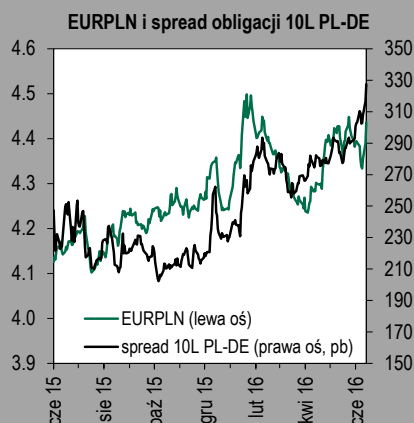
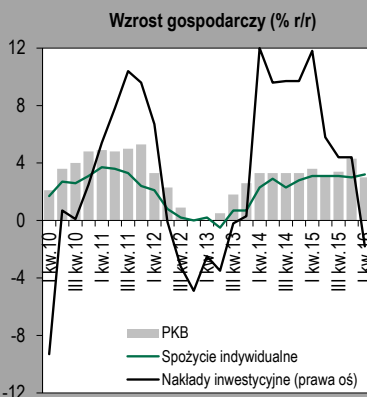


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Czerwiec 2016

Rynki zdominowane przez czynniki ryzyka



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

■ Spowolnienie wzrostu PKB do 3,0% r/r w I kw. 2016 było mocniejsze niż się spodziewaliśmy, ale w najnowszych danych dostrzegamy sygnały, świadczące o tym, że kolejne kwartały powinny być lepsze. Wzrost gospodarczy powinien być wspierany przez silny popyt zewnętrzny (tempo wzrostu gospodarczego w strefie euro, a w szczególności w Niemczech jest niezłe) oraz wyższą konsumpcją (której sprzyja solidny wzrost dochodów z pracy oraz nowe zasiłki na dzieci). Największa niepewność dotyczy wzrostu inwestycji. W sumie, spodziewamy się, że wzrost PKB przyspieszy w kolejnych kwartałach i średnio w tym roku wyniesie nieco poniżej 3,5%. Deflacja jest wciąż zaskakująco uporczywa, ale naszym zdaniem dołek CPI jest już za nami i w kolejnych miesiącach powinno nastąpić stopniowe odbicie w górę, do ok. 0,5% r/r na koniec tego i 1,5% r/r na koniec przyszłego roku.

■ Czerwcowe posiedzenie RPP, ostatnie pod przewodnictwem Marka Belki, nie zaskoczyło. Główny przekaz pozostał ten sam – deflacja nie wywołuje negatywnych efektów, spowolnienie wzrostu PKB w I kw. było przejściowe, a bieżący poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu. W ostatnim czasie rynkowe oczekiwania obniżek stóp procentowych w Polsce wyraźnie osłabły i nie oczekujemy istotniej zmiany perspektyw polityki pieniężnej po mianowaniu nowego prezesa NBP. Adam Glapiński, który otrzymał już poparcie Sejmu, powinien zostać zaprzysiężony na stanowisko nowego szefa banku centralnego 21 czerwca. Glapiński jest zwolennikiem konserwatywnej polityki pieniężnej; w ostatnich wywiadach sugerował, że obecny poziom stóp procentowych jest odpowiedni i bank centralny powinien je utrzymać bez zmian tak długo jak to możliwe. Naszym zdaniem, o ile wzrost gospodarczy w Polsce nie spowolni poniżej 3% w kolejnych kwartałach, złagodzenie polityki pieniężnej będzie mało prawdopodobne.

■ Polski rynek finansowy znalazł się ostatnio pod presją czynników ryzyka, zarówno krajowych (sprawa kredytów walutowych), jak i zewnętrznych (przyszłe decyzje Fed, referendum w Wielkiej Brytanii). Naszym zdaniem niepewność rynkowa będzie się w najbliższym czasie utrzymywać. 7 czerwca zespół ekspertów zakończył prace nad nowymi propozycjami w sprawie kredytów walutowych, ale wydaje się, że minie jeszcze wiele tygodni zanim dowiemy się jaki jest ostateczny kształt propozycji w tej sprawie przedstawiony przez prezydenta Andrzeja Dudę.

■ Na rynku długu spread rentowności polskich obligacji 10L wobec niemieckich Bundów wzrósł wyraźnie powyżej 300pb i wydaje nam się, że w najbliższych tygodniach pozostanie na podwyższonym poziomie, przynajmniej do czasu zniknięcia głównych czynników ryzyka. Przestrzeń do spadku stóp na krótkim końcu krzywej rentowności wydaje się ograniczona, w miarę jak strukturalna nadpłynność sektora bankowego wysycha (wartość bonów pieniężnych NBP spadła w czerwcu do 65 mld zł z ok. 90 mld zł na początku roku), a popyt banków na krótkoterminowe papiery skarbowe wydaje się już osiągać maksimum.

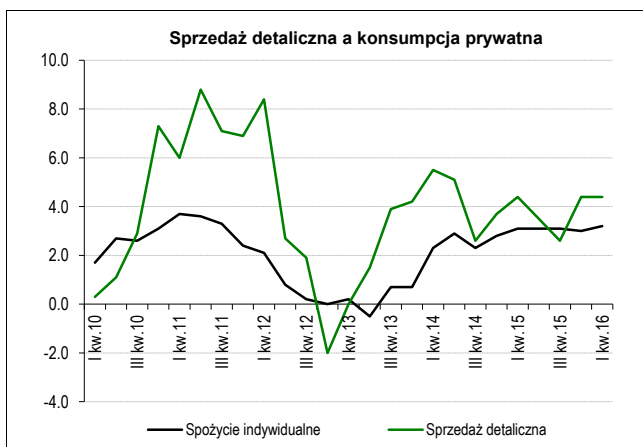
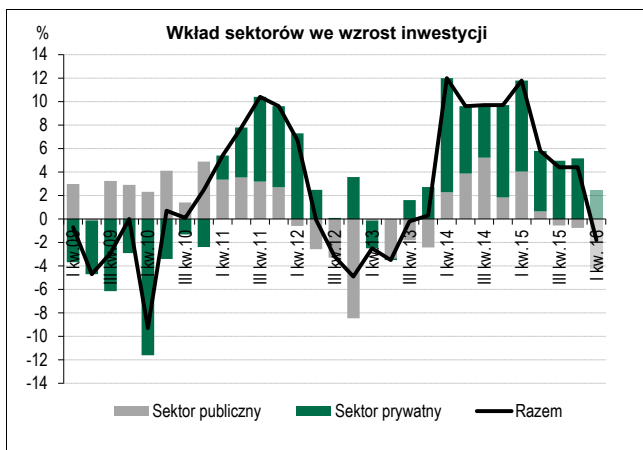
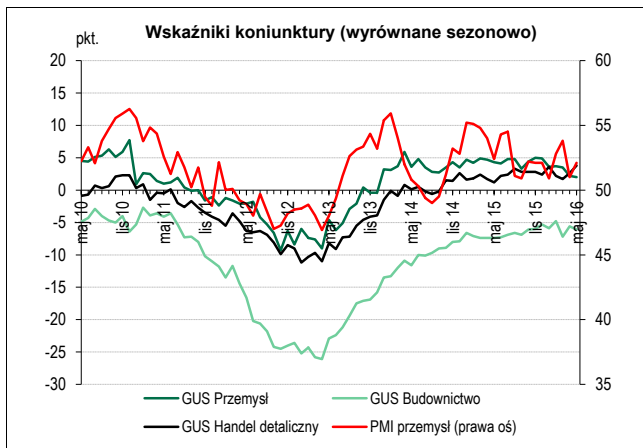
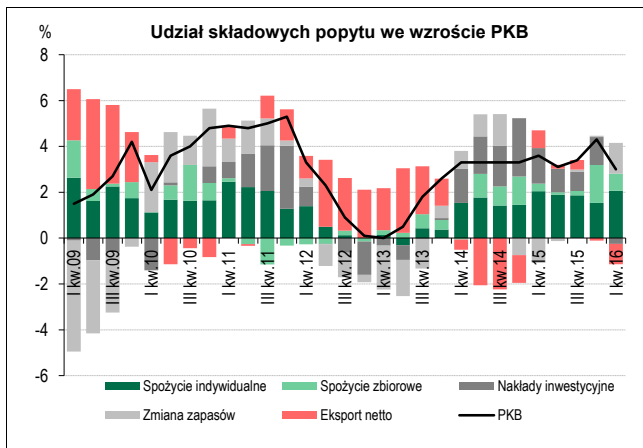
■ Na rynku walutowym oczekujemy utrzymania sporej zmienności w najbliższych tygodniach, w oczekiwaniu na rozstrzygnięcie kluczowych niepewności: referendum w Wielkiej Brytanii i nowej propozycji w sprawie kredytów walutowych. Nie wykluczamy przejściowego umocnienia złotego na koniec czerwca. Jednak zaraz potem złoty ponownie może podlegać wahaniom, ponieważ pojawią się nowe czynniki ryzyka: kształt budżetu na 2017 r., decyzje agencji ratingowych, decyzja rządu w sprawie obniżenia wieku emerytalnego.

Na rynku finansowym 14 czerwca 2016 r.:

Stopa depozytowa NBP	0,50	WIBOR 3M	1,68	EURPLN	4,4363
Stopa referencyjna NBP	1,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	1,84	USDPLN	3,9483
Stopa lombardowa NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	2,61	CHFPLN	4,0920

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 14.06.2016 r.

Gospodarka Polski



Źródła: Markit, GUS, NBP, Komisja Europejska, BZ WBK

Spowolnienie wzrostu PKB w I kw. 2016...

