

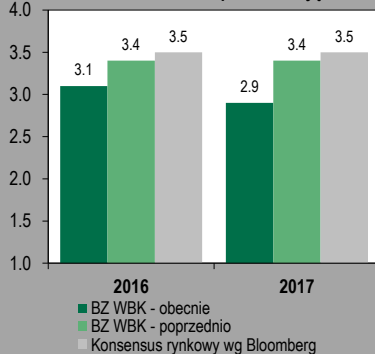
MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

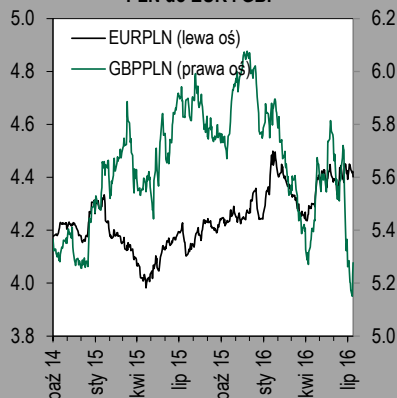
Lipiec-Sierpień 2016

Jeszcze więcej niepewności

Prognozy polskiego PKB na 2016 and 2017 - obecnie i przed rewizją



PLN do EUR i GBP



W tym miesiącu:

Zmiany w OFE, odcinek drugi	2
Gospodarka Polski	3
Pod lupą: polityka pieniężna	5
Pod lupą: polityka fiskalna	6
Rynek stopy procentowej	7
Rynek walutowy	8
Monitor rynku	9
Kalendarz makroekonomiczny	10
Dane i prognozy ekonomiczne	11

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

■ Zamieszanie na rynku po brytyjskim referendum nie trwało długo. Rosnące nadzieje na zwiększenie skali pieniężnej stymulacji przez główne banki centralne zainicjowały umocnienie na rynku długu, co pchnęło rentowności polskich obligacji do kwietniowych minimów a 10-letni spread do Bundu wrócił poniżej 300 pb. Waluty z rynków wschodzących też szybko odrobiły straty, chociaż złoty i inne waluty regionu CEE zyskały mniej niż aktywa z Ameryki Południowej. Mogły za tym stać obawy o spowolnienie wzrostu w Europie i ryzyka wewnętrzne poszczególnych państw naszego regionu.

■ W naszej ocenie ryzyko dla perspektyw gospodarczych dla Polski faktycznie rośnie – tempo wzrostu PKB w latach 2017-2018 może być raczej bliżej 3% niż przewidywanych przez rząd 4%. Słabszy może być już rok 2016, bowiem dane za I kw. rozczarowały (wzrost tylko 3%), a miesięczne odczyty za II kw. wskazują, że końcówka pierwszej połowy roku nie była dużo lepsza. Brexit generuje dodatkowe ryzyko dla polskiej gospodarki bezpośrednio poprzez kanał handlowy z powodu dużej ekspozycji naszej gospodarki na rynek brytyjski (trafia tam 7% naszego eksportu i mamy wysoką nadwyżkę handlową) i pośrednio poprzez ryzyko wolniejszego wzrostu gospodarczego w strefie euro. W związku z powyższym, zrewidowaliśmy w dół nasze prognozy tempa wzrostu polskiego PKB o 0,3-0,4 pkt. proc. w 2016-2017.

■ RPP pozostawiła stopy bez zmian na lipcowym posiedzeniu. Bardziej interesujące były nowe prognozy NBP, które zakładają, że centralna ścieżka projekcji inflacji dociera w 2018 jedynie do 1,5%. Oznacza to, że bank centralny spodziewa się CPI poniżej celu przez jeszcze dwa kolejne lata. Prognozy PKB też zrewidowano w dół – o 0,6 pkt. proc. dla 2016 i 0,2 pkt. proc. dla 2017. Wygląda na to, że członkowie RPP mają bardziej optymistyczne oczekiwania niż prognozy NBP. W naszej ocenie, jeśli kolejne dane potwierdzą, że małe są szanse na znaczne przyspieszenie tempa wzrostu PKB to nasilić się mogą oczekiwania rynku na obniżki stóp, co byłoby korzystne dla krótkiego końca krzywej. Rynek FRA już zaczął wyceniać rosnące szanse na cięcia stóp. Następne posiedzenie RPP będzie miało miejsce we wrześniu, po publikacji danych o wzroście PKB w II kw., ale nie sądzimy, by obniżka stóp miała nastąpić tuż po wakacjach. W listopadzie dostępne jednak będą nowe prognozy NBP i jeśli potwierdzą scenariusz wolniejszego wzrostu (zgodnie z naszą prognozą), to w środowisku bezinflacyjnym Rada może rozważyć obniżki stóp. Polski bank centralny nie jest znany z działania z wyprzedzeniem, ale sądzimy że na przełomie 2016 i 2017 stopy procentowe mogą zostać obniżone o 50 pb.

■ Proces decyzyjny RPP komplikować może osłabienie złotego i ryzyko przewalutowania kredytów hipotecznych. Druga kwestia jest wciąż aktualna i chociaż szef Komitetu Stałego RM powiedział ostatnio, że projekt wymaga konsultacji z KNF (aby ograniczyć ryzyko dużych strat dla banków), to i tak niepewność związana z finalnym kształtem ustawy powinna ograniczać potencjał aprecjacyjny złotego. Dodatkowo, niższy wzrost gospodarczy i ryzyka po stronie fiskalnej (choć kwota wolna od podatku nie zostanie zwiększona od początku 2017) powinny również utrzymywać EURPLN na poziomach wyższych niż się do tej pory spodziewaliśmy.

■ Rząd przedstawił plan kolejnej reformy systemu emerytalnego (szczegóły na stronie 2). Wywołało to chwilową negatywną reakcję rynku, ale przedstawione propozycje są na pewno mniej szkodliwe niż wielu mogło się obawiać (brak nacjonalizacji). W krótkim terminie, skutki reformy będą wg nas neutralne dla złotego i obligacji.

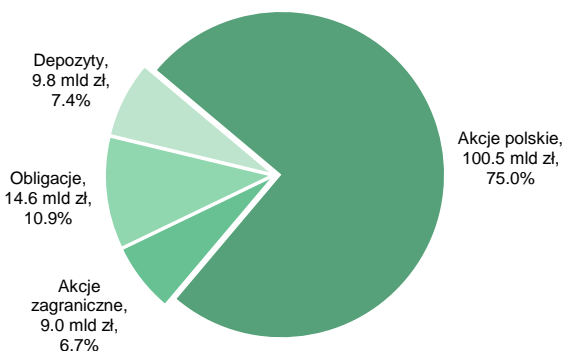
Na rynku finansowym 13 lipca 2016 r.:

Stopa depozytowa NBP	0,50	WIBOR 3M	1,71	EURPLN	4,4016
Stopa referencyjna NBP	1,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	1,66	USDPLN	3,9809
Stopa lombardowa NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	2,21	CHFPLN	4,0324

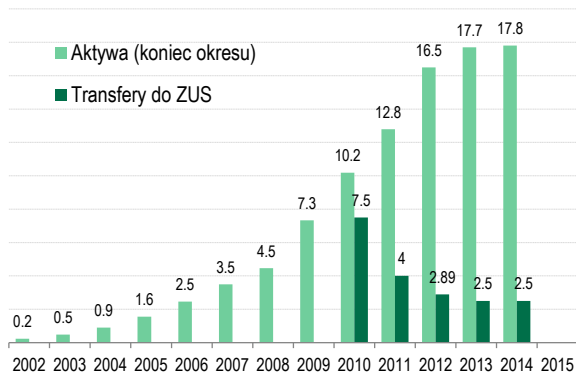
Raport został oparty na informacjach dostępnych do 13.07.2016 r.

