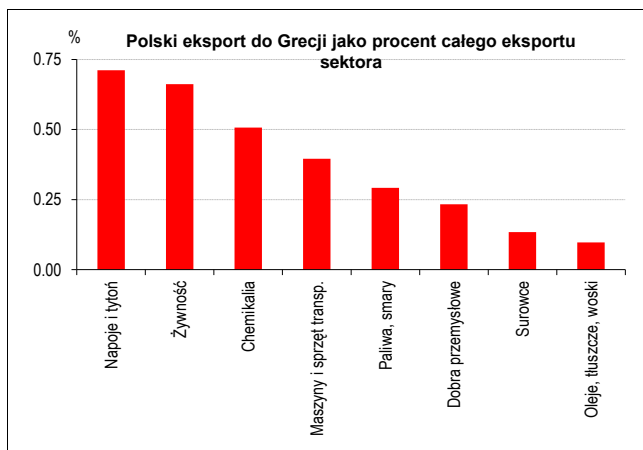
- Bilans netto Grecji w systemie Target2 to ok. 100 mld € i to jest suma, którą greckie banki są winne EBC na podstawie transakcji międzynarodowych. Zwrot tej sumy byłby zagrożony w sytuacji wyjścia Grecji ze strefy euro. Niemieckie podmioty mają w tym systemie najwięcej wierzycelności (ok. 530 mld € wobec całej nierównowagi w Target2 rzędu 700 mld €), choć nie jest wykluczone, że potencjalne straty będą dzielone według udziałów narodowych banków centralnych w EBC.
- Łączna ekspozycja europejskich banków na Grecję to 33 mld \$ na koniec 2014 r. (według danych Banku Rozliczeń Międzynarodowych). Ekspozycja niemieckich banków to 13,3 mld \$, brytyjskich 12,2 mld \$, francuskich 1,6 mld \$ a włoskich 1,4 mld \$. Wierzycelności wobec sektora publicznego są raczej niskie (1,1 mld \$) – znaczna część to zobowiązania greckich banków (11,9 mld \$).

5. Jaka jest ekspozycja Polski na Grecję?

- Zaledwie 0,4% polskiego eksportu (co odpowiada 0,15% polskiego PKB) trafia do Grecji, zatem polska ekspozycja handlowa na Grecję jest nawet niższa niż przeciętna w UE-28. Polski eksport do Grecji jest wart ok. 610 mln € a import z Grecji ok. 330 mln €. Najbardziej „narażone” sektory to napoje i tytoń (0,7% eksportu sektora trafia do Grecji), żywność (0,65%) i chemikalia (0,5%) – ale to i tak bardzo mało, zwłaszcza że te trzy sektory polegają głównie na popycie krajowym. Dlatego nie spodziewamy się poważnych problemów dla polskiego sektora eksportowego.

Źródła: GUS, Eurostat, Bloomberg, oddschecker.com, eurocrisismonitor.com, BZ WBK

Skutki problemów Grecji: pytania i odpowiedzi



Źródła: NBP, Eurostat, BZ WBK

5. Jaka jest ekspozycja Polski na Grecję (c.d.)?

▪ Polski system finansowy nie ma bezpośredniego związku z Grecją. Niektórzy z zagranicznych udziałowców polskich banków są tam obecni, głównie poprzez obecność ich oddziałów w tym kraju. Polskie banki są jednak finansowo niezależne, więc nie oczekujemy żadnych istotnych negatywnych skutków w wyniku ewentualnych strat, jakie spółki-matki mogłyby ponieść w Grecji.

6. Jaki jest możliwy wpływ Grexitu na rynkowy nastrój?

▪ Wyjście Grecji ze strefy euro oznaczałoby zapewne globalne pogorszenie nastroju, szczególnie w krótkim terminie. Miałoby to pewnie negatywny wpływ na waluty z rynków wschodzących, w tym na złoto.

▪ Wg nas, rozprzestrzenianie się awersji do ryzyka mogłoby być jednak ograniczone w skali, bowiem główne banki centralne byłyby bardziej aktywne. EBC może zwiększyć skalę programu QE czy uruchomić program OMT. Przypomnijmy, że EBC zadeklarował, że zrobi wszystko co konieczne, aby uratować euro. Grexit byłby istotnym wyzwaniem dla tej deklaracji i EBC byłby zapewne bardzo zdeterminowany w swoim działaniu by zapobiec podobnej sytuacji w przyszłości. W naszej ocenie, powrót Grecji do własnej waluty mógłby skłonić Fed do odłożenia w czasie podwyżek stóp.

▪ Wpływ na rynek stopy procentowej jest wg nas mniej oczywisty. Wyższa awersja do ryzyka spowodowałaby rozszerzenie spreadów do Bundów, ale ogólnie rentowności mogłyby spaść wyceniając niskie stopy procentowe na świecie. Z drugiej strony, brak Grexitu może pchnąć rentowności Bundów w górę, ale zawężić spready.

7. Jakie konsekwencje dla Polski?

▪ Jak już wspomnieliśmy, Grexit prawdopodobnie osłabiłby złoto. W przypadku ekstremalnych wahań kursu, NBP interweniowałaby na rynku by ograniczyć zmienność. Sugerowali to już członkowie zarządu NBP (Belka, Raczko). W dłuższym terminie, działania innych banków centralnych (Fed, EBC) byłyby korzystne dla złota.

▪ Sądymy, że nawet w przypadku gwałtownej paniki na rynku i odpływu kapitału, Polska pozostanie odporna. Uważamy, że nawet całkowite odcięcie od zagranicznego kapitału do końca roku nie spowodowałoby poważnych problemów.

▪ Odnośnie możliwości awaryjnego finansowania, rezerwy walutowe NBP wynoszą 94 mln € (tj. 22% PKB), a Polska ma dostęp do linii kredytowej w MFW o wartości 22 mld USD.

▪ Rząd pokrył już ponad 73% tegorocznych potrzeb pożyczkowych i dysponuje wolnymi środkami w kwocie 57,4 mld zł (stan na koniec czerwca). W naszej ocenie, nawet w przypadku podwyższonej niepewności, nie powinno być istotnych problemów z pokryciem potrzeb finansowych na ten rok.

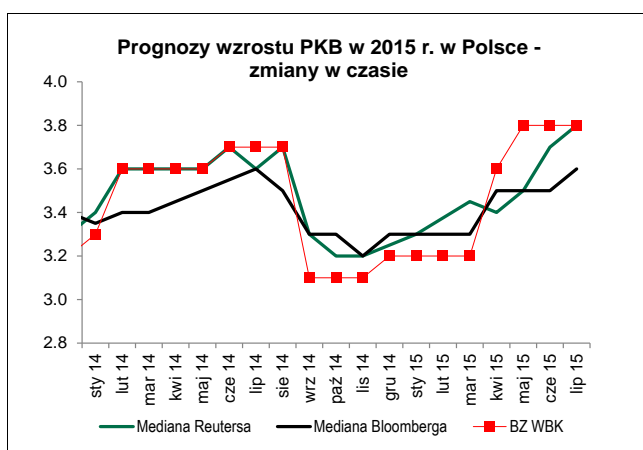
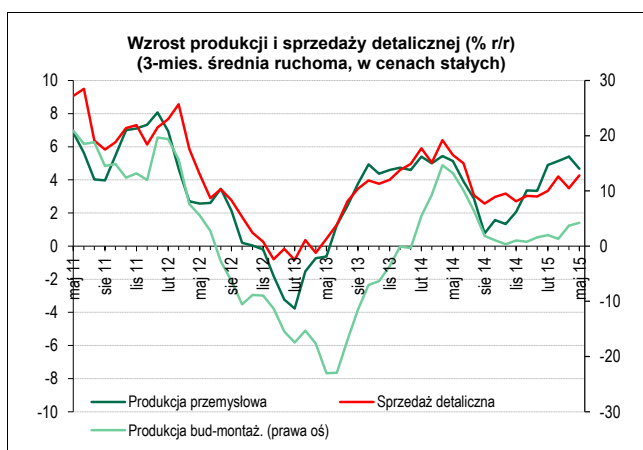
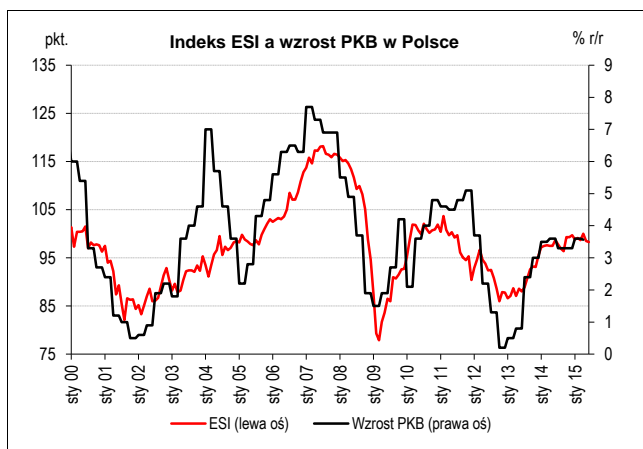
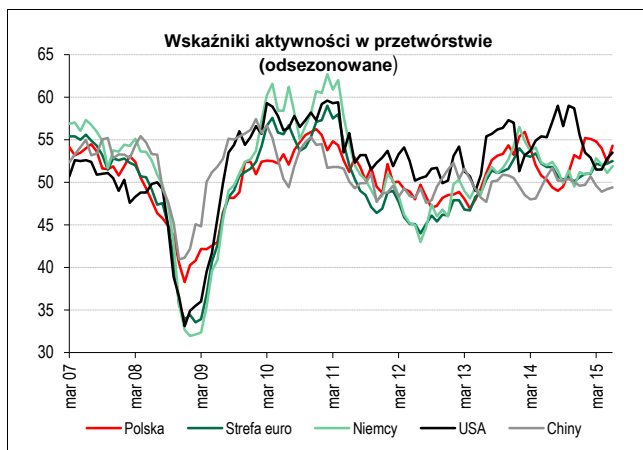
▪ Deficyt obrotów bieżących po maju wynosi zaledwie 0,1% PKB (i widzimy duże szanse na zakończenie 2015 z lekką nadwyżką) i jest w pełni pokryty napływem środków z UE.