Wzrost PKB w I kw. 2016 wyniósł 3,0% r/r, zgodnie ze wstępnym odczytem i wobec 4,3% r/r w IV kw. 2015 r. W ujęciu odsezonowanym PKB spadł o 0,1% kw./kw. i wzrósł o 2,6% r/r. Jest to najniższy odczyt PKB od IV kw. 2013 r., a spowolnienie wzrostu wynikało ze spadku wartości inwestycji o 1,8% r/r oraz ujemnego wkładu eksportu netto (-0,9 punktu procentowego). Głównym silnikiem wzrostu w I kw. pozostała konsumpcja.

Wskaźniki wyprzedzające sugerują, że nie należy spodziewać się dalszego pogorszenia koniunktury w nadchodzących miesiącach. Indeks PMI dla przemysłu wzrósł w maju do 52,1 pkt po zaskakującym spadku do 51,0 w kwietniu. Poprawie uległy subindeksy dla przemysłu, nowych zamówień, eksportu i zatrudnienia, sugerując ożywienie aktywności gospodarczej oraz potwierdzając naszą ocenę, że polski przemysł powinien skorzystać z solidnego wzrostu w strefie euro i ze słabego złotego. Inne podstawowe wskaźniki (GUS, ESI) był raczej stabilne w kwietniu/maju. Spodziewamy się, że wzrost PKB przyspieszy w dalszej części roku i osiągnie średnio prawie 3,5% w 2016 r. Więcej na temat struktury PKB i perspektyw wzrostu piszemy poniżej.

... inwestycje spadły w ujęciu r/r...

Inwestycje odjęły od wzrostu PKB 0,2 punktu proc. w I kw. Obniżenie wartości inwestycji w znacznej mierze wynikało z niższych publicznych wydatków inwestycyjnych – wg p.o. prezesa GUS Haliny Dmochowskiej ich spadek wyniósł w I kwartale aż 20% r/r. Dane pokazują, że wydatki inwestycyjne w samorządach spadły nawet o 57% r/r. Naszym zdaniem ma to związek z okresem przejściowym między wykorzystaniem środków z dwóch perspektyw finansowych UE oraz być może także z paraliżem decyzyjnym w związku z wymianą kadr w administracji publicznej. Jednak prywatne inwestycje również zanotowały spowolnienie – sugerują to niektóre raporty, np. badanie koniunktury NBP, z którego wynika, że firmy opóźniają decyzje inwestycyjne w związku z niepewnością dotyczącą zmian prawnych. Dane z dużych firm (zatrudniających co najmniej 50 osób) wskazują, że najbardziej obniżyły się inwestycje w dostawie wody i gospodarowaniu ściekami, w transporcie i gospodarce magazynowej oraz w energetyce, a więc w obszarach związanych z sektorem publicznym. Z kolei w przetwórstwie inwestycje wzrosły o ok. 9% r/r. Firmy wciąż zgłaszają silny popyt na kredyt inwestycyjny i na pracowników, więc sądzimy, że spowolnienie jest tymczasowe. Tym bardziej, że być może jeszcze przed końcem roku nastąpi poprawa wykorzystania środków z nowej perspektywy finansowej UE.

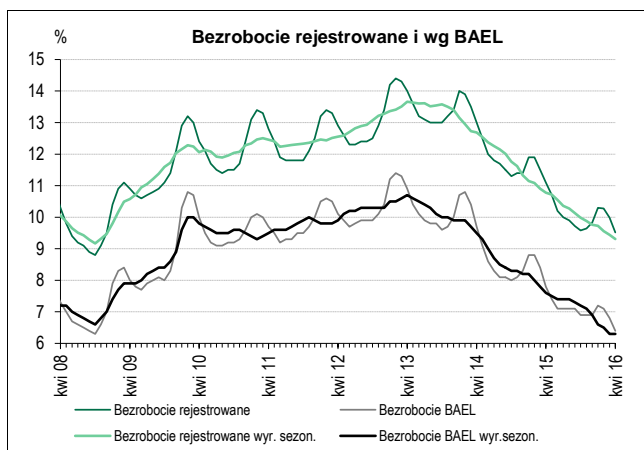
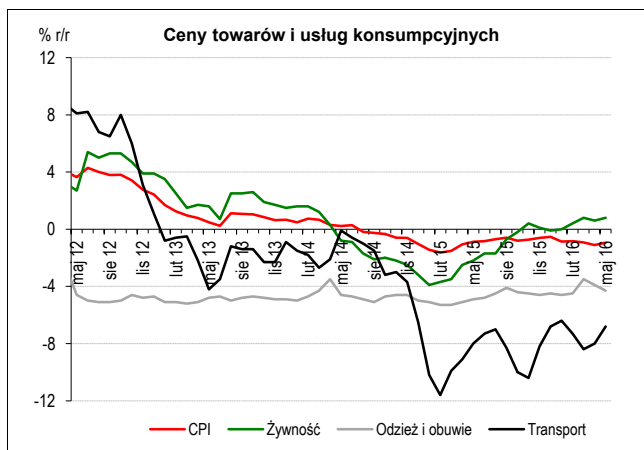
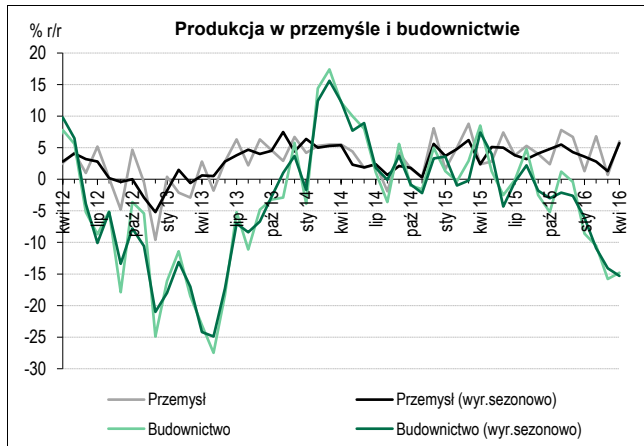
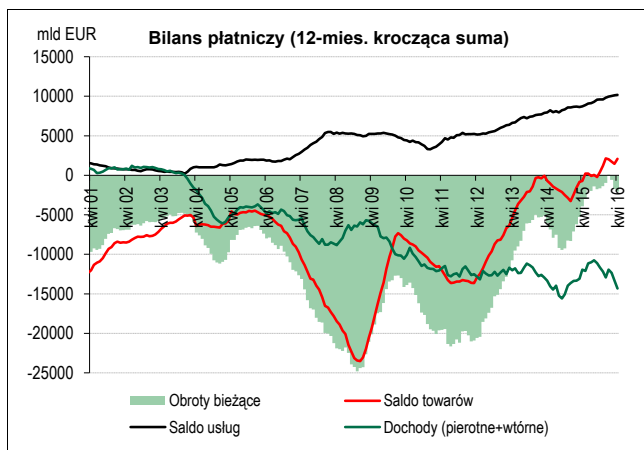
Początek II kw. nie jest jednak szczególnie optymistyczny jeśli chodzi o perspektywy inwestycji: produkcja budowlana spadła o 14,8% r/r w kwietniu i był to najniższy wynik od połowy 2013 r. Spadek produkcji zanotowano we wszystkich sektorach budownictwa, a najmocniejszy w inżynierii lądowej: o 31,5% r/r.

... a konsumpcja pozostała mocna

Konsumpcja prywatna wzrosła w I kw. 2016 r. o 3,2% r/r, czyli w podobnym tempie co w poprzednich kwartałach. Konsumpcji sprzyja dobra sytuacja rynku pracy, która wspiera siłę nabywczą gospodarstw domowych oraz ich skłonność do wydawania. Spodziewamy się przyspieszenia wzrostu konsumpcji indywidualnej w II półroczu do ok. 4-5% r/r w związku z realizacją programu 500+.

Na początku II kw. sprzedaż detaliczna w cenach stałych urosła o 5,5% r/r. Zmienność rocznej dynamiki (w marcu 3,0% r/r) wynikała przede wszystkim z kalendarza świąt. Efekt Wielkanocy obniżył kwietniową dynamikę sprzedaży żywności (4,1% r/r wobec 6,4% r/r w marcu) i w sklepach niewyspecjalizowanych (7,3% r/r wobec 9,7% r/r w marcu), ale wsparł dynamikę sprzedaży odzieży (22,6% r/r wobec 4,2% r/r w marcu) i sprzętów gosp. domowego (15,2% r/r wobec 0,9% r/r w marcu). Bardzo solidny wzrost (najwyższy w tym roku) zanotowano także w sprzedaży samochodów (19,1% r/r).

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, Eurostat, BZ WBK

Eksport słaby w I kw., ale dane kwietniowe sugerują odbicie

▪ W I kw. eksport wzrósł o 6,9% r/r a import o 9,3% r/r. Szybszy wzrost importu zdecydował o pogorszeniu wkładu eksportu netto we wzrost PKB. W I kw. 2016 r. wyniósł on -0,9 punktu proc. wobec -0,1 pp w IV kw. 2015 r. Tempo wzrostu eksportu w I kw. było zaskakująco słabe, biorąc pod uwagę poprawę sytuacji gospodarczej u głównych partnerów handlowych Polski.

▪ Kwietniowe dane o bilansie płatniczym pokazały odbicie eksportu, który wzrósł o 4,8% r/r w euro (i 12,0% w złotych), podczas gdy tempo wzrostu importu pozostało słabe (0,4% r/r w euro i 7,3% w złotych). Te liczby wspierają naszą prognozę, że I kw. był najsłabszym okresem dla eksportu w 2016 r. Spodziewamy się dalszego przyspieszenia eksportu pod wpływem ożywienia gospodarczego w strefie euro. Jednak osłabienie wzrostu w gospodarkach wschodzących może mieć pewien negatywny wpływ na sprzedaż polskich towarów za granicę. Z drugiej strony, tempo wzrostu importu przyspieszy dzięki popytowi krajowemu.