Zmiany w OFE, odcinek drugi

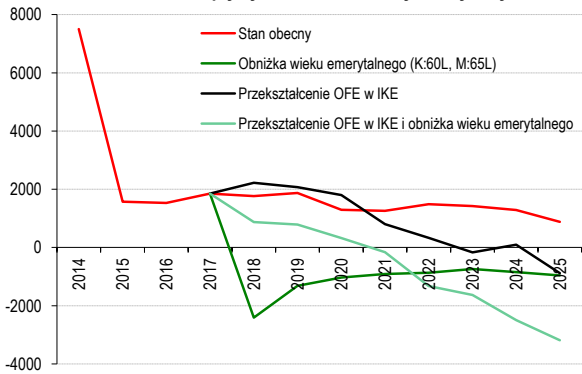
Struktura portfela inwestycyjnego OFE wg stanu na 30.06.2016



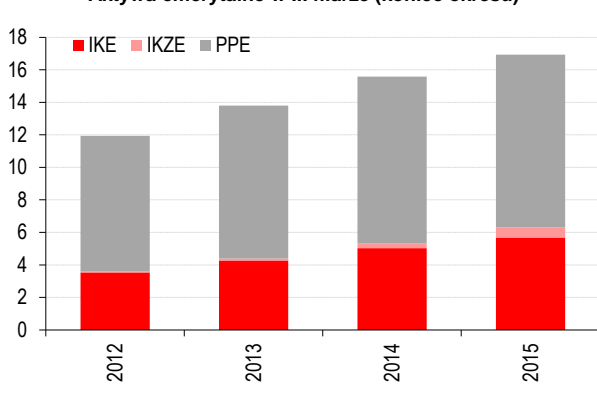
FRD - aktywa i transfery do ZUS



Szacowane wpływy netto do funduszy emerytalnych



Aktywa emerytalne w III filarze (koniec okresu)



Źródła: KNF, ZUS, Ministerstwo Rozwoju, BZ WBK

Rząd zaproponował nowe zmiany w systemie emerytalnym

Ministerstwo Rozwoju zaprezentowało swój projekt zmian w systemie emerytalnym, który planowo mógłby wejść w życie na przełomie 2017 i 2018. Plan zakłada realokację aktywów OFE – 134 mld zł na koniec czerwca.

75% (100,5 mld zł) aktywów OFE – te zainwestowane w polskie akcje – zostaną przeniesione do IKE. Przypominamy, że IKE to dobrowolny i prywatny filar systemu emerytalnego, w przeciwieństwie do publicznego charakteru OFE. IKE nie zostały dotychczas dużej popularności a ich aktywa to poniżej 6 mld zł. Oceniamy tę zmianę pozytywnie, jako że gospodarstwa domowe uzyskają kontrolę nad swoimi aktywami emerytalnymi i uzyskują większą elastyczność w wyborze strategii inwestycyjnej (choć nie będą mogły wypłacić środków przed osiągnięciem wieku emerytalnego). Ponadto, dzięki temu rozwiązaniu, znika ryzyko nacjonalizacji akcji. Składka do nowego IKE nie będzie obowiązkowa a całość dotychczasowej składki będzie wpływała do ZUS. Niektórzy analitycy uważali, że rząd chce wpłacić każdemu na konto IKE taką samą sumę, ale jest to fałszywy wniosek – każdy dostanie 75% swoich środków z OFE.

25% aktywów OFE (33 mld zł) – te zainwestowane w obligacje, gotówkę i akcje zagraniczne – zostaną przetransferowane do zarządzanego publicznie Funduszu Rezerwy Demograficznej (FRD) i zapisane na indywidualnych subkontach w ZUS. FRD to fundusz przeznaczony na zabezpieczenie wypłat emerytur wobec zmian demograficznych (wzrost liczby emerytów, spadek liczby płacących składki). Uważamy, że dość logiczne jest, iż rząd chce zabezpieczyć płynność systemu bo przetransferowaniu 100 mld zł oszczędności z systemu publicznego do prywatnego, ale z drugiej strony widzimy ryzyko, że środki trafią te do ZUS (dając rządowi więcej miejsca na wydatki w budżecie centralnym) wcześniej niż faktycznie będzie to niezbędne (środki FRD były już wcześniej transferowane do ZUS – patrz wykres obok). Naszym zdaniem jest to ryzyko, które powinno zostać zredukowane w ustawie.

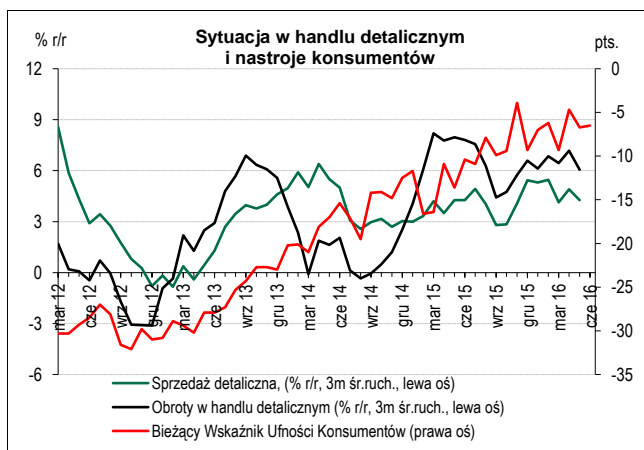
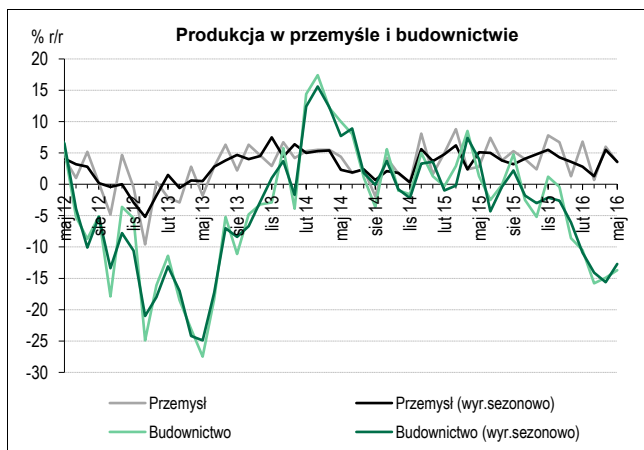
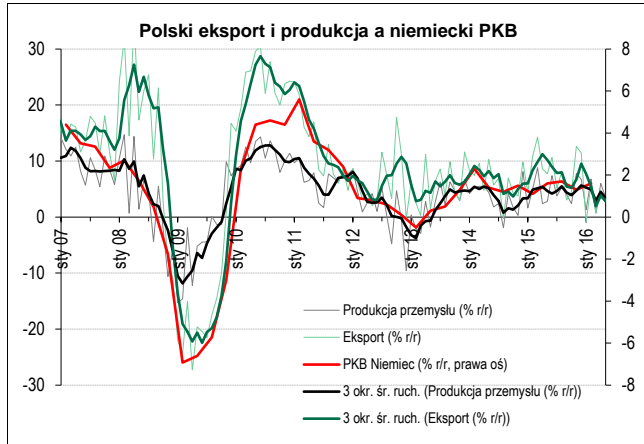
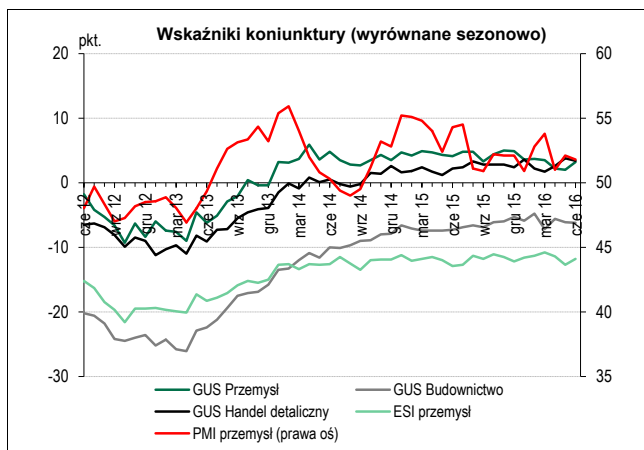
Nie spodziewamy się, by ta operacja miała bezpośredni wpływ na deficyt lub dług finansów publicznych wg ESA 2010. Jednak, jak sugerujemy powyżej, transfery z FRD do ZUS mogą pozwolić na niższe wydatki budżetu centralnego (subsidia dla ZUS) oraz potrzeby pożyczkowe brutto.