▪ Zagraniczne zadłużenie brutto Polski wynosi 306 mld €, z czego 55 mld € zapada w krótkim terminie i jest to główny czynnik ryzyka. 50% tej sumy stanowią jednak zobowiązania wewnątrz grup kapitałowych, co istotnie ogranicza ryzyko refinansowania. Linia kredytowa w MFW i rezerwy NBP z nawiązką pokrywają pozostałe zobowiązania.

▪ Grexit pchnąłby EURPLN w górę i EURCHF w dół osłabiając złoto do franka. Skutkowałoby to zapewne pogorszeniem jakości portfela kredytów denominowanych we frankach i większym zamieszaniem w tej kwestii w mediach czy wypowiedziach polityków, zwłaszcza w kontekście zbliżających się wyborów.

▪ Jak już wspomnieliśmy wcześniej, bezpośrednie relacje handlowe między Polską a Grecją są słabe. Jeśli Grexit przyniósłby pogorszenie nastrojów w strefie euro, ciążyłoby to na polskiej aktywności gospodarczej. Wg NBP, w takim negatywnym scenariuszu, tempo wzrostu krajowego PKB spowolniłoby do 2,5-3% w 2016, utrzymując się jak widać na solidnym poziomie.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, Eurostat, Markit, Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Ożywienie gospodarcze na świecie postępuje

▪ Perspektywy wzrostu gospodarczego na świecie powoli się poprawiają. Dane z USA wskazują na stopniowe ożywienie, którego odzwierciedleniem jest poprawa wydatków osobistych, na rynku mieszkaniowym oraz na rynku pracy. Ożywienie gospodarcze w strefie euro, choć wciąż umiarkowane, również przyśpiesza. Europejski wskaźnik PMI za czerwiec wzrósł, sugerując, że otoczenie gospodarcze jest coraz korzystniejsze i że wzrost przyśpiesza, a wydarzenia w Grecji nie mają na niego ujemnego wpływu.

▪ Ryzyko Grexitu spadło po ostatnim szczycie UE, choć szansa na wyjście Grecji ze strefy euro nadal istnieje. Uważamy jednak, że wydarzenia w Grecji nie będą miały decydującego wpływu na ożywienie gospodarcze w strefie euro. Naszym zdaniem wzrost gospodarczy w Europie zaskoczy w górę w 2015 r., co stworzy dobre warunki dla polskiego eksportu, zwłaszcza w sytuacji, gdy kurs walutowy daje nam dużą konkurencyjność cenową.

Wskaźniki koniunktury w Polsce wciąż nieźle

▪ Wskaźniki koniunktury dla Polski były mieszane w czerwcu – o ile indeks PMI wzrósł znacząco po czterech miesiącach spadków, sygnalizując mocną poprawę w prawie wszystkich subindeksach, to inne (ESI Komisji Europejskiej, wskaźnik GUS dla przemysłu) zanotowały lekką korektę w dół, choć wciąż utrzymują się na poziomach zgodnych ze zdrowym wzrostem gospodarczym.

▪ Indeksy ufności konsumenckiej GUS (BWUK i WWUK) wzrosły w czerwcu do najwyższych poziomów od końca 2008 r. Prawie wszystkie składowe indeksy wzrosły, ze szczególnie mocną poprawą w ocenie przyszłej sytuacji gospodarczej. Poprawa ufności konsumenckiej, rosnące dochody z pracy i spadające bezrobocie to dobry prognostyk dla perspektyw konsumpcji prywatnej. Wciąż spodziewamy się przyśpieszenia wzrostu konsumpcji w nadchodzących kwartałach. Temu zjawisku towarzyszyć będzie poprawa popytu zagranicznego pod wpływem kontynuacji ożywienia w strefie euro.

Ostatnie dane nie tak słabe jak się wydaje

▪ Wzrost produkcji w przemyśle drugi miesiąc z rzędu rozczarował i osiągnął 2,8% r/r. O ile miesiąc temu odpowiedzialny był za to w dużym stopniu efekt wcześniejszej Wielkanocy, który pociągnął w dół kwietniową produkcję żywności, w maju na wynikach przemysłu zaciążył prawdopodobnie efekt dni roboczych. Według szacunków GUS, dane odsezonowane pokazały wzrost o 5,3% r/r, co jest jednym z najwyższych odczytów w ostatnich miesiącach.

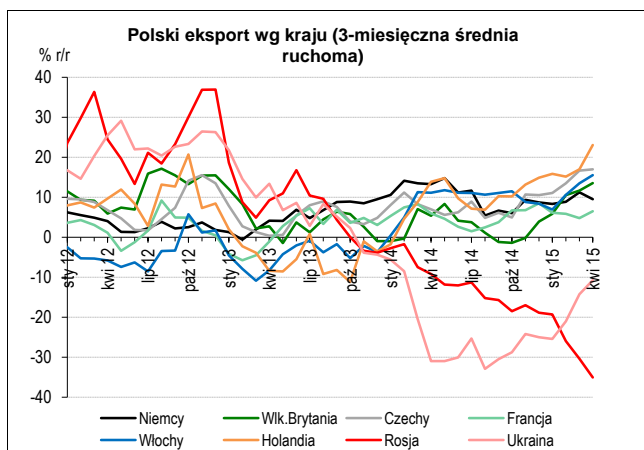
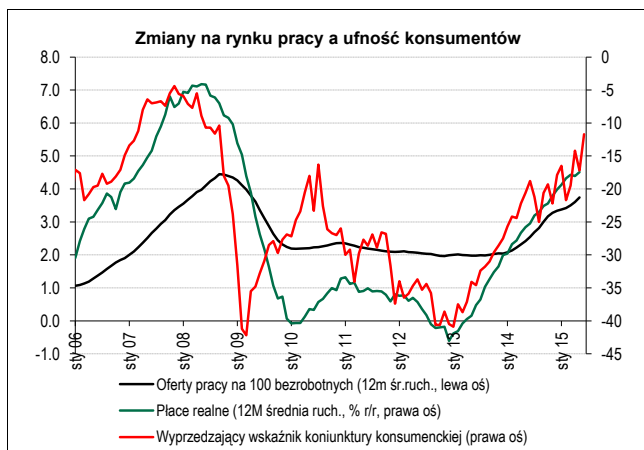
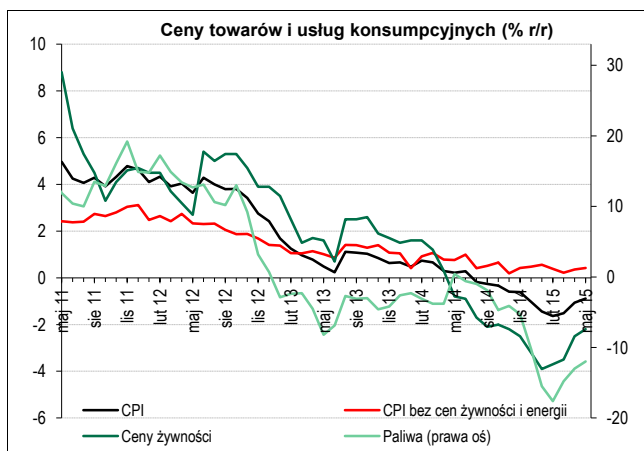
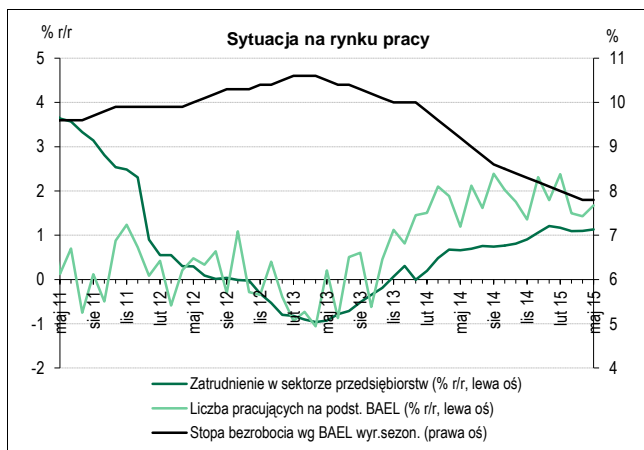
▪ Mocno rozczarowała produkcja w budownictwie (1,3% r/r), której wzrost spowolnił wyraźnie po dwóch miesiącach zapowiadających ożywienie w tym sektorze. Także w tym przypadku ważny był efekt dni roboczych – dane odsezonowane pokazały wzrost o 4,8% r/r.