Przemysł w dobrej formie

▪ Przemysł pozostaje jednym z najjaśniejszych punktów w polskiej gospodarce, co utwierdza nas w przekonaniu, że nie należy spodziewać się spowolnienia PKB. Wartość dodana w tym sektorze urosła o 3,3% r/r w I kw. z wkładem 0,8 punktu proc. W kwietniu produkcja przemysłu urosła o 6,0% r/r, powyżej konsensusu. Po wyeliminowaniu wahań sezonowych wzrost produkcji wyniósł 5,7% r/r (wobec 0,8% r/r w marcu) i był to najwyższy odczyt od marca 2015. Dynamika produkcji w przetwórstwie przemysłowym wyniosła 8,3% r/r, najwięcej od grudnia.

▪ Odreagowanie dynamiki produkcji na początku II kw. potwierdza nasze przypuszczenia, że w warunkach niezłego wzrostu strefy euro i dość słabego kursu złotego mało prawdopodobne jest trwale i dotkliwe spowolnienie w polskim przemyśle, który czerpie znaczną część zamówień z krajów UE. Wśród działów przemysłu rozwijających się najszybciej w kwietniu nadal na czele były te, kierujące znaczną część swojej produkcji na eksport – m.in. produkcja mebli (18,4% r/r), pojazdów samochodowych (12,5%), wyrobów z metali (11,8%), komputerów i elektroniki (11,3%).

Deflacja może utrzymać się do IV kw. 2016

▪ Stopa inflacji w maju wyniosła -0,9% r/r, wobec wstępnego szacunku -1,0% r/r i kwietniowego odczytu -1,1% r/r. Największym zaskoczeniem dla nas był lekki spadek cen żywności (-0,1% m/m, zapewne głównie ze względu na spadek cen warzyw), ponieważ nasze dane sugerowały, że maj był piątym z rzędu miesiącem ich umiarkowanego wzrostu. Największy wzrost w porównaniu z kwietniem zanotowały ceny paliw (4,2% m/m), ze względu na wyższe ceny ropy i słabszego złotego. W czerwcu ceny paliw ponownie wzrosły, choć dynamika podwyżek zaczęła wyraźnie słabnąć w ostatnich dniach. W pozostałych kategoriach nie było niespodzianek – dynamika cen większości towarów i usług jest dość stabilna lub zgodna z wzorcem sezonowym (np. ceny odzieży i obuwi lekko spadły). Inflacja bazowa wyniosła w maju -0,4% r/r, tyle samo co w kwietniu i nadal sygnalizuje całkowity brak presji cenowej. Naszym zdaniem deflacja w Polsce może utrzymać się aż do IV kwartału br. Jednak dla RPP nie będzie to raczej wystarczający argument za obniżką stóp, o ile nie nastąpi dalsze spowolnienie tempa wzrostu PKB (a tego się nie spodziewamy).

Podaż pieniądza pokazuje lekkie spowolnienie w kredytach

▪ Wzrost podaży pieniądza M3 wyniósł w maju 11,5% r/r, bez większych zmian wobec kwietnia. Wzrost kredytów nieco spowolnił (z 6,8% r/r do 5,2% r/r), głównie ze względu na efekt kursowy.

Rynek pracy na najwyższym biegu

Rynek pracy jest wciąż w formie, bezrobocie rekordowo niskie, a liczba ofert pracy pozostaje wysoka. Gospodarka osiąga stan pełnego zatrudnienia, spodziewamy się zatem spowolnienia wzrostu liczby etatów i przyspieszenia wzrostu plac.

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragmenty czerwcowego komunikatu RPP

W Polsce w I kw. br. nastąpiło obniżenie dynamiki PKB. Do spowolnienia wzrostu gospodarczego przyczynił się głównie spadek inwestycji związany częściowo z zakończeniem realizacji projektów współfinansowanych ze środków unijnych w ramach poprzedniej perspektywy budżetowej. Jednocześnie wzrost popytu konsumpcyjnego pozostał stabilny, czemu sprzyjało rosnące zatrudnienie, poprawa nastrojów konsumentów oraz wzrost kredytu dla gospodarstw domowych. Biorąc pod uwagę utrzymującą się dobrą sytuację finansową firm i wysokie wykorzystanie ich zdolności produkcyjnych, spadek inwestycji – a zatem również osłabienie wzrostu gospodarczego – na początku br. był prawdopodobnie przejściowy. Zwiększenie wydatków konsumpcyjnych związane z uruchomieniem Programu „Rodzina 500plus” będzie oddziaływało w kierunku wzrostu dynamiki PKB w kolejnych kwartałach. Czynnikiem ryzyka dla krajowej aktywności gospodarczej pozostaje natomiast niepewność dotycząca koniunktury za granicą.

Ze względu na ujemną lukę popytową, a także umiarkowaną dynamikę przeciętnych nominalnych wynagrodzeń, w gospodarce nie ma obecnie presji inflacyjnej. Roczna dynamika cen konsumpcyjnych oraz cen produkcji pozostają ujemne. Do spadku cen przyczyniają się nadal głównie czynniki zewnętrzne, w szczególności wcześniejszy silny spadek cen surowców na rynkach światowych oraz niska dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki. Towarzyszą temu bardzo niskie oczekiwania inflacyjne. Utrzymująca się deflacja nie wywiera jak dotąd negatywnego wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych.

W ocenie Rady w najbliższych kwartałach dynamika CPI pozostanie ujemna ze względu na wcześniejszy silny spadek cen surowców na rynkach światowych. Jednocześnie, po przejściowym spowolnieniu dynamiki PKB na początku roku, w kolejnych kwartałach oczekiwane jest utrzymanie stabilnego wzrostu gospodarczego. Głównym czynnikiem wzrostu pozostanie popyt konsumpcyjny wspierany rosnącym zatrudnieniem, prognozowanym przyspieszeniem płac oraz zwiększeniem świadczeń społecznych. Jednocześnie źródłem niepewności dla gospodarki – w tym dla kształtowania się cen – pozostaje ryzyko pogorszenia koniunktury na świecie oraz wahania cen surowców.

Rada podtrzymuje ocenę, że w świetle dostępnych danych i prognoz obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Współczynniki adekwatności rezerw walutowych dla Polski

	Rezerwy w miesiącach importu	Rezerwy do podaży pieniądza	Rezerwy do krótkoterm. zadłużenia zagr.	ARA*
Poziom zalecany	>3	>20%	>100%	100-150%
2015	5.2	32%	99%	117%
Symulacja (1)	2.9	18%	58%	73%
Symulacja (2)	2.9	18%	56%	66%

*ARA (Assessing Reserve Adequacy): współczynnik adekwatności rezerw stosowany przez MFW, będący relacją wartości rezerw walutowych do sumy 30% krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego, 10% innych zagranicznych zobowiązań portfelowych, 5% podaży pieniądza i 10% eksportu;

Symulacja (1) – wariant zakładający, że wartość polskiego długu zagranicznego obniża się po przewalutowaniu portfela kredytów mieszkaniowych w skali odpowiadającej wartości przewalutowanych kredytów;

Symulacja (2) – wariant zakładający, że wartość polskiego długu zagranicznego nie zmienia się istotnie po przewalutowaniu portfela kredytów mieszkaniowych;

Prawdopodobnie rzeczywisty scenariusz będzie wariantem pośrednim pomiędzy symulacją (1) i (2).

Współczynnik adekwatności rezerw walutowych ARA w krajach CEE

	2014	2015
Polska	114	117*
Czechy	100	-
Węgry	136	114
Rumunia	150	158

* szacunek BZ WBK

Źródła: NBP, MFW, BZ WBK

Stopy procentowe bez zmian na ostatnim posiedzeniu M.Belki

▪ Zgodnie z oczekiwaniami w czerwcu Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe bez zmian. Ton komunikatu nie uległ istotnym zmianom w stosunku do maja, a jego kluczowe fragmenty zostały dokładnie powtórzone. Główny przekaz pozostał ten sam – deflacja nie wywołuje negatywnych efektów, spowolnienie tempa wzrostu PKB w I kw. (a zwłaszcza inwestycji) było przejściowe, a bieżący poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu.

▪ Prezes NBP Marek Belka powiedział, że Rada analizowała na posiedzeniu różne scenariusze ekonomiczne, ale jej członkowie nie są zbyt niepokojeni perspektywami polskiej gospodarki. Belka dodał, że czynnikiem, który mógłby skłonić RPP do zastanowienia nad poluzowaniem polityki pieniężnej byłoby pogorszenie wyników finansowych firm, ale zjawisko to obecnie nie występuje.

... i powinni pozostać bez zmian po nominacji Glapińskiego

▪ Czerwcowe posiedzenie RPP było ostatnim pod przewodnictwem prezesa NBP Marka Belki. 10 czerwca Sejm poparł kandydaturę Adama Glapińskiego na stanowisko nowego szefa banku centralnego, a jego zaprzysiężenie zaplanowano na 21 czerwca.

▪ W ostatnim czasie rynkowe oczekiwania obniżek stóp procentowych w Polsce wyraźnie osłabły i nie oczekujemy istotnej zmiany perspektyw polityki pieniężnej po mianowaniu nowego prezesa NBP. Adam Glapiński podkreślał w ostatnich wywiadach, że polityka pieniężna w Polsce powinna pozostać konserwatywna i ostrożna i nie ma powodów aby zmieniać coś, co dobrze działa. Zadeklarował też, że będzie namawiał innych członków RPP do utrzymania stóp bez zmian do czasu aż powróci presja inflacyjna.