Składka emerytalna, która obecnie wynosi 19,52% wynagrodzenia brutto i jest dzielona między ZUS a OFE (dla tych, którzy wybrali OFE) w całości wpłynie do ZUS. Do IKE nie trafi nic z tej obowiązkowej składki i będzie ono zasilane tylko przez dobrowolne wpłaty. Jednak zlikwidowany zostanie mechanizm „suwaka bezpieczeństwa” (stopniowy transfer aktywów z OFE do ZUS 10 lat przed osiągnięciem wieku emerytalnego), szacujemy więc, że efekt netto na wpływy do funduszy emerytalnych będzie pomijalny w latach 2018-2020, przy założeniu braku obniżki wieku emerytalnego. Ponadto, brak „suwaka” złagodzi efekt obniżki wieku w latach 2018-2020.

Rząd chce wprowadzić także nowe rozwiązania, np. zachęty podatkowe dla długookresowych oszczędności i nowy dobrowolny program emerytalny (PPK – Pracowniczy Program Kapitałowy). Rząd zakłada, że nowe PPK mogą wygenerować do 22 mld zł napływów do III filara rocznie (dla porównania, aktywa III filara wynosiły ok. 17 mld zł na koniec 2015 r.).

Ogólnie, nasza opinia do przedstawionych zmian jest raczej pozytywna, jako że mogą one wesprzeć prywatne oszczędności i zwiększyć wpływ środków na rynek kapitałowy. Jednak widzimy też istotne ryzyka, gdyż rząd może połączyć się na środki FRD zbyt wcześnie.

Gospodarka Polski



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

Pogorszenie perspektyw dla wzrostu...

Widzimy rosnące ryzyko w dół dla polskiego wzrostu PKB i spadające prawdopodobieństwo wyraźnego przyśpieszenia w II poł. 2016. Wzrost w I kw. był gorszy od oczekiwań (3,0% r/r), a miesięczne dane z II kw. sygnalizowały, że ten okres nie był dużo lepszy. Dodatkowo, wynik referendum w Wielkiej Brytanii stanowi ryzyko dla polskiej gospodarki poprzez kanał handlu zagranicznego, jako że Polska eksportuje dość dużo towarów do tego kraju (ok. 7% eksportu ogółem i znaczna nadwyżka handlowa) oraz przez możliwość spowolnienia wzrostu w strefie euro. Te czynniki skłoniły nas do zrewidowania prognoz PKB o 0,3-0,4 punkty procentowe, w 2016 do 3,1% z 3,4% i w 2017 do 2,9% z 3,3%.

... wskaźniki wyprzedzające nie sugerują poprawy

Indeks PMI dla Polski spadł w czerwcu do 51,8 pkt z 52,1 pkt w maju. Najważniejsze subindeksy, dot. nowych zamówień, w tym eksportowych, zatrudnienia i produkcji były raczej stabilne albo wzrosły, a za spadek głównej miary odpowiadał subindeks czasu dostaw. Inne wskaźniki optymizmu przedsiębiorców była raczej stabilne. Ogólnie wskaźniki wyprzedzające sugerują stabilizację wzrostu gospodarczego w Polsce.

Słabe wyniki przemysłu i budownictwa

Produkcja przemysłowa wzrosła w maju o 3,5% r/r, poniżej prognoz. Produkcja budowlano-montażowa spadła o 13,7% r/r i też rozczarowała. Po wyeliminowaniu wahań sezonowych produkcja w przemyśle wzrosła o 3,6% r/r, a w budownictwie spadła o 12,7% r/r.

Dane uważamy za rozczarowujące. Wprawdzie produkcja w przemyśle częściowo była słabsza ze względu na większą liczbę świąt i „długich weekendów” w maju, ale możliwe, że za gorszym wynikiem przemysłu stoi też strukturalna słabość popytu zewnętrznego.

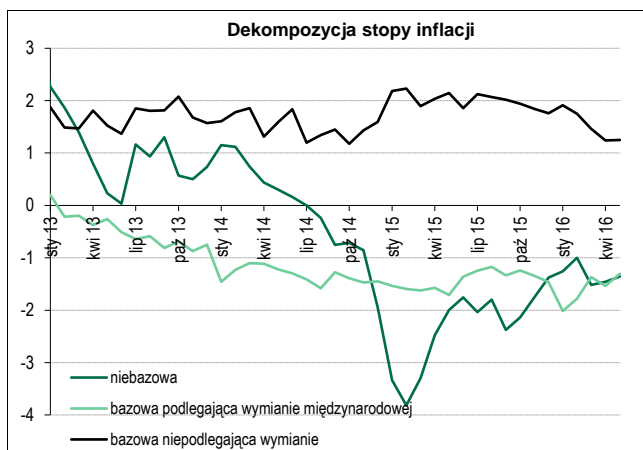
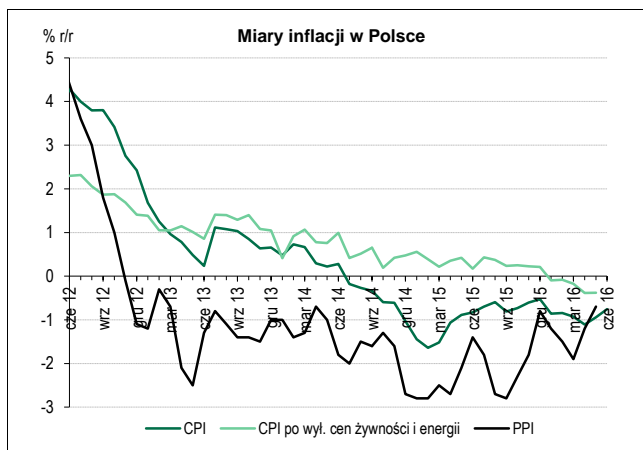
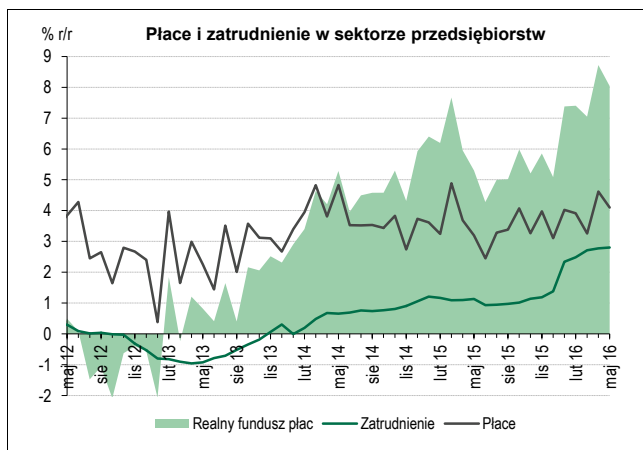
Tempo wzrostu gospodarczego w Niemczech i całej strefie euro jest całkiem niezłe, co teoretycznie powinno sprzyjać polskim firmom produkującym na rynki zagraniczne. Jednak struktura tego wzrostu nie jest dla nas idealna – jest on generowany głównie przez popyt wewnętrzny, podczas gdy dynamika handlu zagranicznego krajów europejskich pozostaje przytłumiona. A pamiętajmy, że duża część naszych eksporterów to producenci towarów pośrednich, dostawcy dla firm-eksporterów z krajów Europy Zachodniej. Mimo to, w maju nadal najszybciej rosła produkcja w działach tradycyjnie produkujących w dużym stopniu na eksport (dwucyfrowa dynamika m.in. w produkcji tekstyliów, komputerów, pojazdów mechanicznych, mebli), więc być może te obawy są nieco przesadzone i w kolejnych miesiącach nastąpi ożywienie dynamiki produkcji. Szacujemy, że wyniki przemysłu w czerwcu były wyraźnie lepsze niż w maju. Naszą prognozę wspierają dane Samar o wysokiej produkcji w sektorze auto-moto (+23,9% r/r).