▪ Sprzedaż detaliczna w cenach stałych wzrosła w maju o 4,7% r/r, zgodnie z naszymi prognozami i nieco szybciej od mediany prognoz rynkowych, sugerując dobrą formę konsumpcji prywatnej. Obroty w handlu detalicznym, alternatywna miara sytuacji w sektorze (wyłączająca sprzedaż samochodów, ale wliczająca małe sklepy), wzrosła o 7,6% r/r w ujęciu realnym (po odsezonowaniu), co było jednym z najlepszych wzrostów w całej Unii Europejskiej.

▪ Jeśli wyłączymy szum statystyczny, to okaże się, że aktywność we wszystkich trzech sektorach: przemyśle, budownictwie i handlu detalicznym poprawia się i spodziewamy się kontynuacji tego trendu.

▪ Utrzymujemy naszą prognozę wzrostu PKB w 2015 r. na 3,8% z prawdopodobnym przyśpieszeniem do 4% w IV kw. 2015 r. Mediana prognoz rynkowych w ankietach Reutersa i Bloomberg powoli przybliżyła się do naszych oczekiwań.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, Eurostat, BZ WBK

Poprawa na rynku pracy wytraca tempo

Poprawa sytuacji na rynku pracy nieco wyhamowała w ostatnich miesiącach. Średnia dynamika zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw już nie rośnie, ale ustabilizowała się na poziomie 1,1% r/r w okresie marzec-maj. Według BAEL liczba zatrudnionych wciąż utrzymuje się blisko poziomu najwyższego w historii (ok. 16 mln), ale dynamika wzrostu spowolniła z ok. 2% r/r kilka miesięcy temu do ok. 1,5-1,7% r/r ostatnio. Co więcej, subindeks zatrudnienia z indeksu PMI był jedynym, który nie poprawił się w czerwcu (wciąż znajduje się powyżej poziomu 50). Wyrównana sezonowo stopa bezrobocia wg BAEL ustabilizowała się w maju na 7,8% po znacznym spadku w ostatnich dwóch latach. Mimo to, liczba osób poszukujących pracy (wyrównana sezonowo) spadła o 9 tys. do 1350 tys., najniższego poziomu od połowy 2009 r.

Tempo spadku bezrobocia stopniowo wyhamowuje, ale co ciekawe, liczba nowych ofert pracy znacząco rośnie. W maju liczba ta przekroczyła 122 tys. (najlepszy wynik od 2007) i w czerwcu, wg wstępnych szacunków Ministerstwa Pracy, była na najwyższym poziomie od momentu publikacji porównywalnych danych, tj. od 2001 r. To potwierdza naszą hipotezę, że wolniejszy wzrost zatrudnienia i mniejszy spadek bezrobocia w ostatnich miesiącach wynikał z nasilającego się niedoboru odpowiednio wykwalifikowanych pracowników, a nie ograniczeń popytowych. Sądzymy, że może to przełożyć się na wzrost presji płacowej w nadchodzących miesiącach.

... ale zwiększa się ufność konsumentów

W maju dynamika płac w sektorze przedsiębiorstw spowolniła do 3,2% r/r z 3,7% r/r w kwietniu, głównie pod wpływem niekorzystnego efektu dni roboczych. Jednak stałe przyspieszenie wzrostu dochodów z pracy w ciągu ostatnich dwóch lat powoduje, i jest jednym z czynników przyczyniających się do zwiększenia zaufania wśród konsumentów.

Spodziewamy się dalszego przyspieszenia dynamiki płac w ujęciu nominalnym w drugiej połowie br. Realny wzrost płac najprawdopodobniej ustabilizuje się blisko 5% r/r (tj. na podobnym poziomie co średnia z ostatnich sześciu miesięcy) w wyniku oczekiwanego stopniowego odbicia inflacji w nadchodzących miesiącach.

Inflacja stopniowo odbija w górę

Stopa inflacji wzrosła w maju do -0,9% r/r z -1,1% r/r w kwietniu, nieco poniżej prognoz. Niespodzianką była obniżka cen żywności i napojów bezalkoholowych. Wprawdzie ceny owoców poszły mocno w górę (7,2% m/m – najmocniejszy majowy wzrost od 2010 r.), ale zostało to zniwelowane spadkami cen innych towarów, m.in. warzyw, nabiału, mięsa. Nadal uważamy, że w kolejnych miesiącach dynamika cen żywności będzie rosła (po pierwsze ze względu na efekt bardzo niskiej bazy, a po drugie w wyniku późniejszej wegetacji w tym roku pod wpływem dość chłodnej wiosny), popychając w górę wskaźnik CPI.

Presja inflacyjna wciąż pozostaje niska, pomimo to spodziewamy się dalszego wzrostu CPI w kolejnych miesiącach, do ok. 0,7% r/r na koniec roku. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii, która utrzymała się w maju na 0,4% r/r, powinna wrosnąć do ok. 1% na koniec roku.

Wyraźne ożywienie w eksporcie do krajów UE

Załamanie polskiego eksportu do Rosji pogłębiło się (-35% r/r w kwietniu), podczas gdy nasze obroty handlowe z głównymi partnerami z UE wyraźnie nabierają tempa. W naszej ocenie te tendencje będą kontynuowane, wspierane przez szybszy wzrost gospodarczy w strefie euro i konkurencyjny kurs złotego.

Podtrzymujemy nasz bazowy scenariusz zakładający, że rok 2015 może być pierwszym od 1995 r. kiedy Polska będzie miała nieznaczną nadwyżkę na rachunku bieżącym. Co więcej, kontrybucja eksportu netto do wzrostu PKB w nadchodzących kwartałach powinna pozostać pozytywna, ale mniejsza niż w I kw.

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragmenty komunikatu RPP w lipcu

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany. W strefie euro następuje stopniowa poprawa koniunktury, choć aktywność gospodarcza jest nadal niska. W Stanach Zjednoczonych ostatnie dane sugerują natomiast, że spowolnienie aktywności na początku roku było przejściowe, a perspektywy tej gospodarki pozostają korzystne. Z kolei w Chinach wzrost gospodarczy utrzymuje się na niskim, jak na tę gospodarkę poziomie, natomiast u wschodnich partnerów handlowych Polski, tj. w Rosji i na Ukrainie trwa recesja.

Pomimo trwającego ożywienia w gospodarkach rozwiniętych, nastroje na rynkach finansowych w ostatnim okresie pogorszyły się, do czego przyczyniło się nasilenie się obaw o niewypłacalność Grecji. Oddziaływało to w kierunku spadku cen niektórych aktywów finansowych, a także osłabienia się kursów walut krajów Europy Środkowo-Wschodniej, w tym złotego.

W Polsce dynamika PKB w II kw. br. utrzymała się prawdopodobnie na poziomie zbliżonym do poprzedniego kwartału. Głównym źródłem wzrostu aktywności gospodarczej pozostał prawdopodobnie wzrost konsumpcji i inwestycji, postępujący w warunkach poprawy sytuacji na rynku pracy, dobrej sytuacji finansowej przedsiębiorstw oraz wzrostu akcji kredytowej. Jednocześnie napływające w ostatnim okresie dane nie wskazują na przyspieszenie wzrostu aktywności gospodarczej w kolejnych kwartałach.

Ze względu na umiarkowane tempo wzrostu popytu i wciąż ujemną lukę popytową, w gospodarce nie ma presji inflacyjnej. 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 wzrost rocznej dynamiki cen paliw i żywności w ostatnim okresie ograniczył skalę deflacji. Ujemna jest także roczna dynamika cen produkcji sprzedanej, natomiast oczekiwania inflacyjne są nadal bardzo niskie.

W ocenie Rady w najbliższych miesiącach roczna dynamika cen będzie nadal ujemna, przede wszystkim ze względu na wcześniejsze silne spadki cen surowców. Jednocześnie oczekiwane utrzymanie stabilnego 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. Taką ocenę wspiera lipcowa projekcja NBP. W związku z tym Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie.

Polityka pieniężna znowu bez zmian

Rada Polityki Pieniężnej zgodnie z oczekiwaniami utrzymała w lipcu stopy procentowe bez zmian. Stopa referencyjna nadal wynosi 1,5%. Treść komunikatu nie uległa znaczącej zmianie w porównaniu z poprzednim miesiącem, chociaż warto odnotować, że RPP spodziewa się obecnie stabilizacji tempa wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach, podczas gdy w czerwcu oczekiwała jego „stopniowego przyspieszenia”. Jak wyjaśnił Marek Belka w czasie konferencji prasowej, brak przyspieszenia tempa wzrostu PKB ma wynikać z tego, że nie powtórzy się tak duży wkład eksportu netto, jak to miało miejsce w pierwszym kwartale 2015 roku.

Realizacja projekcji inflacji w przyszłym roku, oznaczałaby zmniejszenie realnej stopy procentowej do zera, co zwiększałoby szanse na podwyżkę stóp procentowych w drugiej połowie 2016 roku. Prezes Belka powiedział, że niższe stopy realne wspierałyby bardziej gospodarkę. Jednak, naszym zdaniem nie jest to oczywiste, czy gospodarka takiej dodatkowej stymulacji ze strony polityki pieniężnej będzie potrzebowała (solidny wzrost PKB, dobra sytuacja na rynku pracy wspierająca konsumpcję).