▪ Odnosząc się do kwestii kredytów walutowych Glapiński powiedział, że jego zdaniem nie ma ekonomicznych przesłanek aby zajmować się tą kwestią, a jedynie polityczne. Dodał też, że bank centralny jest „siłą rzeczy włączony” w ten temat, bowiem ma dbać m.in. o stabilność sektora bankowego i jeśli posłowie przyjmą ustawę, która będzie wymagać zaangażowania NBP, to bank się zaangażuje. Jego zdaniem, przewalutowanie kredytów walutowych – niezależnie od tego czy dokonane na rynku czy w NBP – zdestabilizuje złoto.

Rezerwy walutowe – wysokie czy niskie?

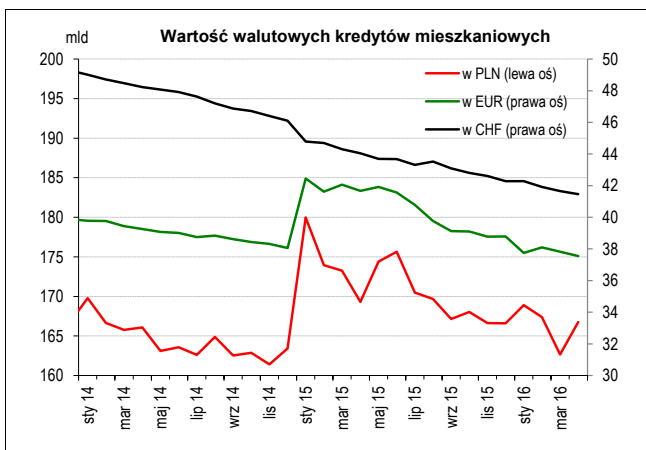
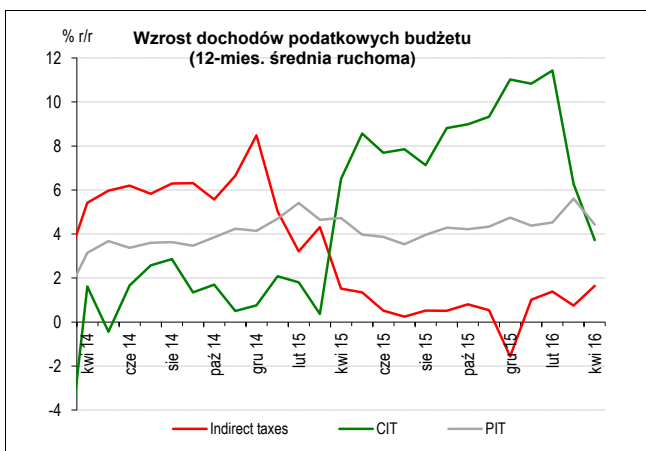
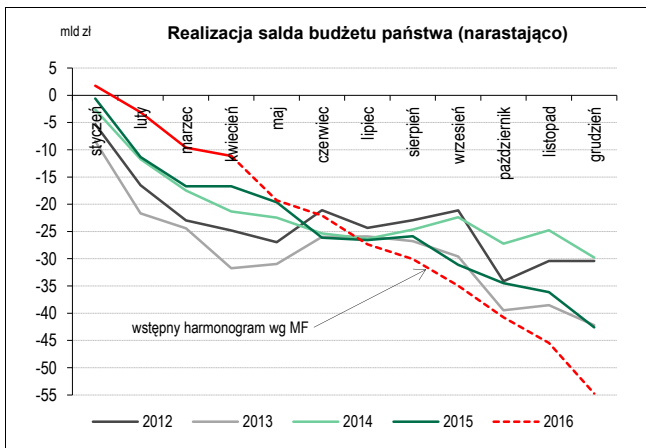
▪ Wartość oficjalnych rezerw walutowych Polski wzrosła na koniec maja do 97 mld €. Poziom polskich rezerw uważany jest za bezpieczny – współczynniki adekwatności rezerw na koniec 2015 r. kształtowały się na poziomach powyżej wartości rekomendowanych przez MFW jako odpowiednie (patrz tabela obok). Pojawiające się propozycje zaangażowania NBP w operację przewalutowania kredytów mieszkaniowych skłaniają jednak do zastanowienia czy nie uszczupliłoby to nadmiernie poziomu rezerw.

▪ Całkowita wartość kredytów mieszkaniowych w walutach obcych to ok. 38 mld € (stan na koniec kwietnia). Jeśli dojdzie do przewalutowania kredytów, banki będą musiały dokonać zakupu walut obcych w celu domknięcia pozycji walutowych. Gdyby miały w całości zakupić waluty w NBP zamiast na rynku, wartość rezerw mogłaby się obniżyć aż o 40%. Symulację wpływu takiej operacji na współczynniki adekwatności rezerw (wg stanu na koniec 2015 r.) przedstawiliśmy w tabeli obok. Jak widać, wskaźniki obniżają się w takim scenariuszu wyraźnie poniżej poziomów uważanych za bezpieczne.

▪ Wg naszych szacunków kwota o którą mogłyby się obniżyć rezerwy walutowe, aby nie zejść poniżej referencyjnego poziomu 100% wskaźnika ARA to ok 12-15 mld €.

▪ Warto pamiętać, że Polska ma dostęp do tzw. elastycznej linii kredytowej (FCL) z MFW o wartości ok. 17 mld €. Dodatkowo, w przypadku uszczuplenia rezerw rząd i NBP mogą zdecydować się aby całość napływających w przyszłości środków z UE wymienić poza rynkiem, co pozwoli na ich szybszą odbudowę.

Pod lupą: polityka fiskalna



	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	10.06	zmiana od 10.05.16	zmiana od 31.12.15	10.06	zmiana od 10.05.16	zmiana od 31.12.15
Polska	308	16	78	85	-1	10
Czechy	46	12	50	41	0	-9
Węgry	334	4	55	139	-7	-25
Grecja	745	-27	-26	826	-366	-165
Hiszpania	144	-2	29	93	9	6
Irlandia	72	-5	19	59	-1	22
Portugalia	312	-7	122	257	13	97
Włochy	131	-2	34	124	9	34
Francja	37	0	2	35	-1	11
Niemcy	-	-	-	18	1	6

Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, Eurostat, GUS, NBP, BZ WBK

Lepsze wpływy podatkowe w kwietniu

Po 4 miesiącach roku deficyt budżetu wyniósł 11,1 mld zł, tj. 20,3% rocznego planu. Wpływy podatkowe wyniosły 90,3 mld zł po 4 miesiącach i 25,5 mld zł w samym kwietniu, co oznacza pewną poprawę, szczególnie w podatkach pośrednich. Dochody z VAT w kwietniu były o ok. 1% wyższe niż rok wcześniej, po dwóch miesiącach znacznych spadków r/r. W kolejnych miesiącach możliwe jest dalsze ożywienie, ponieważ wypłaty z „500+” zwiększą wydatki konsumentów. Wpływy z podatku bankowego po kwietniu wyniosły 725 mln zł, co sugeruje możliwy ubytek ok. 1,8 mld zł w całym roku w porównaniu z planem. Nadal nie widzimy dużego ryzyka dla tegorocznego deficytu, ponieważ niższe dochody z podatków sektorowych będą zastąpione większą wypłatą z NBP.

Znacznie większa niewiadoma dotyczy budżetu na 2017 r. Agencja Fitch ostrzegła niedawno, że rozluźnienie polityki fiskalnej, które pogorszyłoby ścieżkę długu publicznego, osłabienie wiarygodności polityki gospodarczej lub wyników gospodarki mogłoby być powodem negatywnej decyzji ratingowej (najbliższy przegląd ratingu 15 lipca).

Kredyty walutowe – wciąż więcej pytań niż odpowiedzi

7 czerwca odbyła się konferencja zespołu ekspertów prezydenta Dudy podsumowująca ich prace nad nową propozycją dotyczącą kredytów walutowych. Niestety informacje przedstawione na konferencji nie rozwiązały wątpliwości nt. tego jakie będą ostateczne decyzje w tej sprawie i jaki może być ich wpływ na system finansowy i gospodarkę.

Naszym zdaniem można wymienić kilka aspektów przedstawionych propozycji, które mogą być pozytywne dla rynku: (1) konwersja kredytów ma być dobrowolna, (2) ma dotyczyć tylko kwot pozostałych do spłaty a nie oryginalnych, (3) ma być oparta na różnych formułach kursu 'sprawiedliwego' a nie na kursie z dnia wzięcia kredytu, (4) niewykluczone, że będą kryteria ograniczające możliwość konwersji, (5) stosunkowo krótki okres na decyzję klienta, (6) stabilność sektora bankowego ma być zapewniona przez rozłożenie kosztów w czasie, (7) nie było mowy o karnych odsetkach za nienależne spready walutowe.

Niestety, szeroki wachlarz pokazanych rozwiązań i brak szczegółów technicznych sprawia, że ocena skutków propozycji jest praktycznie niemożliwa na tym etapie. W czasie konferencji eksperci sugerowali koszt propozycji na poziomie 30-40 mld zł, rozłożony w czasie na 30 lat, ale nie znamy szczegółów jak miałyby to wyglądać (niejasna koncepcja 'sekurytyzacji'). Dodatkowo, eksperci sugerowali, że nie przewidują zaangażowania NBP, BGK czy innych instytucji publicznych. Brakuje więc wyjaśnienia jak uniknąć wpływu przewalutowania kredytów na kurs złotego – przewalutowanie sporej części portfela kredytów walutowych rozłożone w stosunkowo krótkim czasie musiałoby skutkować osłabieniem złotego, gdyby banki miały wymieniać walutę na rynku, nie w NBP.