Mocne spadki w budownictwie nie wróżą najlepiej perspektywom inwestycji. Mamy jednak nadzieję, że wyniki tej branży będą się poprawiać w dalszej części roku, wraz z uruchamianiem na większą skalę projektów finansowanych ze środków UE.

Sprzedaż detaliczna poniżej oczekiwań, ale wciąż solidna

Sprzedaż detaliczna w cenach stałych urosła w maju o 4,3% r/r, nieco wolniej od oczekiwań (my i rynek: 5,6% r/r), ale wciąż w dość solidnym tempie. Sądzymy, że wzrost sprzedaży żywności (5,4% r/r) i pozostałej sprzedaży w niewyspecjalizowanych sklepach (8,2% r/r) wrócił do trendu po przesunięciach w marcu i kwietniu w związku Wielkanocą. W innych kategoriach sprzedaż była słabsza od naszych oczekiwań i sądzymy, że może to mieć związek z dwoma długimi weekendami w maju, które obniżyły skłonność do większych zakupów w centrach handlowych. Stąd spowolnienie w takich kategoriach jak meble, rtv i agd (6,8% r/r) czy włókno, odzież, obuwanie (18,6% r/r). Pewnym poparciem dla tej tezy jest mocny wzrost sprzedaży paliw (o 6,0% m/m wobec 2,5% m/m w maju 2015 r.), co sugeruje, że Polacy woleli spędzać czas podróżując a nie kupując.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, Eurostat, BZ WBK

Presja płacowa rośnie

▪ Zatrudnienie w sektorze firm wyniosło w maju 5734 tys. (wzrost o 2,8% r/r, zgodnie z oczekiwaniami). W ujęciu miesięcznym zatrudnienie wzrosło o 3,9 tys. i był to najlepszy maj od 2010 r. Dane potwierdzają, że popyt na pracę pozostaje mocny.

▪ Natomiast dane o płacach były raczej rozczarowujące: wynagrodzenia urosły o 4,1% r/r, poniżej oczekiwań. Naszym zdaniem spowolnienie wynikało z efektu dni roboczych, który miał wpływ przede wszystkim na płace w przetwórstwie przemysłowym. Z drugiej strony, płace w handlu wzrosły aż o 7,0% r/r, potwierdzając że dobre wyniki w maju (6,6% r/r) nie były efektem jednorazowym i że presja płacowa uległa wzmocnieniu. Ogólnie, tempo wzrostu płac w maju było wyższe niż średnio w 2015 r. (3,5% r/r) i w I kw. 2016 r. (3,7% r/r) i spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach będzie ono przyspieszać wobec faktu, że polska gospodarka zbliża się do stanu pełnego zatrudnienia.

▪ Stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się do 8,8% w czerwcu, jak wynika z informacji Ministerstwa Pracy. Nasz szacunek stopy odezsonowanej to 9,0% - najniższy od początku lat 90. Nie dysponujemy jeszcze szczegółowymi danymi za czerwiec, ale statystyki z maja pokazały spowolnienie tempa wzrostu liczby osób wyrejestrowanych ze względu na uzyskanie niesubsydiowanej pracy, co sugeruje wzrost napięć na rynku.

▪ Fundusz płac w sektorze firm urosł w maju o 7,0% r/r w ujęciu nominalnym i o 8,0% r/r w ujęciu realnym. Wysokie tempo wzrostu dochodów ludności będzie wspierało konsumpcję prywatną na przestrzeni 2016 r. Spodziewamy się, że dane za czerwiec i kolejne miesiące mogą dodatkowo pokazać pierwsze efekty programu 500+.

Deflacja wynika głównie z globalnych zmian cen

▪ Inflacja wyniosła w czerwcu -0,8% r/r, zgodnie z naszą prognozą i wstępnym odczytem. W skali miesiąca ceny wzrosły o 0,2%. Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła do -0,2% r/r.

▪ Zmiany cen w poszczególnych kategoriach były zgodne z naszymi oczekiwaniami. Na uwagę zasługują ceny żywności, które wzrosły o 0,2% m/m, nieco mocniej niż w poprzednich latach. Wynikało to przede wszystkim ze wzrostu cen cukru (0,7% m/m) oraz mięsa (0,6% m/m). Wyraźnie wzrosły także ceny owoców (2,3% m/m), ale to akurat było zgodne ze wzorcem sezonowym. Nieco mocniej od naszych oczekiwań wzrosły ceny paliw (2,8% m/m), a ceny wzrosły także w rekreacji i kulturze (0,7% m/m, zgodnie z sezonowością) i kategorii zdrowie (0,2% m/m). Spadek cen zarejestrowano natomiast w takich kategoriach jak odzież i obuwanie (-0,6% m/m) oraz łączność (-0,3% m/m). W pozostałych kategoriach ceny pozostały mniej więcej stabilne.

▪ Spodziewamy się, że w nadchodzących miesiącach wskaźnik CPI utrzyma się poniżej zera, a dodatnią wartość osiągnie pod koniec roku. Czerwcowe dane nie zmieniły perspektyw polityki pieniężnej.

▪ Głębsze spojrzenie na strukturę koszyka inflacyjnego pokazuje kilka interesujących zjawisk. Wygląda na to, że pomimo iż deflacja jest widoczna w wielu produktach, to dotyczy ona przede wszystkim dóbr podlegających wymianie międzynarodowej: część „niebazową” (żywności i energia) oraz „wymienialną” część koszyka bazowego (głównie towary). Ponadto „wymienialna” część koszyka (zarówno bazowa jak i „niebazowa”) jest mocno skorelowana z analogicznymi miarami dla strefy euro, co potwierdza, że deflacja wynika przede wszystkim z globalnych trendów cenowych. „Niewymienialna” (czyli teoretycznie niezależna od zmian cen na świecie) część inflacji bazowej (głównie usługi, w sumie ok. 35% całego koszyka) rośnie w stabilnym tempie ok. 1,5-2,0% r/r. Aczkolwiek ostatnio widoczne było pewne spowolnienie w tempie wzrostu cen produktów „niewymienialnych”, to było to związane przede wszystkim ze słabszym wzrostem cen leków w związku ze zmianą systemu refundacji, nie odzwierciedla więc to zmian w presji inflacyjnej.