Wciąż zakładamy, że do delikatnego dostosowania polityki pieniężnej może dojść pod koniec przyszłego roku. Rynek stopy procentowej wycenia obecnie pierwszą podwyżkę na przełomie 2016 i 2017 roku i według Prezesa Belki „jest to z grubsza prawidłowe”. Niemniej, spora niepewność dotyczy składu nowej RPP (zmiana 8 z 9 członków na początku przyszłego roku oraz możliwa zmiana Prezesa NBP w połowie 2016), która będzie w przyszłym roku decydowała o parametrach polityki pieniężnej. Niepewność ta zniknie dopiero za kilka miesięcy. Do tego czasu niewiele w polskiej polityce pieniężnej się będzie działo, a uczestnicy rynku będą bardziej skoncentrowani na czynnikach zewnętrznych wpływających na kurs złotego i rentowności obligacji. Miejmy nadzieję, że te czynniki nie będą na tyle dynamiczne, żeby wymusić większe zainteresowanie zmianami rynkowymi ze strony polskiego banku centralnego. Prezes Belka powtórzył, że jeśli miałyby być jakieś skutki pośrednie zawirowań, „wiemy co mamy robić”.

Wyższa projekcja inflacji na 2016-17

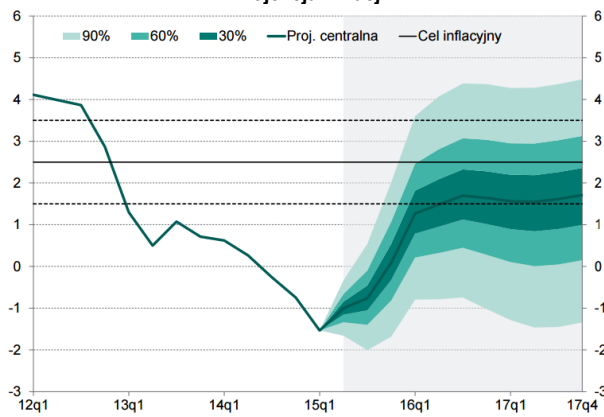
Nowa projekcja banku centralnego pokazuje, zgodnie z naszymi oczekiwaniami, wyższą ścieżkę inflacji i PKB w kolejnych latach. Jeśli chodzi o wzrost gospodarczy, najbardziej istotna zmiana wystąpiła w przypadku roku bieżącego. Obecnie środek przedziału prognozy NBP wynosi 3,6% (wciąż nieco poniżej naszej prognozy 3,8%), w porównaniu z ok. 3,4% w projekcji marcowej. W kolejnym roku Narodowy Bank Polski oczekuje (podobnie jak my) delikatnego spowolnienia do 3,4%, a następnie w 2017 roku ponownego przyspieszenia do 3,6%. W sumie, można powiedzieć, że wzrost gospodarczy stabilizuje się na poziomie ok. 3,5% w okresie 2015-17.

W przypadku inflacji, bank centralny oczekuje obecnie nieco głębszej deflacji w roku bieżącym (o 0,3 pkt proc.). W kolejnych latach ścieżka projekcji rośnie dość wyraźnie. Dla roku 2016 centralny punkt projekcji wynosi obecnie 1,5%, czyli 0,6 pkt proc. więcej niż w poprzedniej. W kolejnym roku następuje stabilizacja inflacji. Centralny punkt projekcji inflacji do końca horyzontu prognozy (2017) pozostaje poniżej celu inflacyjnego (2,5%). Niemniej, w odróżnieniu od projekcji marcowej, inflacja wraca do przedziału wahań wokół celu (1,5-3,5%).

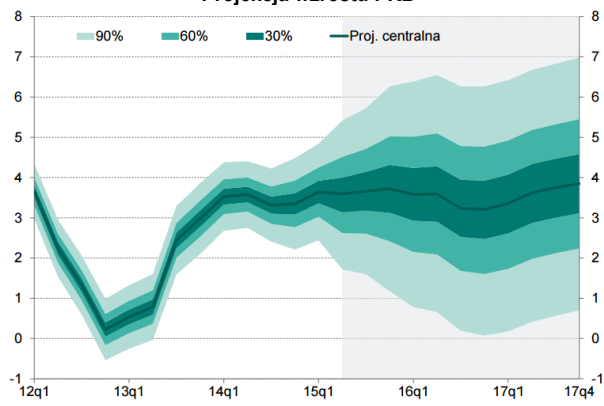
Według banku centralnego, w średnim i długim terminie wzrost inflacji pozostanie ograniczony ze względu na niską presję popytową, niskie ceny towarów importowanych oraz niskie ceny surowców. Warto przypomnieć, że projekcja bierze pod uwagę obecnie obowiązujące uwarunkowania prawne, według których na początku 2017 roku nastąpi obniżka podstawowej stawki VATu. Będzie to miało wpływ na spadek inflacji o ok. 0,3-0,4 pkt proc.

Z drugiej strony, NBP obniżył szacunki wzrostu produktu potencjalnego na lata 2015-17, co oznacza, że ujemna luka popytowa jest niewielka już w 2015 (0,2% PKB potencjalnego) i domyka się całkowicie do 2017 roku.

Projekcja inflacji

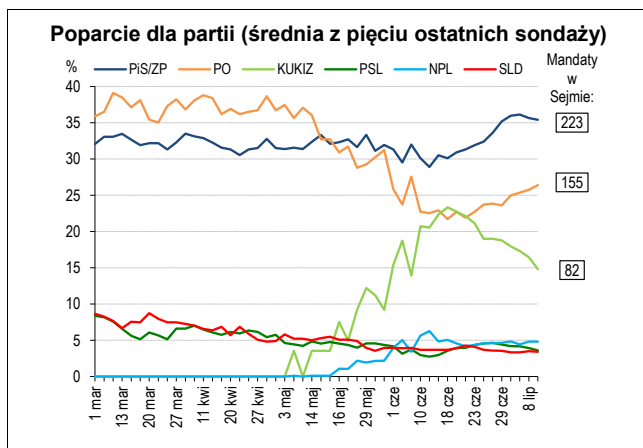


Projekcja wzrostu PKB



Źródła: NBP, Reuters, BZ WBK

Pod lupą: polityka fiskalna



Obietnice wyborcze PiS oraz ich finansowanie (wyczerpanie PiS)

Propozycje	Finansowanie
<ul style="list-style-type: none"> zwiększenie kwoty wolnej od podatku PIT z obecnych 3.091 zł do 8.000 zł - koszt 7 mld zł przywrócenie dotychczasowego wieku emerytalnego (60 lat dla kobiet i 65 lat dla mężczyzn) - koszt 10 mld zł (w 1 roku) wprowadzenie dodatku po 500 zł na drugie i kolejne dziecko oraz na każde dziecko w rodzinach najuboższych - koszt 22 mld zł 	<ul style="list-style-type: none"> większa ściągalność podatku VAT 52 mld zł 23% z całości propozycji o wartości 39 mld wraca do gospodarki w postaci podatku VAT 9 mld zł zahamowanie wyprowadzania podatków do rajów podatk. 4 mld zł wprowadzenie podatku od aktywów bankowych - ok. 5 mld zł ... oraz podatku od sklepów wielkopowierzchniowych - ok. 3,0 mld zł
SUMA 39 mld złotych	SUMA 73 mld złotych

Struktura kredytów kwalifikujących się do przewalutowania w kolejnych latach (wartości skumulowane) wg uzasadnienia do projektu ustawy zgłoszonej przez PO

Lata	Liczba kredytów (sztuki)	Wartość kredytów (tys. zł)	Udział w liczbie ogółem	Udział w wartości ogółem
1 rok	20 771	11 085 840	4,3%	8,4%
2 rok	44 854	21 801 857	9,3%	16,6%
3 rok	59 154	27 666 964	12,2%	21%

	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	13.07	zmiana od 10.06.15	zmiana od 31.12.14	13.07	zmiana od 10.06.15	zmiana od 31.12.14
Polska	219	-5	22	74	10	3
Czechy	38	10	17	49	1	-6
Węgry	293	-17	-22	150	9	-28
Grecja	1114	47	208	234	3	55
Hiszpania	127	-9	20	87	13	1
Irlandia	78	-5	7	50	2	-1
Portugalia	192	-23	-23	169	12	-32
Włochy	128	-7	-7	103	6	-35
Francja	41	6	12	33	5	-13
Niemcy				15	1	-3

Źródła: ośrodki sondażowe, PiS, Sejm, Ministerstwo Finansów, Reuters, BZ WBK

Samodzielne rządy PiS po wyborach?

▪ Ostatnie wyniki sondaży poparcia dla partii politycznych wskazują, że do Sejmu mogą wejść tylko trzy partie: PO, PiS, Ruch Kukiza. Kukiz traci w ostatnich sondażach, a dwie największe partie zyskują. Niektóre sondaże wskazują na możliwość samodzielnego rządów PiS.

Która partia więcej obieca w kampanii wyborczej?