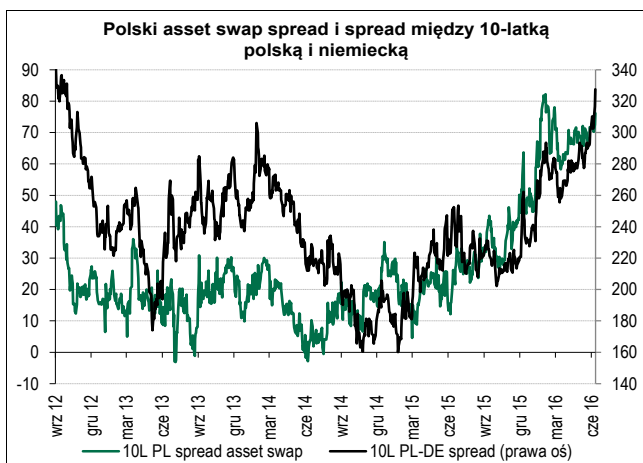
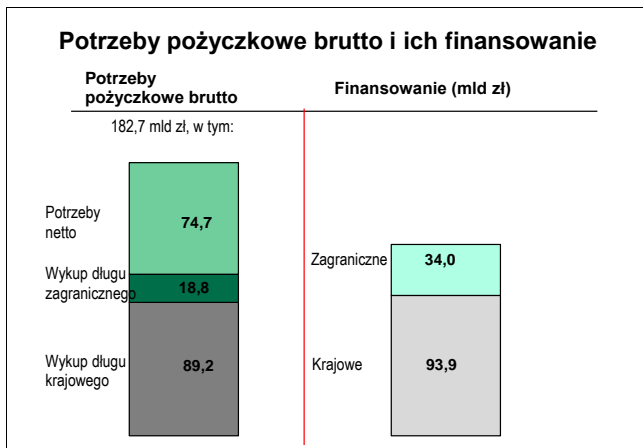
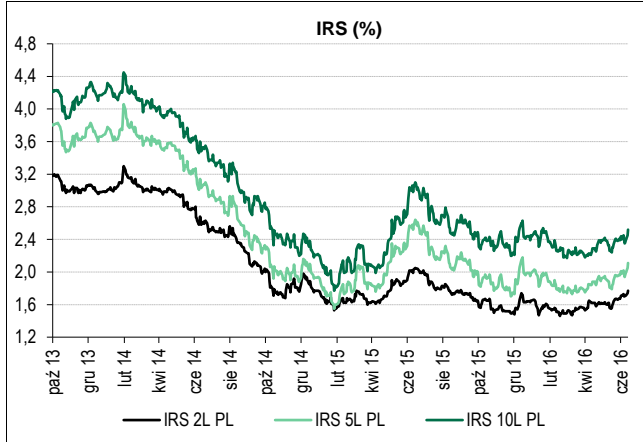
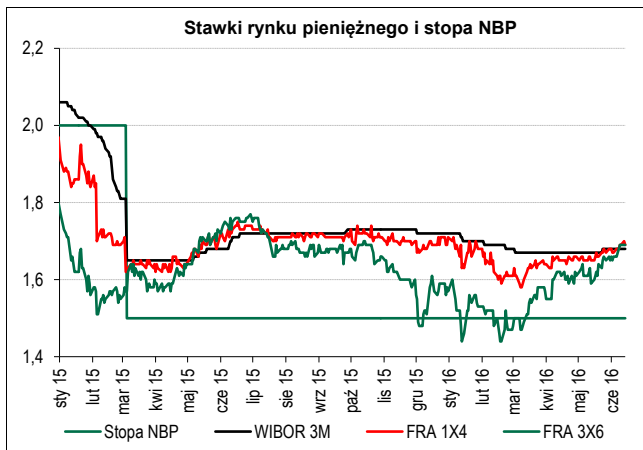
Dalsze prace nad projektem przejmie teraz Kancelaria Prezydenta, która ma wysłać jego finalną wersję do parlamentu wczesnym latem. Można się więc spodziewać, że niepewność związana z kształtem ostatecznego rozwiązania będzie wisiła nad rynkiem jeszcze przez wiele tygodni.

Premia za ryzyko dla długu peryferii i CEE pozostaje wysoka

Bazowe rynki długu umocniły się znacząco w pierwszej dekadzie czerwca w efekcie spadku oczekiwań na podwyżki stóp przez Fed w najbliższych miesiącach po słabych danych z rynku pracy w USA oraz wzrostu popytu na bezpieczne aktywa w obawie o wynik referendum w Wielkiej Brytanii. Z drugiej strony premia za ryzyko dla długu krajów peryferii oraz CEE pozostała na wysokim poziomie o czym świadczyło rozszerzenie spreadu do Bundów w tym okresie.

Spodziewamy się zmiany wyceny na rynku długu po czwartkowym posiedzeniu FOMC (m.in. w wyniku publikacji nowych projekcji CPI i PKB) oraz po publikacji wyników referendum w Wielkiej Brytanii.

Rynek stopy procentowej



Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Stawki WIBOR wyższe bo inwestorzy nie wierzą w obniżki stóp

▪ Początek czerwca przyniósł wzrost stawek WIBOR o 1-3 pb (oprócz stawki 3M) po stabilnym maju. Był to efekt wciąż jastrzębiej retoryki RPP oraz dobrych danych makro z gospodarki. Tymczasem stawki FRA kontynuowały wzrost – krzywa przesunęła się w górę o kolejne 1-6 pb, po wzroście o 2-10 pb w maju.

▪ Bieżące poziomy stawek FRA wyraźnie wskazują, że inwestorzy wycofali się z oczekiwań na obniżki stóp w dalszej części roku. Co więcej, krzywa FRA sugeruje względnie stabilny poziom WIBOR 3M w perspektywie kolejnych 21 miesięcy.

▪ W naszej ocenie, wycena FRA będzie zależała od napływających danych makro. Sądzymy, że dalsza poprawa na rynku pracy (z przyspieszeniem wzrostu płac) wraz z przyzwoitym wzrostem produkcji i sprzedaży detalicznej będą wywierały presję na wzrost FRA, głównie na dłuższe terminy (powyżej 12M). Z drugiej strony oczekujemy, że stawki WIBOR pozostaną względnie stabilne w nadchodzących tygodniach/miesiącach.

Krzywe bardziej płaskie, premia za ryzyko wysoka

▪ Krajowy rynek stopy procentowej umocnił się na początku czerwca po wzroście stawek IRS/rentowności obligacji w maju. To wynikało z umocnienia rynków bazowych w wyniku spadku oczekiwań na obniżki stóp przez Fed w najbliższych miesiącach po słabych danych z rynku pracy w USA. Dodatkowym wsparciem dla rynku był silny popyt na aukcji (szczegóły poniżej). Rentowność 10-latką obniżyła się do 3,05% z ok. 3,20% jednak to umocnienie było krótkotrwałe, bowiem na obawy o wyjście Wielkiej Brytanii w UE pogorszyły nastroj na rynku i w efekcie 10-letnia polska rentowność wzrosła do prawie 3,30%.

▪ W wyniku umocnienia niemieckich obligacji dzięki wzrostowi popytu na bezpieczne aktywa (i spadku 10-letniej rentowności poniżej zera pierwszy raz w historii) i osłabienia polskiego długu 10-letni spread do Bunda wzrósł do 330 pb (najwyżej od IV kw. 2012 r.).