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragmenty lipcowego komunikatu RPP

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany. Jednocześnie utrzymuje się niepewność dotycząca przyszłej koniunktury w gospodarce globalnej, związana dodatkowo z konsekwencjami referendum dotyczącego opuszczenia Unii Europejskiej przez Wielką Brytanię. Wynik tego referendum przyczynił się do wzrostu awersji do ryzyka na światowych rynkach finansowych, co znalazło odzwierciedlenie w osłabieniu kursów walut i spadku cen aktywów w wielu gospodarkach.

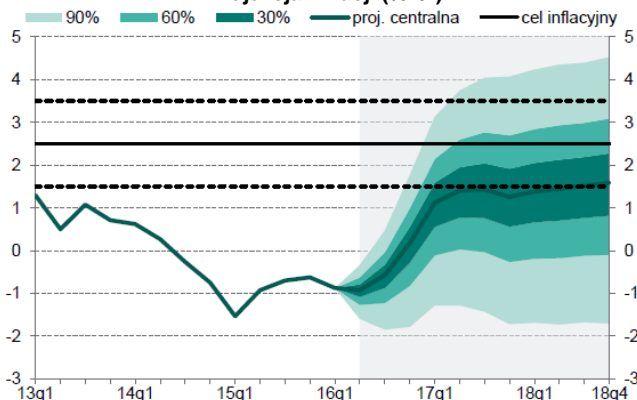
W Polsce napływające dane wskazują na przyspieszenie wzrostu aktywności gospodarczej, po obniżeniu dynamiki PKB w I kw. br. Na krajową koniunkturę korzystnie wpływa relatywnie szybki wzrost funduszu płac i korzystne nastroje konsumentów, a także dobra sytuacja finansowa firm oraz wysokie wykorzystanie ich zdolności produkcyjnych. Towarzyszy temu stabilny wzrost kredytu dla sektora niefinansowego. Na wzrost dynamiki PKB w kolejnych kwartałach będą oddziaływały wypłaty środków z Programu „Rodzina 500plus” zwiększające dochody do dyspozycji gospodarstw domowych. Czynnikiem ryzyka dla krajowej aktywności gospodarczej jest niepewność dotycząca koniunktury za granicą, w tym skutków referendum dotyczącego wystąpienia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej.

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 niskie oczekiwania inflacyjne. Utrzymująca się deflacja nie wywiera jak dotąd negatywnego wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych.

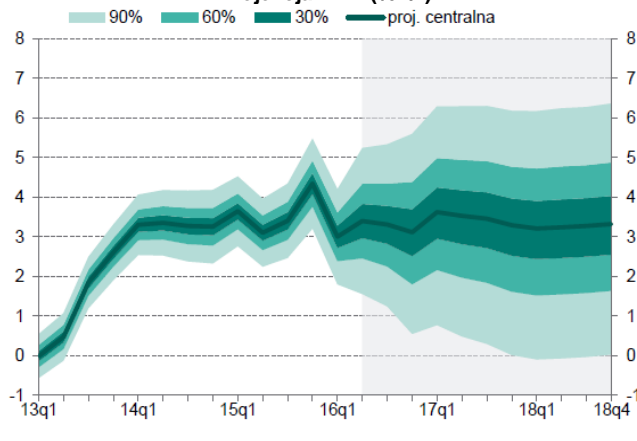
W ocenie Rady w najbliższych kwartałach dynamika CPI pozostanie ujemna ze względu na wcześniejszy silny spadek cen surowców na rynkach światowych. Jednocześnie, po przejściowym spowolnieniu dynamiki PKB na początku roku, w kolejnych kwartałach oczekiwane jest utrzymanie stabilnego wzrostu gospodarczego.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

Projekcja inflacji (% r/r)



Projekcja PKB (% r/r)



Źródła: NBP, MFW, BZ WBK

Pierwsze posiedzenie pod przewodnictwem Adama Glapińskiego

Na pierwszym posiedzeniu pod przewodnictwem nowego prezesa NBP Adama Glapińskiego Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian. W nowej projekcji NBP obniżono tegoroczną inflację i tempo wzrostu PKB z dynamiką CPI wciąż poniżej celu w horyzoncie prognozy (szczegóły poniżej).

Jeśli chodzi o wzrost gospodarczy, prezes Glapiński powiedział, że wszyscy członkowie RPP oczekują, że będzie on szybszy niż sugerują wyniki modelu NBP. Wg Glapińskiego wynik referendum w Wielkiej Brytanii stwarza dodatkową niepewność, co potencjalnie mogłoby szkodzić inwestycjom zagranicznym w Polsce, ale skutki dla polskiej gospodarki „należy ocenić jako zerowe” i nie widać żadnych zagrożeń ekonomicznych z tego tytułu. Jednocześnie, komunikat zawiera fragment: „Czynnikiem ryzyka dla krajowej aktywności gospodarczej jest niepewność dotycząca koniunktury za granicą, w tym skutków referendum dotyczącego wystąpienia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej”. RPP wciąż uważa, że polityka ‘wait and see’ jest obecnie najlepszą strategią. Prezes NBP podkreślił, że Rada jest w tym względzie jednogłówna, co zostało potwierdzone podczas konferencji, gdy Jerzy Żyżyński, dotychczas najbardziej gołębi członek Rady, powiedział, że nie ma powodów do zmiany polityki dopóki nie pojawią się sygnały spowolnienia gospodarczego lub przyspieszenia wzrostu.

RPP bagatelizuje zagrożenia wynikające z głosowania Brytyjczyków i powtórzyła w komunikacie, że spowolnienie wzrostu PKB w I kw. 2016 r. było tymczasowe. My jednak sądzimy, że perspektywy gospodarcze na najbliższe kwartały zaczęły się pogorszać jeszcze przed brytyjskim referendum (ostatnie dane miesięczne sugerują, że wzrost PKB w II kw. nie będzie znacząco lepsze niż w I kw.), a Brexit tworzy dodatkowo negatywny impuls. Dlatego zrewidowaliśmy nasze prognozy PKB w dół. Jeśli kolejne dane potwierdzają, że małe są szanse na istotne przyspieszenie wzrostu gospodarczego, to oczekiwania rynku na obniżki stóp wzrosną. Kolejne posiedzenie RPP odbędzie się we wrześniu, a więc po publikacji PKB za II kw., ale wg nas cięcie stóp tuż po wakacjach jest mało prawdopodobne. W listopadzie dostępna będzie natomiast nowa projekcja i jeśli potwierdzi ona perspektywę wolniejszego wzrostu (zgodnie z naszymi oczekiwaniami), to Rada może wówczas rozważyć redukcję stóp w środowisku bezinflacyjnym. Decyzją będzie zależała też od sytuacji na rynku walutowym, szczególnie w kontekście kwestii konwersji hipotecznych kredytów walutowych.