▪ Na początku lipca PiS zorganizował konwencję przedstawiając główne punkty programu wyborczego. Trzy kluczowe propozycje nie zmieniły się w porównaniu z kampanią prezydencką: dopłaty do dzieci, wyższa kwota wolna od podatku, niższy wiek emerytalny. Tabela po lewej przedstawia szacunki ekspertów PiSu wraz ze źródłami finansowania. Pierwszy problem wynika z wpływu tych działań na sektor finansów publicznych, gdyż może on być wyższy niż wskazano na konwencji. Dla przykładu, w przypadku wpływu zwiększenia kwoty wolnej, należałoby uwzględnić ubytek po stronie budżetu centralnego, jak i samorządów. Po drugie, i naszym zdaniem ważniejsze, nie zostały wskazane wiarygodne źródła przychodów budżetowych finansujących te wydatki (bądź ubytki w przychodach). Głównym czynnikiem ma być bowiem lepsza ściągalność podatków. Oczywiście nie można mieć nic przeciwko temu, żeby takowa nastąpiła. Natomiast pożądaną sekwencją wydarzeń powinno być najpierw zapewnienie źródeł finansowania, a dopiero potem (ewentualnie!) planowanie wydatkowania tych środków. Odwrotna kolejność może skutkować wyraźnie zwiększonym deficytem.

▪ PO ma przedstawić swój program gospodarczy dopiero we wrześniu. Póki co obiecuje tylko, że utrzyma dyscyplinę budżetową, bez opierania się na papierowych zapisach zwiększenia ściągalności podatków.

I która partia obieca więcej „frankowiczom”?

▪ W równaniu PiSu, nieco mniejszym elementem po stronie finansującej budżet jest podatek od (aktywów) instytucji finansowych i (obrotów) supermarketów. Co ciekawe, w narracji krytykującej te rozwiązania, PO koncentrowała się na przerzuceniu kosztów tych podatków na klientów. A jednocześnie, zaledwie po kilku dniach zaproponowała „rozwiązanie problemu frankowiczów” specjalną ustawą, której koszt dla sektora bankowego wyniesie 8,5 mld złotych.

▪ PiS nie przedstawił oficjalnie swojej ostatecznej propozycji „frankowiczom”. Natomiast można się spodziewać, że ta propozycja będzie bardziej szczodra (bardziej kosztowna dla banków).

PiS proponuje bardziej aktywną rolę banku centralnego

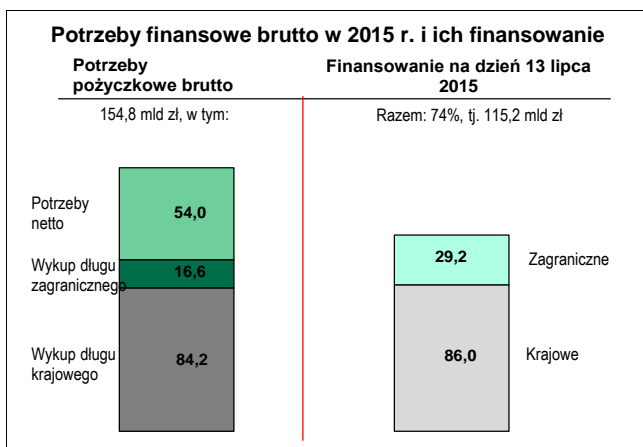
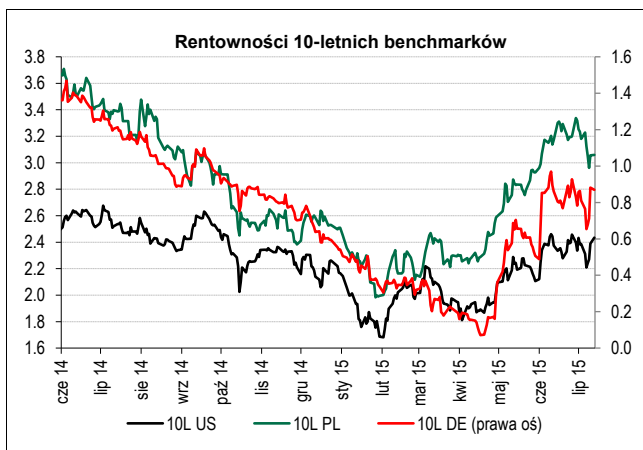
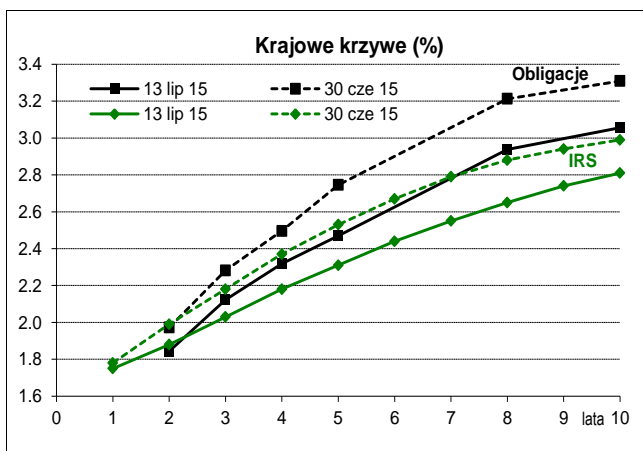
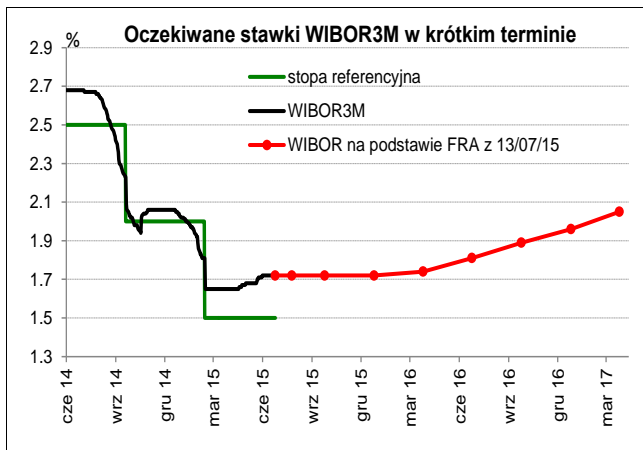
▪ Podczas konwencji PiSu dyskutowano również o roli banku centralnego z konkluzją, że polityka NBP powinna bardziej wspierać wzrost gospodarczy. Kandydatka na premiera Beata Szydło stwierdziła w jednym z wywiadów, że bank centralny powinien aktywnie wspierać kredyt dla sektora małych i średnich firm (biorąc przykład z działań EBC). Nie wiemy czy oznaczałoby to przyzwolenie na inflację powyżej celu, jednak sugeruje to mniej więcej, jaki typ bankiera centralnego może być preferowany przy wyborze nowych członków RPP. Stwarza to ryzyko utrzymania niskich stóp procentowych przez dłuższy czas. Mieszanka bardziej ekspansywnej polityki fiskalnej, jak i monetarnej oznaczałaby bardziej stromą krzywą rentowności w Polsce.

Poprawa nastrojów i mniej spready do Bundów

▪ Na początku lipca obligacje krajów strefy euro zyskały pomimo wciąż nierozwiązanej sprawy przyszłości Grecji. Co więcej spread obligacji krajów peryferii do Bundów zmniejszył się, co może być kontynuowane w świetle porozumienia.

▪ Niemniej, ożywienie gospodarcze w Europie przeważa za wyższymi rentownościami. Wzrost rentowności obligacji amerykańskie może być istotniejszy ze względu na oczekiwania na rozpoczęcie podwyżek stóp przez Fed.

Rynek stopy procentowej



Źródła: Reuters, Bloomberg, MF, BZ WBK

Niższe rentowności i bardziej płaska krzywa na początku lipca

W czerwcu stawki WIBOR wzrosły nieznacznie (o 1-4 pb), podczas gdy stawki FRA i IRS oraz rentowności obligacji wzrosły znacząco (skala zmian wahała się między 5 a 40 pb). Wynikało to przede wszystkim z rosnącej awersji do ryzyka w związku z wydłużającymi się negocjacjami pomiędzy Grecją a jej wierzycielami.

Rentowności obligacji spadły znacząco na początku lipca, gdyż spadki na chińskiej giełdzie wywołały obawy o globalny wzrost gospodarczy i perspektywy inflacyjne, powodując wzmocnienie rynków bazowych. Następnie, po bardzo długich negocjacjach, osiągnięto porozumienie z Grecją, co obniżyło ryzyko wyjścia Grecji ze strefy euro, przynajmniej na jakiś czas. W konsekwencji umocnienie obligacji i IRS zniwelowało większość strat osiągniętych w czerwcu. Co więcej, inwestorzy przesunęli swoje oczekiwania pierwszej podwyżki stóp przez RPP na koniec 2016 r. z połowy 2016 r. wyceniane na koniec czerwca.

Na początku lipca obie krzywe wypłaszczyły się znacząco, zgodnie z trendami globalnymi. Spread 2-10L zacieśnił się nieznacznie poniżej 120 pb dla obligacji i do 85 pb dla IRS, najniższych poziomów od maja. Spread wobec niemieckich obligacji, po wzroście do 250 pb na początku lipca, zawężił się do ok. 214 pb dla sektora 10L po osiągnięciu porozumienia z Grecją.