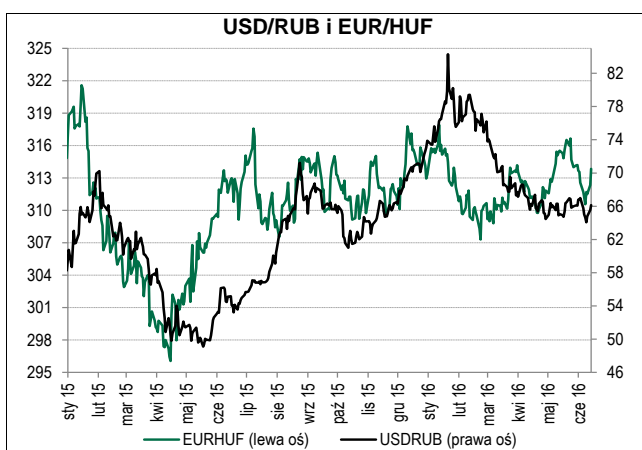
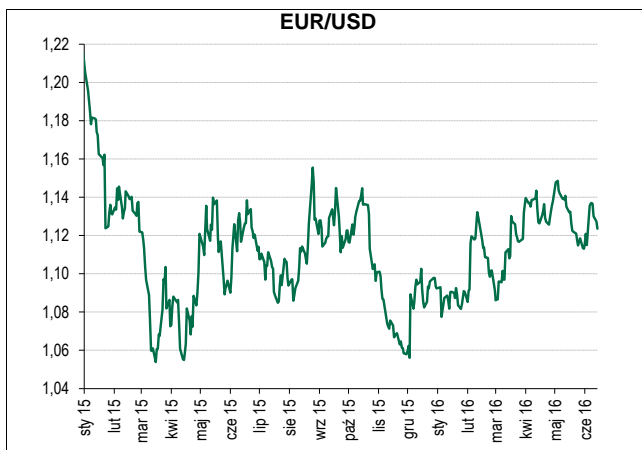
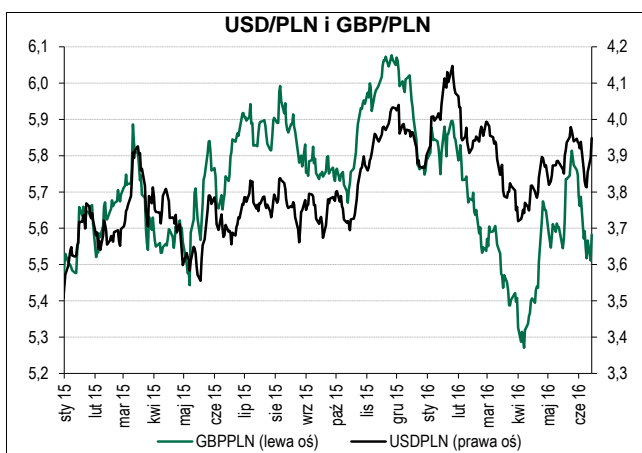
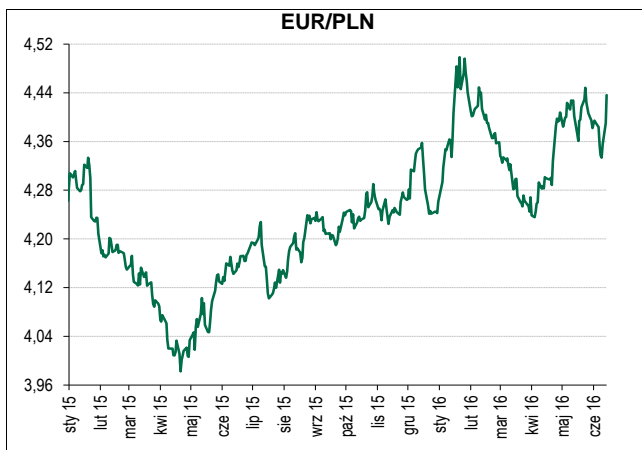
▪ Ministerstwo Finansów z sukcesem uplasowało obligacje OK1018 i DS0726 na jedynej w czerwcu aukcji regularnej. Tak jak oczekiwaliśmy resort finansów zawęził ofertę do 3-4 mld zł z 3-6 mld zł pierwotnie planowanej oraz popyt na aukcji był solidny. W konsekwencji resort finansów nie miał problemów z uplasowaniem całej emisji sprzedając 2-latkę OK1018 za 1,05 mld zł z rentownością 1,708% oraz 10-latkę DS0726 za 3,36 mld zł z rentownością 3,05%. Szacujemy, że po aukcji tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto są już sfinansowane w 70%. Co więcej, wiceminister finansów Piotr Nowak powiedział, że resort finansów jest coraz bliżej emisji obligacji denominowanych w juanie tzw. Panda i może odwołać 1-2 aukcje jeśli nastąpią zawirowania na rynku po wynikach referendum w Wielkiej Brytanii.

▪ Początek czerwca pokazał, że krótki koniec krzywej obligacji znalazł się pod presją. To może wynikać z faktu, że popyt ze strony banków na krótkoterminowe obligacje (efekt podatku bankowego) powoli się wyczerpuje. Warto zauważyć, że nadpłynność sektora bankowego znacząco spadła w ostatnim okresie.

▪ Dla środka i długiego końca krzywych kluczowe są czynniki globalne, co zwiększa wagę czerwcowego posiedzenia FOMC. Z uwagi na rozczarowujący wzrost PKB i niekorzystny majowy raport o rynku pracy w USA możliwe, że Fed przesunie podwyżkę stóp co najmniej na lipiec, co jest już wyceniane przez rynki. W efekcie tylko gołębia retoryka FOMC może wesprzeć krajowe aktywa w krótkim okresie. Czynniki ryzyka tak krajowe (wiadomości o prezydenckim projekcie ustawy o konwersji walutowych kredytów hipotecznych), jak i zagraniczne (wynik referendum w Wielkiej Brytanii) będą w dalszym ciągu wpływać na polski rynek stopy procentowej. Sądzymy, że zwiększą one zmienność na rynku, wywierając presję na wzrost rentowności/stawek IRS do momentu ich wyjaśnienia. Wskutek tego spread do Bunda pozostanie na podwyższonym poziomie z uwagi na utrzymujące się wysokie ryzyko polityczne i fiskalne w Polsce.

▪ Pozostajemy mniej optymistyczni co do perspektyw rynku długu w perspektywie do końca roku oczekując wzrostu rentowności i IRS w wyniku podwyżki stóp przez Fed i dobrych danych ze strefy euro.

Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Czynniki ryzyka wciąż aktualne

W zeszłym miesiącu napisaliśmy, że jesteśmy raczej pesymistyczni jeśli chodzi o potencjał do aprecjacji złotego i wciąż jesteśmy ostrożni odnośnie do perspektyw na najbliższe tygodnie. Chociaż lato jeszcze się nie zaczęło, to nadchodzący okres może być dość gorący dla polskiej waluty z powodu zarówno krajowych jak i zewnętrznych czynników.

Eksperti prezydenta Andrzeja Dudy przedstawili swoje pomysły nt. przewalutowania hipotecznych kredytów walutowych, ale nie zmniejszyło to niepewności odnośnie do finalnego kształtu ustawy i jego wpływu na gospodarkę i sektor finansowy. Kancelaria Prezydenta zajmie się teraz przygotowaniem projektu ustawy, który ma być złożony w Sejmie na początku lata. Z powodu wakacyjnej przerwy, prace w Parlamencie rozpoczną się jednak zapewne dopiero na jesieni i niepewność dotycząca kształtu ostatecznego rozwiązania może ciążyć polskim aktywom w nadchodzących tygodniach.

Tymczasem w lipcu w centrum uwagi znaleźć się może ponownie polityka fiskalna, bowiem swoje decyzje nt. polskiego ratingu ogłosić mogą agencje S&P (1 lipca) i Fitch (15 lipca). Poza tym, pojawić się mogą nowe informacje nt. przyszłorocznego budżetu.

Kolejne publikacje krajowych danych powinny być umiarkowanie pozytywne dla złotego, bowiem potwierdzą stopniowe przyspieszenie tempa wzrostu PKB, co z kolei obniży szanse na obniżki stóp NBP. Z drugiej strony, nie sądzimy, aby okoliczności te przeważały nad czynnikami ryzyka.

Jeśli chodzi o otoczenie zewnętrzne, niepewność odnośnie do terminu podwyżki stóp Fed też ciąży na rynkach wschodzących. Dodatkowo, potencjał do umocnienia ryzykownych aktywów ograniczany może być w krótkim terminie przez perspektywę referendum w Wielkiej Brytanii.

W krótkim terminie dolar może zyskać

Perspektywy dla polityki pieniężnej w USA pozostały kluczowym czynnikiem wpływającym na EURUSD. Po rozczarujących danych o miesięcznym wzroście zatrudnienia poza rolnictwem – po których szanse na czerwową podwyżkę stóp Fed spadły w ocenie rynku do zera – kurs wzrósł gwałtownie powyżej 1,14 z 1,115.

W tym miesiącu uwaga rynku może się przenieść do Europy gdzie Wielka Brytania będzie głosowała nad członkostwem w UE.