Prognozy CPI i PKB zrewidowane w dół

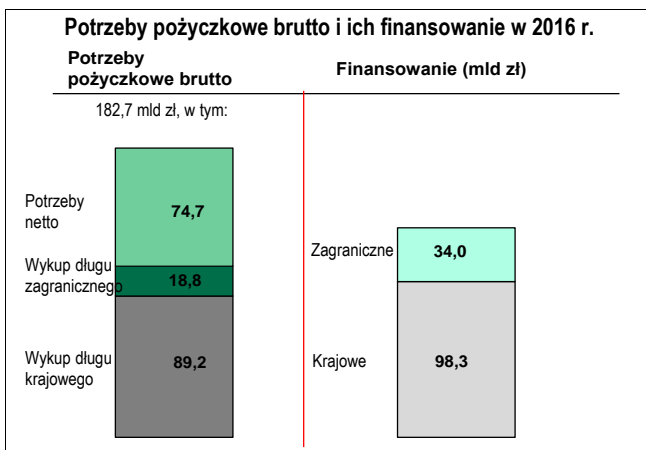
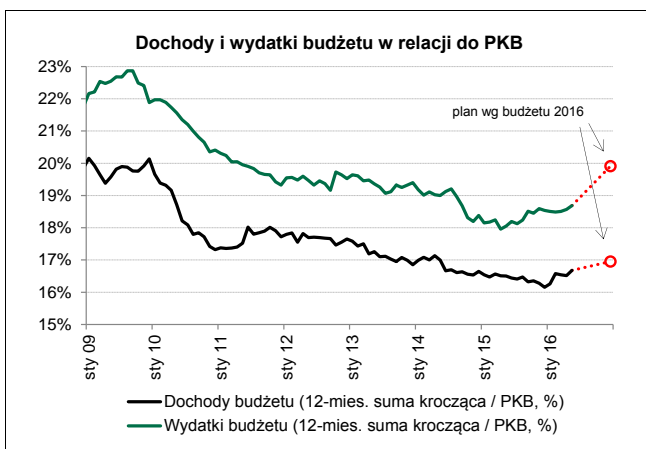
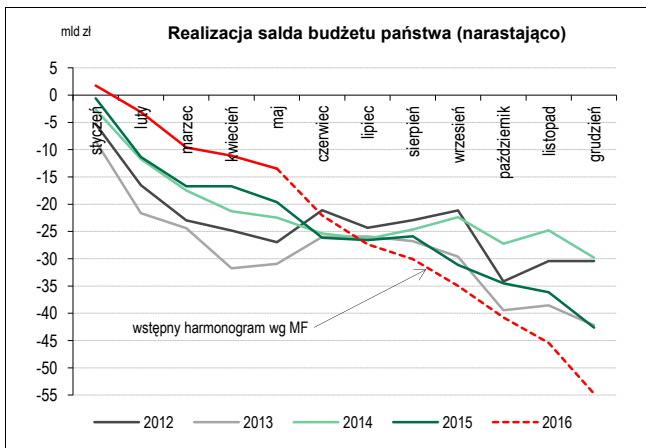
NBP zrewidował prognozy centralnej ścieżki wzrostu PKB do 3,2% z 3,8% na 2016 i do 3,5% z 3,8% na 2017 z trzech powodów: 1) wolniejszy wzrost w I kw., 2) rozczarowujące dane nt. wykorzystania środków z UE, 3) rosnąca niepewność na świecie i niższe prognozy wzrostu za granicą z powodu Brexitu.

Rewizja w dół dotknęła inwestycji, które będą rosły wolniej w całym horyzoncie prognozy (2018) niż prognozowano w marcu. Inwestycje mają wzrosnąć o jedynie 1,2% w 2016 (rewizja z marcowych 5,1%), 4,1% w 2017 i 4,4% w 2018. Negatywny wpływ na tę kategorię mają wywoływać niższy napływ środków z UE, duża niepewność i ostrzejsze kryteria kredytowe. Z drugiej strony jest kilka pozytywów – solidna kondycja finansowa przedsiębiorstw, niski ceny surowców energetycznych i dobra sytuacja na rynku pracy.

Wzrost gospodarczy będzie w dalszym ciągu napędzany przez konsumpcję prywatną (rosnącą 4% w 2016 i 2017) wspieraną przez dodatkowe transfery socjalne, dobrą sytuację na rynku pracy, poprawiające się nastroje konsumentów i niskie stopy procentowe.

Ścieżkę inflacji też obniżono, ale dużo mniej niż PKB: średnio -0,5% w 2016, 1,3% w 2017 i 1,5% w 2018. Inflację bazową zrewidowano w dół, ale ceny energii poszły w górę. NBP oczekuje, że deflacja skończy się w IV kw. br. and CPI nie osiągnie celu (2,5%) w horyzoncie prognozy. NBP widzi 20% szans na deflację w 2017 i 2018 i 30% na osiągnięcie celu inflacyjnego w IV kw. 2018.

Pod lupą: polityka fiskalna



	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	13.07	zmiana od 10.06.16	zmiana od 31.12.15	13.07	zmiana od 10.06.16	zmiana od 31.12.15
Polska	298	-10	68	98	13	23
Czechy	53	7	57	41	0	-9
Węgry	308	-26	29	152	13	-12
Grecja	806	61	35	916	90	-75
Hiszpania	129	-15	14	85	-8	-2
Irlandia	57	-16	4	68	8	31
Portugalia	323	10	133	283	26	123
Włochy	135	4	38	131	7	41
Francja	29	-8	-6	36	2	13
Niemcy				19	0	6

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

Ambitne założenia makro do projektu budżetu na 2017 r.

▪ Dane o realizacji budżetu za maj były całkiem dobre – deficyt wyniósł 13,5 mld zł wobec planu na 19,3 mld zł. Wydatki były niższe niż planowano i wyniosły 142,6 mld zł (plan 149,1 mld zł). Z kolei dochody (129,1 mld zł) były mniej więcej zgodne z planem. Wpływy z PIT urosły aż o 33,1% r/r i naszym zdaniem był to efekt przesunięcia płatności tego podatku z kwietnia (w tym roku podatek można było zapłacić 2-go maja a tradycyjnym ostatecznym terminem jest 30 kwietnia). Ponadto, mocno urosły także wpływy z VAT (16,6% r/r).

▪ Na koniec maja dochody z tytułu podatku od niektórych instytucji finansowych (obejmujące także podatek bankowy) wyniosły około 1,1 mld zł. To stanowiło 19,4% rocznego planu. W skali miesiąca przyrost wyniósł mniej niż 340 mln zł, poniżej wcześniejszych wpływów, które średnio wyniosły ok. 363 mln zł w okresie marzec-kwiecień. Wg Komisji Nadzoru Bankowego (KNF) niższe wpływy wynikały ze zmniejszenia bazy banków objętych podatkiem, gdyż jeden z nich został objęty procedurą naprawczą. Niższe niż założono wpływy z podatku bankowego będą skompensowane przez dochody z tytułu zysku NBP. W związku z tym nie widzimy większych przeszkód dla realizacji tegorocznego budżetu.

▪ W połowie czerwca rząd przyjął założenia makroekonomiczne do budżetu na 2017 r. ze wzrostem PKB na 3,9%, CPI na 1,3%, stopą bezrobocia na koniec 2017 r. na poziomie 8,1% i nominalnym wzrostem wynagrodzeń na 4,4%. Biorąc pod uwagę bieżącą sytuację gospodarczą za granicą, ale również i w Polsce uważamy, że założenia te są zbyt optymistyczne. Dlatego też nie wykluczamy, że w dalszych pracach nad projektem budżetu na 2017 r. mogą one ulec zmianie.