Pod wpływem globalnych czynników

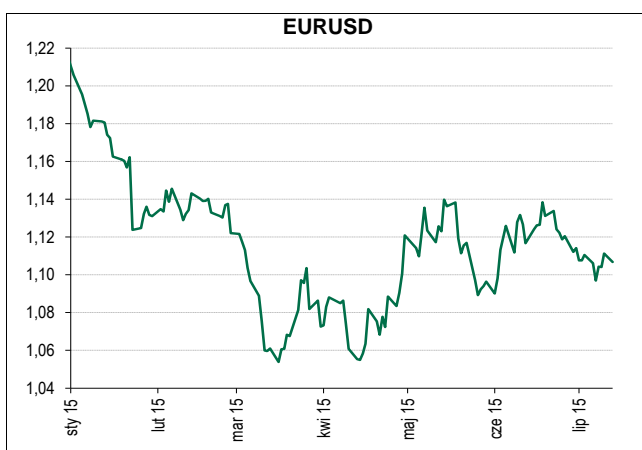
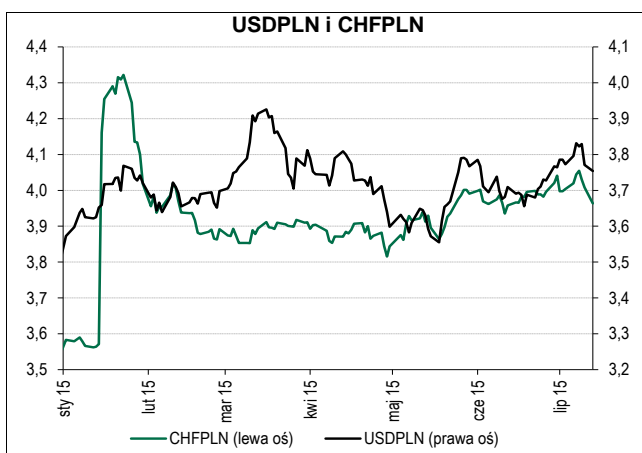
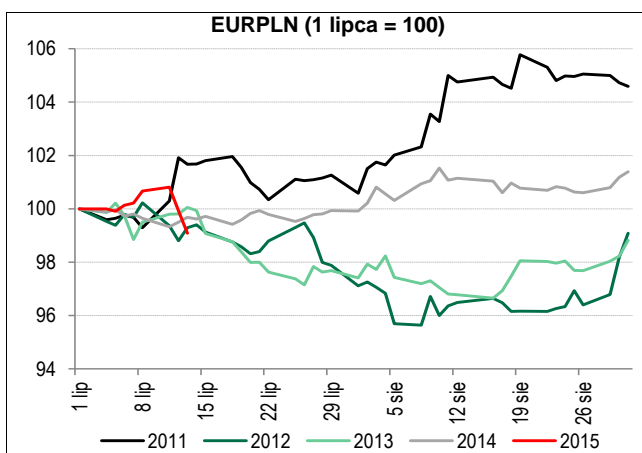
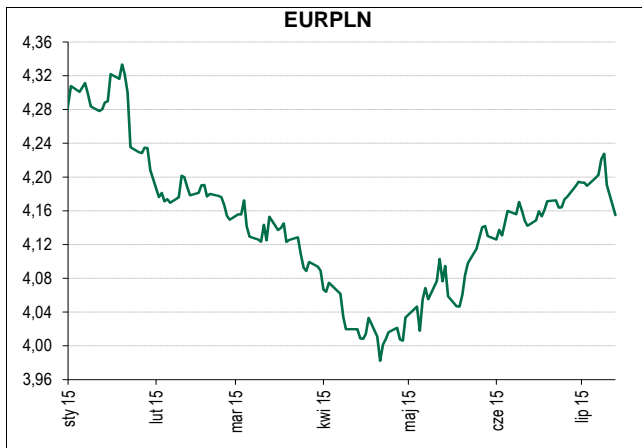
Oczekujemy dalszego stopniowego wzrostu stawek WIBOR w nadchodzących miesiącach. Odbicie inflacji było w maju słabsze niż sądziliśmy pomimo dalszej poprawy aktywności gospodarczej, jednak tendencja ta powinna być kontynuowana. W efekcie stawki FRA pozostaną zmienne, zależne od sytuacji na rynku IRS.

Ostatnio, psychologiczne wsparcie na 3% efektywnie powstrzymało spadek rentowności 10-letniego benchmarku. Ten poziom może być po raz kolejny testowany, ale naszym zdaniem nie zostanie na trwałe przełamany gdyż – mimo niższej awersji do ryzyka – możemy zobaczyć wyższe rentowności niemieckich obligacji (w wyniku spadku ryzyka wyjścia Grecji ze strefy euro, stabilizacji na giełdzie w Chinach, poprawy perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro). W związku z tym istnieje ryzyko wystromienia krzywych w średnim i długim horyzoncie.

Polityka monetarna głównych banków centralnych będzie w centrum uwagi inwestorów. Sądzimy, że EBC nie zmieni kierunku dotychczasowej polityki monetarnej, zakładając, że Grecja nie wyjdzie ze strefy euro. Spodziewamy się kontynuacji programu skupu aktywów do września 2016 r. mimo nieco lepszych danych makro i odbicia inflacji HICP. Jednakże, dalszy wzrost inflacji i sygnały ożywienia gospodarczego w strefie euro będą pchały rentowności niemieckiego długu w górę, a tym samym negatywnie wpływając na polski dług. Co więcej lipcowe posiedzenie FOMC może przynieść pewne sugestie co do terminu pierwszej podwyżki stóp w USA. Inwestorzy z uwagą będą więc śledzili dane z gospodarki USA, które będą przekładały się na to czy Fed podwyższy stopy we wrześniu czy też nie. Sądzimy, że wciąż możliwa jest pierwsza podwyżka stóp we wrześniu i materializacja takiego scenariusza może spowodować wzrost rentowności w średnim i długim terminie. W związku z tym podtrzymujemy nasz bazowy scenariusz zakładający umiarkowany wzrost rentowności i stawek IRS w perspektywie do końca roku.

Skala emisji SPW na lipiec-sierpień jest niska i w tym okresie Ministerstwo Finansów zamierza pozyskać łącznie 4-12 mld zł. Sądzimy, że sprzedaż będzie bliższa górnej granicy oferty, a popyt będzie wspierany przez napływ środków w wysokości 7,7 mld zł z wykupu OK0715 i 3,3 mld zł z odsetek od serii WZ i PS. Spodziewamy się, że na koniec sierpnia potrzeby pożyczkowe będą sfinansowane w 80% wobec 74% po pierwszej aukcji w lipcu. Niska oferta powinna sprzyjać trendowi bocznemu rentowności w okresie wakacji.

Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Zmienność złotego pod wpływem informacji z Grecji

Obawy o losy Grecji ciążyły w ostatnich tygodniach wycenę złotego i innych walut Europy Środkowo-Wschodniej. Na początku lipca inwestorzy byli dodatkowo pod presją sytuacji w Chinach. Powyższe czynniki spowodowały wzrost EUR/PLN do 4,24. Po osiągnięciu porozumienia z Grecją na szczycie UE, złoty odrobił straty poniesione od połowy czerwca i EUR/PLN spadł do 4,14.

Jak widać na drugim wykresie i w ostatnich czterech latach nie było żadnego stałego schematu zmian EURPLN w okresie lipiec-sierpień. Jednocześnie, złoty tracił w każdym sierpniu badanego okresu i nawet jeśli po wakacjach był mocniejszy do euro, to wynikało to z lipcowego umocnienia. W każdym przypadku, osłabienie złotego w ostatnim miesiącu wakacji wynikało z czynników globalnych (kryzys w Grecji, napięcia na bliskim Wschodzie, obawy o perspektywy globalnego wzrostu) i w tym roku może być podobnie. Wydaje się, iż ryzyko Grexitu istotnie zmalało po lipcowym szczycie UE, ale nadal istnieją kluczowe kwestie, które muszą być spełnione, by osiągnąć ostateczne porozumienie między Grecją a jej wierzycielami. Paragony poszczególnych krajów stery euro muszą zatwierdzić warunki pakietu pomocowego, a Grecja musi rozpocząć proces ich wdrażania. Niezależnie od sytuacji w Grecji, istnieją również inne czynniki ryzyka, które mogą negatywnie wpłynąć na nastroje inwestorów, na przykład sytuacja w Chinach.

Zachowanie się złotego w okresie wakacyjnym w ostatnich kilku latach i obecny niestabilny globalny nastrój pokazują, że istnieje ryzyko dla osłabienia złotego i w tym roku. Zmienność EUR/PLN (mierzona różnicą między najwyższą a najniższą wartością w danym miesiącu) nie sugeruje jednak, aby wahania w lipcu-sierpniu były znacząco większe niż średnio w ciągu roku. W ostatnich czterech latach, poczynając od 2011, średnia zmienność wynosiła 0,138 zł dla całego roku oraz 0,142 zł dla okresu lipiec-sierpień. Natomiast zmienność w relacji do poziomu otwarcia dla EUR/PLN w danym miesiącu wyniosła odpowiednio 0,032% i 0,034%. Sądzymy, że wszelkie obawy dotyczące dalszego rozwoju sytuacji w strefie euro mogą być neutralizowane przez oczekiwania, że EBC i inne banki centralne mogą podjąć działania w celu stabilizacji sytuacji jeżeli nastąpi znaczące pogorszenie nastrojów na rynkach finansowych. Krajowe dane makro powinny potwierdzić, że gospodarka przyspiesza a inflacja odbija i jest coraz bliżej wyjścia z deflacji, ograniczając miejsce do ponownego otwarcia cyklu obniżek stóp. Podwyższyliśmy nasze prognozy kursu EURPLN w porównaniu do MAKROskopu z czerwca i obecnie oczekujemy kursu na poziomie nieco powyżej 4,0 na koniec roku.