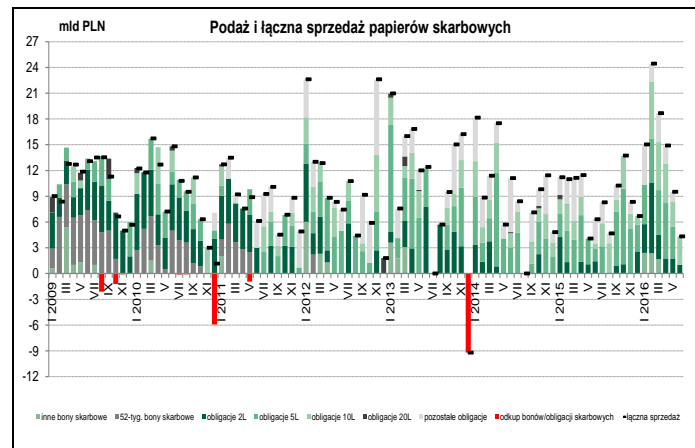
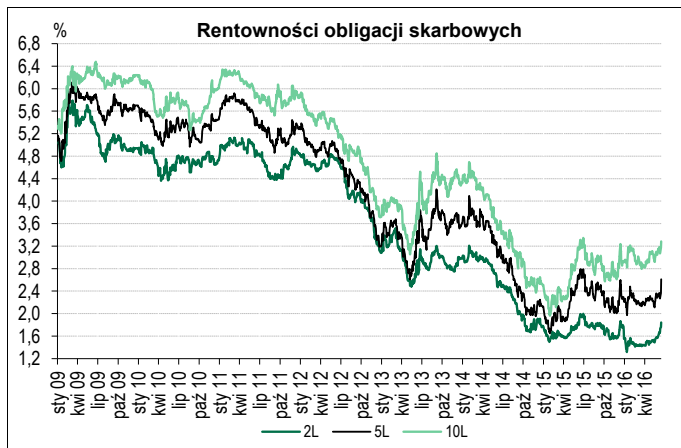
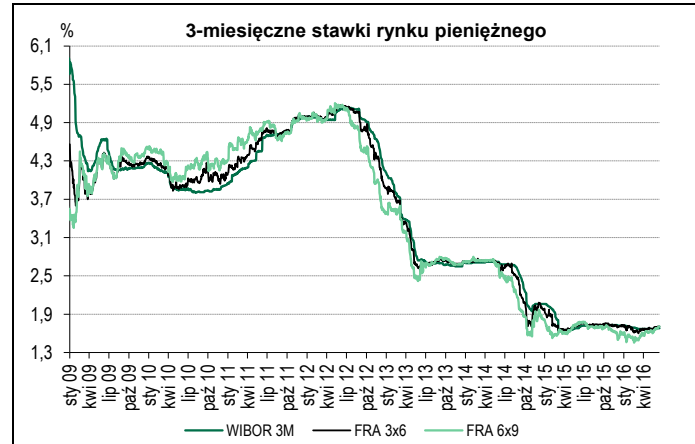
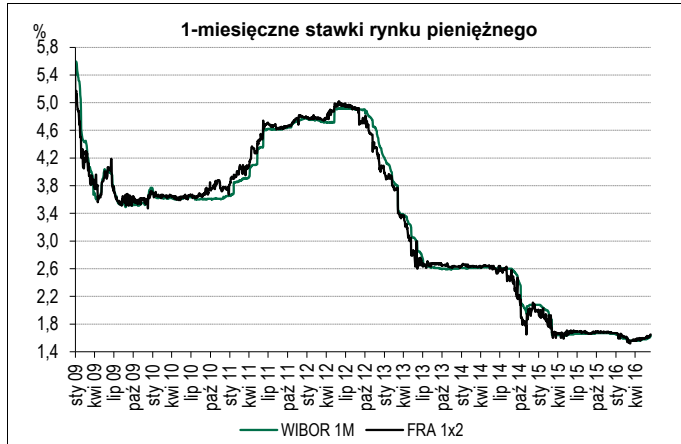
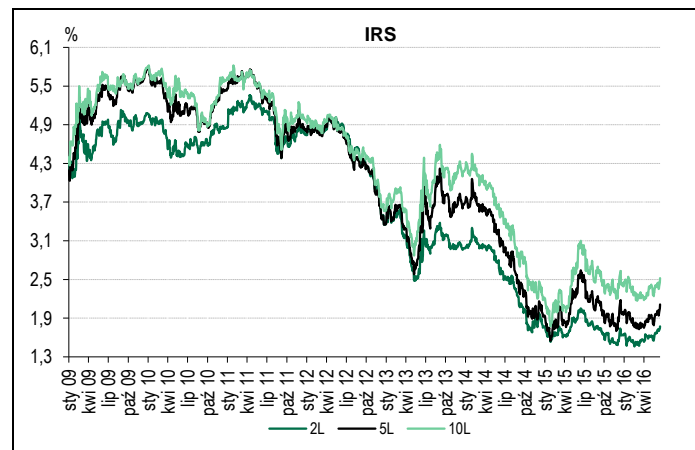
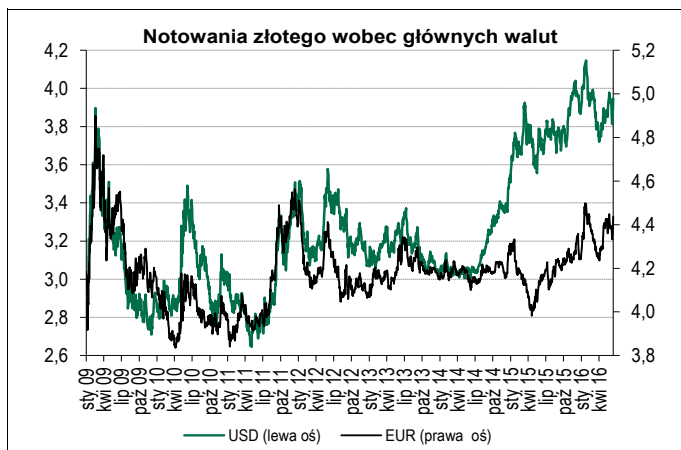
Choć widzimy ryzyko korekty w dół w krótkim terminie, nadal sądzimy, że w dalszej części roku EURUSD będzie rósł bowiem wygląda na to, że europejska gospodarka przyspiesza, EBC powstrzyma się zapewne przynajmniej w krótkim terminie z dalszym luzowaniem polityki pieniężnej, a podwyżki stóp Fed będą bardzo stopniowe.

Rubel pod presją polityki pieniężnej

Od końca kwietnia USDRUB spadł jedynie nieznacznie pomimo dalszego wzrostu ceny ropy Brent. Wygląda na to, że jastrzębie głosy z Fed i gołębia retoryka banku centralnego Rosji (CBR) miały największy wpływ na spowolnienie tempa aprecjacji rubla i w naszej ocenie czynniki te mogą się utrzymywać w kolejnych miesiącach.

Pod koniec kwietnia CBR utrzymał stopy procentowe bez zmian, ale ton komunikatu był wyraźnie bardziej gołębi niż w poprzednich miesiącach. Chociaż bank wciąż uważał, że ryzyko dla inflacji jest poważne, to nie wykluczył, że polityka pieniężna może zostać poluzowana na jednym z najbliższych posiedzeń. Cięcie stóp o 50 pb (w tym głównej stopy do 10,5%) w maju nie było więc niespodzianką. Wg nas CBR dość często zmienia nastawienie. Jeszcze w styczniu retoryka banku zmieniła się z gołębiej na jastrzębią i sugerowana była możliwość podwyżek stóp. Moment dokonywania zmian retoryki wskazuje wg nas, że kurs rubla jest istotną zmienną dla banku centralnego Rosji i CBR nie chce dopuścić do zbyt wyraźnego umocnienia waluty, co mogłoby negatywnie wpłynąć na gospodarkę.

Monitor rynku



Przetargi obligacji skarbowych w 2015/2016 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg			Przetarg zamiany			
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	Obligacje	sprzedaż
Czerwiec '16	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	PS0420/DS0725	3000-6000	5852,7			
sierpień	6.08	DS0725/WZ0126	1000-4000	4655,9							
wrzesień	10.09	WZ0126/DS0726	2000-4000	3019,0	24.09	OK0717/PS0420	4000-6000	7214,0			
październik	29.10	OK/PS/DS	5000-8000	8082,0					8.10	DS1015/OK0116	PS0421/DS0726
listopad	26.11	EUR20160201**	Do 1 mld €	730 mln €					19.11	OK0116/PS0416	WZ0120/PS0421/DS0726
grudzień									10.12	OK0116/PS0416	OK0717/PS0421/DS0726
styczeń '16	7.01	PS0421	2500-4500	4555,0	28.01	OK1018/WZ0120/WZ0126	5000-8000	8074,0			
lut	4.02	OK1018/DS0726	4500-7500	9011,2	18.02	WZ0120/PS0421	4000-6000	7210,0			
marzec	3.03	OK1018/DS0726	4000-7000	8387,5					24.03	PS0416/OK0716/PS1016	WZ0120/PS0721/WZ0126
kwiecień	7.04	OK1018/DS0726	3000-6000	6356,6	28.04	WZ0120/PS0721/WZ0126	5000-8000	8534,7			
maj	5.05	OK1018/DS0726	2500-4500	4703,9	25.05	PS0721/IZ0823	2000-4000	4801,7			
czerwiec	9.06	OK1018/DS0726	3000-4000	4321,7					27.06	OK0716/IZ0816/PS1016	Do ogłoszenia

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja odkupu

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
13 czerwca PL: CPI (V) PL: Bilans płatniczy (IV)	14 PL: Podaż pieniądza (V) PL: Inflacja bazowa (V) EZ: Produkcja przemysłowa (IV) US: Sprzedaż detaliczna (V)	15 US: Decyzja FOMC US: Produkcja przemysłowa (V)	16 PL: Płace i zatrudnienie (V) EZ: HICP (V) US: Indeks Philly Fed (VI) US: CPI (V)	17 PL: Produkcja przemysłowa (V) PL: PPI (V) PL: Sprzedaż detaliczna (V) US: Rozpoczęcie budowy domów (V) US: Pozwolenia na budowę (V)
20	21 DE: Indeks ZEW (VI) HU: Decyzja banku centralnego	22 US: Sprzedaż domów (V)	23 PL: Minutes RPP DE: Wstępny PMI – przemysł (VI) EZ: Wstępny PMI – przemysł (VI) US: Sprzedaż nowych domów (V)	24 DE: Indeks Ifo (VI) US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (V) US: Indeks Michigan (VI)
27	28 US: Trzeci szacunek PKB (I kw.) US: Indeks nastrojów konsumentów (VI)	29 US: Dochody osobiste (V) US: Wydatki konsumentów (V) US: Niezakończona sprzedaż domów (V)	30 PL: Oczekiwania inflacyjne (VI) EZ: Wstępny HICP (VI) CZ: Decyzja banku centralnego	1 lipca PL: Decyzja S&P ws. ratingu PL: PMI – przemysł (VI) CN: PMI – przemysł (VI) DE: PMI – przemysł (VI) EZ: PMI – przemysł (VI) US: ISM – przemysł (VI) CZ: PKB (I kw.)
4	5 DE: PMI – usługi (VI) EZ: PMI – usługi (VI) US: Zamówienia przemysłowe (V)	6 PL: Decyzja RPP DE: Zamówienia przemysłowe (V) US: ISM – usługi (VI) US: Minutes FOMC	7 DE: Produkcja przemysłowa (V) US: Raport ADP (V)	8 DE: Eksport (V) CZ: Produkcja przemysłowa (V) HU: CPI (VI) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (VI) US: Stopa bezrobocia (VI)
11 PL: CPI (VI)	12 PL: Inflacja bazowa (VI) CZ: CPI (VI)	13 EZ: Produkcja przemysłowa (V) US: Beżowa księga Fed	14 PL: Bilans płatniczy (V) PL: Podaż pieniądza (VI)	15 PL: Decyzja Fitch ws. ratingu EZ: HICP (VI) US: Sprzedaż detaliczna (VI) US: CPI (VI) US: Produkcja przemysłowa (VI) US: Wstępny Michigan (VII)