Ograniczona oferta obligacji w III kw. 2016

▪ Ministerstwo Finansów z sukcesem emitowało obligacje w II kw. 2016 r. Popyt na aukcjach był solidny i generowany zarówno przez krajowych, jak i zagranicznych inwestorów. Łączna wartość zgłoszonych ofert kupna na aukcjach wyniosła ponad 47 mld zł. Ministerstwo sprzedało obligacje o łącznej wartości 28,7 mld zł, powyżej górnej granicy wartości oferowanych papierów w okresie kwiecień-czerwiec. W efekcie na koniec czerwca sfinansowano ponad 70% tegorocznych potrzeb pożyczkowych brutto, a wartość środków na rachunkach budżetowych wyniosła 56 mld zł.

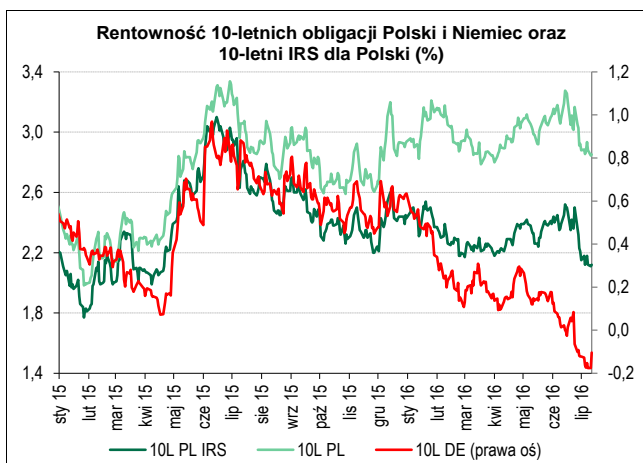
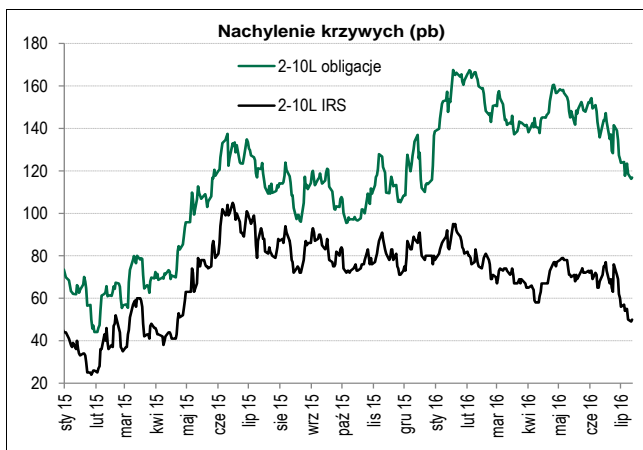
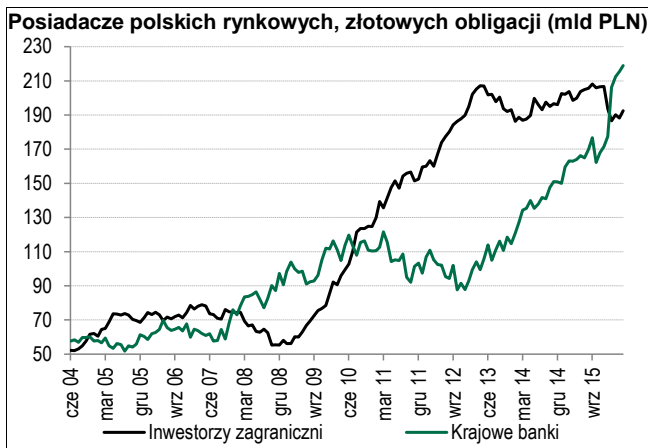
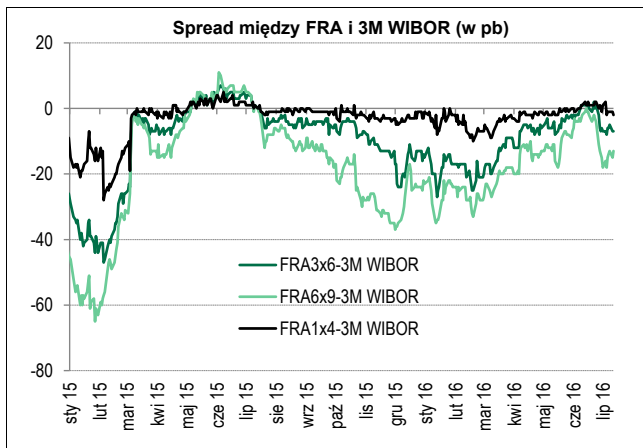
▪ Wysoki poziom realizacji potrzeb pożyczkowych umożliwił Ministerstwu Finansów ograniczenie oferty SPW w III kw. 2016 r. Na czterech aukcjach zostaną zaoferowane obligacje o łącznej wartości 15-25 mld zł. Spodziewamy się, że resort finansów bez problemów uplasuje dług biorąc pod uwagę sytuację płynnościową. W okresie lipiec-wrzesień na rynek wpłyną środki w wysokości 19,4 mld zł z wykupu obligacji (OK0716, IZ0816) oraz z płatności odsetek (od serii WZ, PS, DS i WS), w tym 14,4 mld zł w samym lipcu.

Presja na spadek rentowności globalnie utrzymuje się

▪ W czerwcu dominował popyt na bezpieczne aktywa, co spowodowało krótkotrwały spadek rentowności niemieckiej 10-latki do prawie -0,20%. Wyniki referendum w Wielkiej Brytanii rozczarowały. Jednak oczekiwania, że główne banki centralne zdecydują się na większe poluzowanie polityki monetarnej pomogły rynkom odrobić straty na przełomie czerwca i lipca.

▪ Spodziewamy się, że presja na spadek rentowności na rynkach globalnych utrzyma się w nadchodzących miesiącach. Fed może zdecydować o przesunięciu podwyżki stóp w wyniku niepewności na rynkach związanej z Brexitem, pomimo dobrych danych z USA. To powinno wspierać trend boczny rentowności obligacji amerykańskich. Rentowności obligacji krajów strefy euro pozostaną na niskim poziomie przez dłuższy okres. EBC może już na lipcowym posiedzeniu ogłosić dalsze działania i prawdopodobnie będą one dotyczyły długoterminowych aktywów. To w efekcie może oznaczać spłaszczenie krzywych.

Rynek stopy procentowej



Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Rynek widzi obniżki stóp, rentowności najniżej od kwietnia

Na początku lipca stawki WIBOR były stabilne po wzroście w czerwcu o 3-6 pb wzdłuż krzywej. W tym samym czasie FRA wzrosły widocznie (o 1-5 pb) po znaczącym spadku w poprzednim miesiącu (o 5-15 pb, w tym najmocniej spadły stawki na dłuższe terminy). To wynikało głównie z dość jastrzębiej retoryki RPP, która wskazuje, że obecny poziom stóp NBP jest odpowiedni w warunkach bieżącej sytuacji makroekonomicznej w Polsce.

Krajowy rynek stopy procentowej zyskał znacząco w drugiej połowie czerwca i na początku lipca w ślad za rynkami bazowymi. Globalnie dług umocnił się znacząco w efekcie oczekiwań na dalsze poluzowanie polityki monetarnej przez główne banki centralne w celu zminimalizowania negatywnych efektów Brexitu na światową gospodarkę. W rezultacie rentowności obligacji i stawki IRS osiągnęły najniższe poziomy od kwietnia, oprócz 10L IRS, który obniżył się do prawie 2,10%, najniżej od kwietnia 2015.