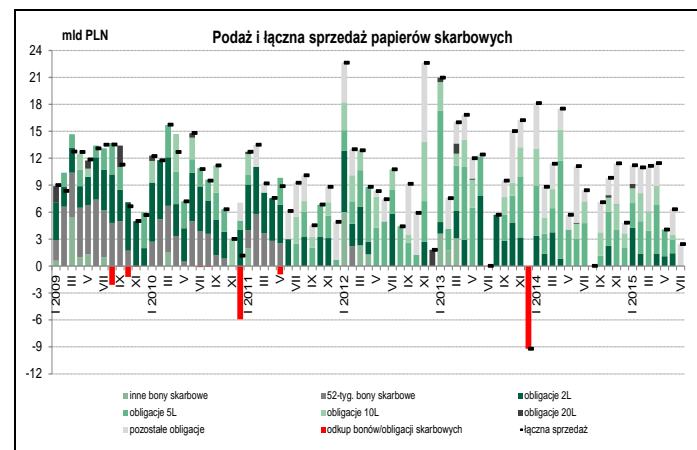
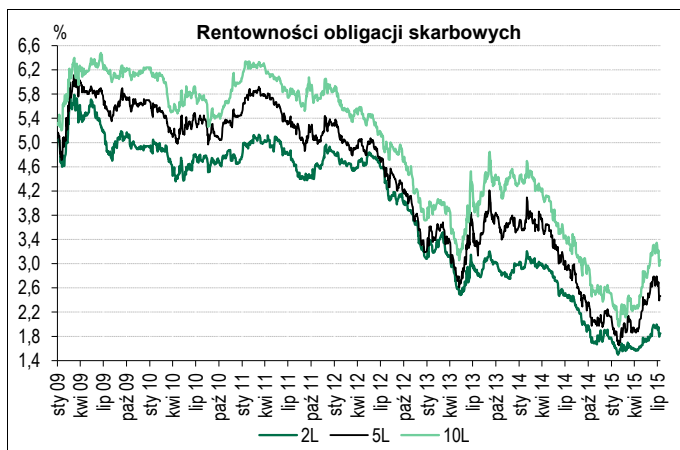
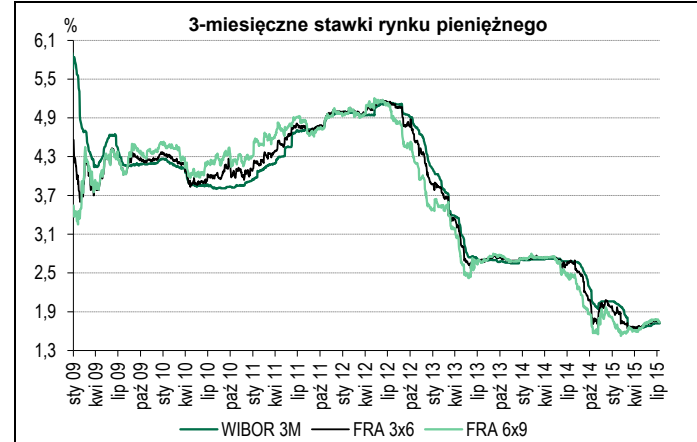
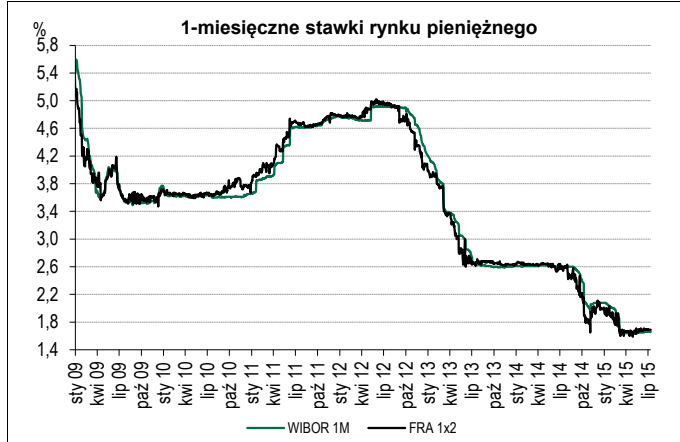
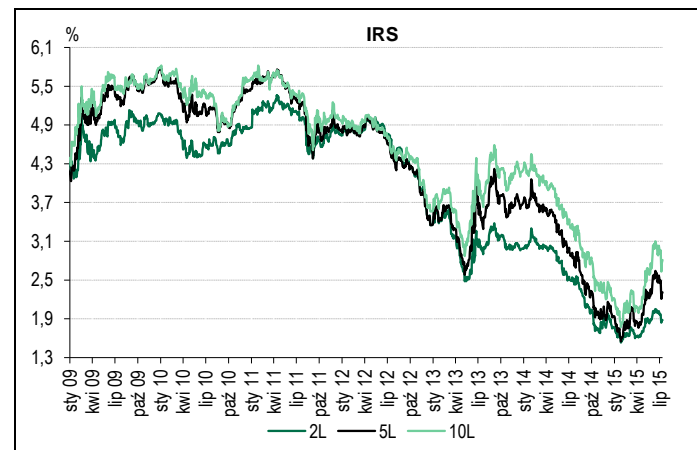
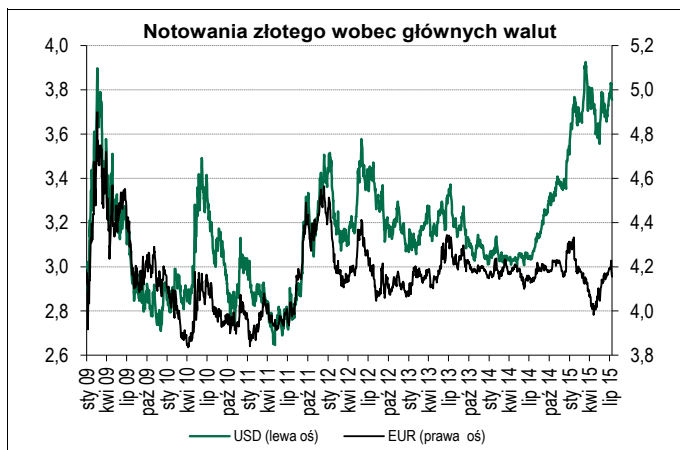
Grecja i dane z USA kluczowe dla EURUSD

Dolar zyskał do euro od ostatniego MAKROskopu, ale spadek EURUSD wydaje się być niezbyt duży biorąc pod uwagę rosnące obawy o Grexit i przedłużające się negocjacje polityków. Kurs opadał powoli z 1,14 do 1,09, a ogłoszenie porozumienia Grecji z wierzycielami nie wywołało żadnego wyraźnego ruchu w górę.

Ostrożna reakcja rynku na słowa polityków ogłaszających osiągnięcie porozumienia mogła wynikać z faktu, że inwestorzy chcą poczekać na przegłosowanie ustalonych warunków przez krajowe parlamenty. Brak aprecjacji euro mógł też wynikać ze zniknięcia jednej z przeszkód mogących opóźnić podwyżkę stóp przez Fed.

W ocenie naszej i rynku, pierwszym posiedzeniem FOMC kiedy stopy mogłyby zostać podniesione jest wrzesień, kiedy to Janet Yellen wystąpi na konferencji prasowej po decyzji. Do połowy września poznamy sporo ważnych danych z USA, w tym pierwszy i drugi szacunek PKB za II kw. oraz dwa miesięczne raporty o zmianie zatrudnienia poza rolnictwem. Minutes z czerwcowego posiedzenia FOMC pokazały, że amerykańscy bankierzy centralni mogą potrzebować dodatkowych dowodów potwierdzających, że gospodarka USA radzi sobie dobrze, więc najbliższe publikacje będą dokładnie śledzone przez inwestorów i mogą istotnie wpłynąć na EURUSD. Oczekujemy wzrostu kursu do 1,13 w ciągu wakacji, a nasza prognoza na koniec roku nadal wynosi 1,16.