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Bloomberg

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2016 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie EBC	21	-	10	21	-	2	21	-	8	20	-	8
Posiedzenie RPP	13-14	2-3	10-11	5-6	12-13	7-8	5-6	-	6-7	4-5	8-9	6-7
Minutes RPP	28	18	17	21	27	23	-	25	22	20	24	22
Szybki szacunek PKB*		12			13			12			15	
PKB*	-	29	-	-	31	-	-	30	-	-	30	-
Inflacja CPI	15	12 ^a	15 ^b	11	12	13	11	12	12	11	14	12
Inflacja bazowa	18		16	12	13	14	12	16	13	12	15	13
Ceny producenta	21	17	17	19	19	17	19	18	19	19	21	19
Produkcja przemysłowa	21	17	17	19	19	17	19	18	19	19	21	19
Sprzedaż detaliczna	21	17	17	19	19	17	19	18	19	19	21	19
Płace brutto, zatrudnienie	20	16	16	18	18	16	18	17	16	18	18	16
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*			31			30			30			
Bilans płatniczy	13	15	15	13	13	13	14	12	13			
Podaż pieniądza	14	12	14	14	13	14	14	12	14			

*dane kwartalne; ^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty. Źródła: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		maj 15	cze 15	lip 15	sie 15	wrz 15	paź 15	lis 15	gru 16	sty 16	lut 16	mar 16	kwi 16	maj 16	cze 16
PMI	pkt.	52,4	54,3	54,5	51,1	50,9	52,2	52,1	52,1	50,9	52,8	53,8	51,0	52,1	52,5
Produkcja przemysłowa	% r/r	2,8	7,4	3,8	5,3	4,0	2,4	7,8	6,7	1,3	6,8	0,7	6,0	5,0	6,5
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	1,3	-2,5	-0,1	4,8	-2,5	-5,2	1,2	-0,4	-8,6	-10,5	-15,8	-14,8	-11,3	-4,5
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	1,8	3,8	1,2	-0,3	0,1	0,8	3,3	4,9	0,9	3,9	0,8	3,2	3,7	3,8
Stopa bezrobocia	%	10,7	10,2	10,0	9,9	9,7	9,6	9,6	9,8	10,3	10,3	10,0	9,5	9,1	8,8
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	3,2	2,5	3,3	3,4	4,1	3,3	4,0	3,1	4,0	3,9	3,3	4,6	4,8	5,9
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	1,1	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2	1,4	2,3	2,5	2,7	2,8	2,8	2,9
Eksport (w euro)	% r/r	7,8	10,6	5,2	8,1	3,0	4,5	12,6	11,5	-0,4	4,7	-0,1	4,8	3,9	8,6
Import (w euro)	% r/r	0,5	10,3	7,3	6,7	5,2	0,2	6,7	3,8	0,3	7,3	1,7	0,4	6,3	6,8
Bilans handlowy	mIn EUR	500	-165	-727	-150	19	252	574	294	548	216	204	520	198	77
Rachunek bieżący	mIn EUR	928	-963	-1 174	-574	-608	-216	395	-603	805	-552	-103	594	1 234	-676
Rachunek bieżący	% PKB	-0,7	-0,4	-0,5	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	-0,4	-0,5	-0,4	-0,4
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-19,6	-26,1	-26,6	-25,9	-31,1	-34,5	-36,1	-42,6	1,8	-3,1	-9,6	-11,1	-19,3	-22,1
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	42,6	56,7	57,7	56,1	67,6	74,8	78,4	92,5	-3,2	5,7	17,5	20,3	35,2	40,3
Inflacja (CPI)	% r/r	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,9	-0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-0,9
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,1
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-2,1	-1,4	-1,8	-2,7	-2,8	-2,3	-1,8	-0,8	-1,2	-1,5	-1,9	-1,2	-0,7	-1,4
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	7,5	8,2	8,5	7,2	8,3	8,9	9,3	9,1	10,2	10,1	9,1	11,6	11,5	11,2
Zobowiązania	% r/r	7,8	8,7	8,8	7,7	8,9	9,2	9,7	9,1	9,9	10,4	9,4	11,6	11,7	11,4
Należności	% r/r	7,7	7,9	7,9	7,6	7,9	7,7	7,0	6,9	6,2	5,8	4,4	6,7	5,0	4,6
EUR/PLN	PLN	4,08	4,16	4,15	4,19	4,22	4,25	4,25	4,29	4,41	4,40	4,29	4,31	4,41	4,37
USD/PLN	PLN	3,66	3,71	3,78	3,77	3,75	3,78	3,96	3,95	4,06	3,96	3,87	3,80	3,90	3,91
CHF/PLN	PLN	3,93	3,98	3,96	3,89	3,86	3,91	3,92	3,96	4,03	3,99	3,93	3,94	3,99	3,97
Stopa referencyjna ^b	%	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 3M	%	1,67	1,70	1,72	1,72	1,72	1,73	1,73	1,72	1,71	1,69	1,67	1,67	1,67	1,68
Rentowność obligacji 2L	%	1,74	1,91	1,82	1,79	1,79	1,65	1,58	1,71	1,46	1,46	1,44	1,48	1,54	1,75
Rentowność obligacji 5L	%	2,38	2,68	2,45	2,40	2,43	2,18	2,10	2,28	2,24	2,26	2,18	2,25	2,24	2,45
Rentowność obligacji 10L	%	2,83	3,20	3,00	2,88	2,91	2,66	2,73	2,93	3,04	3,03	2,88	2,95	3,04	3,20

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	1 656,3	1 719,1	1 790,1	1 856,7	413,1	431,0	437,1	508,4	426,2	439,4	451,8	530,4
PKB	% r/r	1,3	3,3	3,6	3,4	3,6	3,1	3,4	4,3	3,0	3,2	3,6	3,8
Popyt krajowy	% r/r	-0,7	4,9	3,3	3,6	2,9	3,0	3,0	4,5	4,1	2,7	3,7	4,0
Spożycie indywidualne	% r/r	0,2	2,6	3,1	4,0	3,1	3,1	3,1	3,0	3,2	3,5	4,6	4,8
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-1,1	9,8	6,1	1,9	11,8	5,8	4,4	4,4	-1,8	0,5	3,0	3,5
Produkcja przemysłowa	% r/r	2,3	3,4	4,8	4,8	5,3	3,9	4,3	6,0	3,0	5,8	6,2	4,5
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-10,3	4,3	0,3	-3,1	1,4	1,9	0,5	-1,5	-12,2	-9,9	-4,2	7,2
Sprzedż detaliczna ^a	% r/r	2,6	3,1	1,5	5,4	0,7	1,4	0,4	3,2	1,9	3,8	7,7	7,7
Stopa bezrobocia ^b	%	13,4	11,4	9,8	8,6	11,5	10,2	9,7	9,8	10,0	8,8	8,4	8,6
Płace brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	3,4	3,6	3,3	4,5	4,1	3,1	3,0	3,2	3,1	4,9	4,7	5,2
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	-1,1	0,2	0,9	1,9	0,8	0,8	0,9	1,0	1,9	2,0	2,0	1,8
Eksport (w euro)	% r/r	5,7	6,4	8,3	6,6	9,8	9,0	5,3	9,3	1,5	5,7	9,0	10,0
Import (w euro)	% r/r	0,2	8,3	4,9	6,5	3,5	6,2	6,4	3,4	3,2	4,4	8,0	10,0
Bilans handlowy	mIn EUR	-335	-3 255	2 135	2 493	1 651	216	-852	1 120	968	795	-502	1 232
Rachunek bieżący	mIn EUR	-5 031	-8 303	-1 011	-149	900	864	-2 348	-427	150	1 152	-1 864	413
Rachunek bieżący	% PKB	-1,3	-2,0	-0,2	0,0	-1,3	-0,4	-0,4	-0,2	-0,4	-0,3	-0,2	0,0
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-4,0	-3,3	-2,6	-2,8	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	0,9	0,0	-0,9	-0,7	-1,5	-0,9	-0,7	-0,6	-0,9	-1,0	-0,8	0,0
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	0,7	-1,0	-0,5	0,4	-1,5	-0,8	-0,8	-0,5	-1,1	-0,9	-0,5	0,4
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	1,2	0,6	0,3	-0,1	0,4	0,3	0,3	0,2	-0,1	-0,3	-0,2	0,2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,3	-1,5	-2,2	-0,7	-2,7	-2,1	-2,4	-1,6	-1,5	-1,1	-0,1	-0,1
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	6,2	8,2	9,1	5,3	8,7	8,2	8,3	9,1	9,1	8,1	7,1	5,3
Zobowiązania ^b	% r/r	6,6	9,0	9,1	4,7	9,2	8,7	8,9	9,1	9,4	8,3	7,2	4,7
Należności ^b	% r/r	3,5	7,2	6,9	3,1	7,8	7,9	7,9	6,9	4,4	3,4	2,4	3,1
EUR/PLN	PLN	4,20	4,18	4,18	4,37	4,20	4,09	4,19	4,26	4,37	4,36	4,41	4,33
USD/PLN	PLN	3,16	3,15	3,77	3,88	3,72	3,70	3,77	3,90	3,96	3,87	3,90	3,77
CHF/PLN	PLN	3,41	3,45	3,92	3,86	3,93	3,93	3,90	3,93	3,98	3,96	3,85	3,63
Stopa referencyjna ^b	%	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 3M	%	3,02	2,52	1,75	1,68	1,87	1,67	1,72	1,73	1,69	1,67	1,68	1,69
Rentowność obligacji 2L	%	2,98	2,46	1,70	1,61	1,61	1,75	1,80	1,65	1,45	1,59	1,72	1,67
Rentowność obligacji 5L	%	3,46	2,96	2,21	2,34	1,90	2,35	2,43	2,19	2,23	2,31	2,42	2,40
Rentowność obligacji 10L	%	4,04	3,49	2,69	3,17	2,24	2,79	2,93	2,77	2,98	3,07	3,23	3,38

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 14.06.2016 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