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
sierpień '14					25.09	USD20150716**	400 mln \$	354,4 mln \$	18.09	WZ0115/PS0415	WZ0119/PS0719
wrzesień	4.09	DS0725/WS0124	2000-3000	3595,0					2.10	WZ0115/PS0415	WZ0124/DS0725/WS0428
październik	23.10	OK0716/PS0719	2000-6000	6062,1					20.11	WZ0115/PS0415/OK0715	WZ0119/PS0719
listopad	6.11	WZ/DS/WS	2000-4000	4495,7					18.12	WZ0115/PS0415/OK0715	PS0719/WZ0124/DS0725
grudzień											
styczeń '15	15.01	WZ/DS/WS	3000-5000	4198,5	22.01	OK0717/PS0420	5000-9000	7005,2			
luty	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	PS0420/DS0725
lipiec	9.07	WZ0120/WZ0124	1000-2000	2430,3	23.07	Do ogłoszenia	2000-6000				
sierpień	6.08	Do ogłoszenia	1000-4000								

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja odkupu

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

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

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

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		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	lip 15
PMI	pkt.	50,3	49,4	49,0	49,5	51,2	53,2	52,8	55,2	55,1	54,8	54,0	52,4	54,3	54,4
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,8	2,4	-1,9	4,2	1,7	0,3	8,1	1,6	5,0	8,8	2,4	2,8	7,9	3,5
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	8,0	1,1	-3,6	5,6	-1,0	-1,6	5,0	1,3	-0,3	2,9	8,5	1,3	3,1	1,3
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	1,2	2,1	1,7	1,6	2,3	-0,2	1,8	0,1	-1,3	3,0	-1,5	1,8	4,2	3,5
Stopa bezrobocia	%	12,0	11,8	11,7	11,5	11,3	11,4	11,5	12,0	12,0	11,7	11,2	10,8	10,4	10,2
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	3,5	3,5	3,5	3,4	3,8	2,7	3,7	3,6	3,2	4,9	3,7	3,2	3,9	4,7
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	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	1,1
Eksport (w euro)	% r/r	5,3	6,4	-1,2	5,8	4,7	3,5	4,3	4,4	10,2	13,9	9,2	9,7	11,0	12,0
Import (w euro)	% r/r	8,4	7,7	0,7	7,0	5,6	5,0	9,8	-2,1	2,6	7,8	7,8	0,0	8,0	9,0
Bilans handlowy	mIn EUR	-58	-270	-215	492	-42	10	-792	766	721	702	119	946	323	108
Rachunek bieżący	mIn EUR	-827	-730	-1 063	14	-374	-24	-1 245	-60	-7	1 743	1 129	1 184	-1 001	-659
Rachunek bieżący	% PKB	-1,2	-1,3	-1,4	-1,2	-1,3	-1,1	-1,3	-1,0	-0,9	-0,6	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-25,4	-26,4	-24,6	-22,4	-27,2	-24,8	-29,8	-0,6	-11,3	-16,7	-16,7	-19,6	-26,6	-28,1
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	53,4	55,5	51,9	47,1	57,4	52,1	62,7	1,3	24,6	36,2	36,2	42,6	57,7	60,9
Inflacja (CPI)	% r/r	0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-1,0	-1,4	-1,6	-1,5	-1,1	-0,9	-0,7	-0,7
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	1,0	0,4	0,5	0,7	0,2	0,4	0,5	0,6	0,4	0,2	0,4	0,4	0,3	0,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,8	-2,0	-1,5	-1,6	-1,3	-1,6	-2,7	-2,8	-2,8	-2,5	-2,7	-2,2	-1,9	-1,5
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	5,2	6,0	7,4	7,9	7,7	8,4	8,2	8,6	8,7	8,9	7,2	7,6	8,3	8,2
Zobowiązania	% r/r	5,5	6,7	7,8	7,5	7,8	8,5	8,1	8,2	8,0	8,2	6,8	6,9	7,9	7,8
Należności	% r/r	4,9	5,4	6,3	6,2	7,2	7,4	7,3	8,0	7,7	7,8	6,5	7,7	7,9	8,2
EUR/PLN	PLN	4,14	4,14	4,19	4,19	4,21	4,21	4,21	4,28	4,18	4,13	4,02	4,08	4,16	4,17
USD/PLN	PLN	3,04	3,06	3,15	3,25	3,32	3,38	3,42	3,68	3,68	3,81	3,73	3,66	3,71	3,76
CHF/PLN	PLN	3,39	3,41	3,46	3,47	3,48	3,50	3,50	3,96	3,93	3,89	3,88	3,93	3,98	3,97
Stopa referencyjna ^b	%	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	1,50
WIBOR 3M	%	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	1,72
Rentowność obligacji 2L	%	2,54	2,45	2,30	2,02	1,77	1,78	1,84	1,60	1,60	1,62	1,60	1,74	1,91	1,94
Rentowność obligacji 5L	%	3,10	2,89	2,73	2,40	2,12	2,04	2,16	1,82	1,88	1,99	1,98	2,38	2,68	2,68
Rentowność obligacji 10L	%	3,54	3,34	3,23	2,98	2,63	2,54	2,55	2,21	2,20	2,32	2,36	2,83	3,20	3,10

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

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2013	2014	2015	2016	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16
PKB	mld PLN	1 662,1	1 728,7	1 797,4	1 888,7	417,8	433,8	443,4	502,4	436,1	456,5	466,5	529,7
PKB	% r/r	1,7	3,4	3,8	3,5	3,6	3,6	3,7	4,0	3,7	3,6	3,3	3,4
Popyt krajowy	% r/r	0,2	4,9	3,4	4,0	2,6	3,4	3,4	3,9	3,6	3,9	4,0	4,3
Spożycie indywidualne	% r/r	1,1	3,1	3,3	3,2	3,1	3,3	3,4	3,5	3,3	3,2	3,1	3,1
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	0,9	9,2	9,0	6,8	11,4	9,0	9,0	8,0	8,0	7,0	7,0	6,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	2,3	3,4	5,1	5,0	5,3	4,4	5,6	5,1	4,1	5,8	5,1	4,9
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-10,3	4,3	2,5	2,9	1,4	4,1	2,5	1,8	3,0	2,9	2,9	2,9
Sprzedż detaliczna ^a	% r/r	2,6	3,1	3,4	5,5	0,7	1,5	4,8	6,0	5,3	5,6	5,4	5,4
Stopa bezrobocia ^b	%	13,4	11,5	10,3	9,7	11,7	10,4	10,0	10,3	10,4	9,3	9,2	9,7
Płace brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	3,4	3,6	4,1	5,2	4,1	3,6	4,3	4,3	4,1	5,6	5,5	5,5
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	-1,1	0,2	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
Eksport (w euro)	% r/r	5,7	5,6	11,0	10,7	9,5	11,0	12,0	11,5	11,0	11,2	10,5	10,3
Import (w euro)	% r/r	0,2	7,2	7,2	12,2	2,8	8,0	9,0	9,0	13,0	12,0	12,0	12,0
Bilans handlowy	mIn EUR	635	-1 629	4 192	2 100	2 189	705	1 189	108	1 629	443	672	-643
Rachunek bieżący	mIn EUR	-5 148	-5 250	885	-1 552	1 648	629	-1 010	-382	1 118	353	-1 716	-1 306
Rachunek bieżący	% PKB	-1,3	-1,3	0,2	-0,3	-0,6	-0,3	-0,1	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,3
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-4,0	-3,2	-2,7	-2,3	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	0,9	0,0	-0,7	1,7	-1,5	-0,9	-0,6	0,3	1,4	1,7	1,8	1,8
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	0,7	-1,0	0,7	1,9	-1,5	-0,7	-0,4	0,7	1,5	1,7	1,8	1,9
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	1,2	0,6	0,5	1,3	0,4	0,4	0,5	0,9	1,1	1,3	1,3	1,3
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,3	-1,5	-1,9	0,4	-2,7	-2,3	-1,8	-0,7	-0,2	0,3	0,5	0,8
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	6,2	8,2	7,8	7,6	8,9	8,3	8,2	7,8	7,7	7,7	7,6	7,6
Zobowiązania ^b	% r/r	6,0	8,1	7,3	7,9	8,2	7,9	7,7	7,3	7,5	7,6	7,8	7,9
Należności ^b	% r/r	3,6	6,9	6,7	5,3	7,8	7,9	7,8	6,7	6,4	6,0	5,6	5,3
EUR/PLN	PLN	4,20	4,18	4,12	4,07	4,20	4,09	4,14	4,07	4,03	4,06	4,09	4,10
USD/PLN	PLN	3,16	3,15	3,66	3,43	3,72	3,70	3,68	3,52	3,43	3,43	3,43	3,42
CHF/PLN	PLN	3,41	3,45	3,88	3,53	3,93	3,93	3,92	3,74	3,64	3,58	3,50	3,39
Stopa referencyjna ^b	%	2,50	2,00	1,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	2,00
WIBOR 3M	%	3,02	2,52	1,76	1,87	1,87	1,67	1,73	1,75	1,75	1,75	1,79	2,17
Rentowność obligacji 2L	%	2,98	2,46	1,81	2,18	1,61	1,75	1,93	1,95	1,98	2,07	2,17	2,50
Rentowność obligacji 5L	%	3,46	2,96	2,40	2,78	1,90	2,35	2,66	2,70	2,70	2,70	2,77	2,93
Rentowność obligacji 10L	%	4,04	3,49	2,87	3,52	2,24	2,79	3,14	3,30	3,42	3,48	3,53	3,65

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 14.07.2015 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

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

Email: ekonomia@bzwbk.pl Serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.skarb.bzwbk.pl>

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

tel. 22 5341888, Email: maciej.reluga@bzwbk.pl

Piotr Bielski 22 534 18 87

Agnieszka Decewicz 22 534 18 86

Marcin Luziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5
61-894 Poznań

tel. 61 856 58 14/30

fax 61 856 44 56

Warszawa

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, www.bzwbk.pl