Dodatkowym czynnikiem wspierającym trend spadkowy był solidny popyt na aukcjach ze strony krajowych i zagranicznych inwestorów. Polskie aktywa były atrakcyjne dla inwestorów poszukujących wysokiej stopy zwrotu. Warto zauważyć, że w maju zagranica kupiła obligacje za 4,3 mld zł, co było największym miesięcznym przyrostem od stycznia 2015 r. Z drugiej strony komercyjne banki były najbardziej aktywne spośród krajowych inwestorów. Kupiły one papiery za 3,6 mld zł, zwiększając swoje zaangażowanie do ok. 219 mld zł, najwyżej w historii.

Obie krzywe rentowności i IRS przesunęły się w dół i spłaszczyły. Spread 2-10L zawężił się znacząco na początku lipca do prawie 115 pb dla obligacji (wobec 125 pb na koniec czerwca i 150 pb na koniec maja) oraz ok. 50 pb (z odpowiednio 60 pb oraz 72 pb) dla IRS. W tym samym czasie spread wobec niemieckich obligacji dla 10L pozostał względnie szeroki, nieco powyżej 300 pb.

Czynniki globalne wciąż kluczowe dla rynku

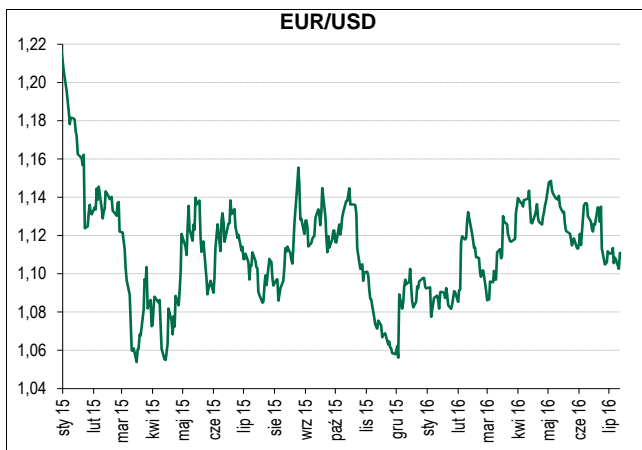
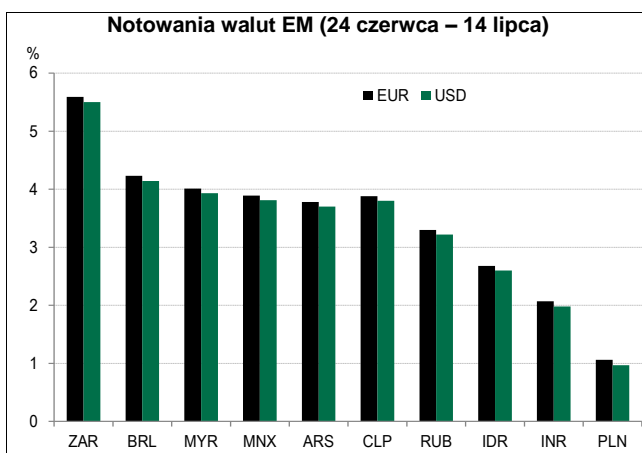
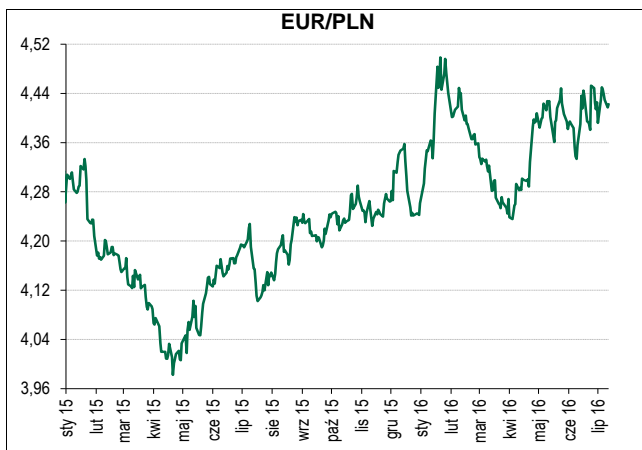
Obecnie stawki FRA pozostają wyraźnie poniżej WIBOR 3M (o 7-20 pb, w zależności od okresu). Rynek widzi 60% szans na obniżkę stóp o 25 pb przed końcem roku. Co więcej, rynek zakłada, że stopy pozostaną na niskim poziomie przez dwa lata (FRA21x24 na 1,55% średnio). Biorąc pod uwagę, że stopy NBP pozostaną stabilne do końca roku, sądzimy, że stawki WIBOR będą poruszały się w trendzie bocznym w nadchodzących miesiącach.

Stawki FRA pozostaną bardziej wrażliwe na dane makro. W naszej ocenie wzrost PKB w II kw. był tylko nieznacznie wyższy niż w I kw., na co wskazują rozczarowujące dane miesięczne. Jeśli ten scenariusz się potwierdzi, to widzimy miejsce do spadku stawek FRA, w szczególności, że rynek może przereagować jeśli główne banki centralne ogłoszą dalsze dostosowania w polityce monetarnej w związku z Brexitem. Oczekujemy, że rynek może wycenić obniżki o przynajmniej 50 pb w ciągu następnego kilku miesięcy.

Czynniki globalne będą wciąż kluczowe dla krajowych aktywów w najbliższych miesiącach z uwagi na rosnące prawdopodobieństwo bardziej akomodacyjnej polityki pieniężnej głównych banków centralnych (przesunięcie podwyżki przez Fed, poluzowanie przez EBC, Bank Anglii i inne). W tych okolicznościach rentowności na rynkach bazowych strefy euro powinny pozostać nisko na dłużej. W związku z tym widzimy ograniczone pole do wzrostu rentowności polskich obligacji w najbliższych miesiącach. Co więcej, krótki koniec może zyskać mocniej, jeśli na rynku ponownie umocnią się oczekiwania na obniżki stóp po słabych danych o PKB.

Czynniki krajowe pozostaną w tle dla obligacji długoterminowych. Najważniejsze czynniki ryzyka to wciąż niepewność związana finalną wersją ustawy o konwersji kredytów walutowych. Ten czynnik może ograniczać zyski na długim końcu krzywej, utrzymując spread vs Bund (i EURPLN) na podwyższonym poziomie.

Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Niewielkie szanse na umocnienie złotego

▪ Złoty stracił gwałtownie w reakcji na wynik brytyjskiego referendum – EURPLN wzrósł do 4,55, USDPLN do 4,13, a CHFPLN do 4,25, ale szybko nastąpiła korekta tych ruchów. Widzimy ryzyko w górę dla EURPLN, bowiem krajowa waluta wydaje się być bardziej narażona na skutki Brexitu niż inne waluty regionu CEE. Spodziewamy się słabszego złotego do dolara i franka (które mogą w najbliższym czasie być mocniejsze dzięki niepewności co do skutków wyjścia Wielkiej Brytanii z UE) i silniejszego do funta w kolejnych miesiącach.

▪ Od ogłoszenia wyników brytyjskiego referendum waluty z Azji i Ameryki Południowej zyskały więcej niż z naszego regionu, co może sugerować, że złoty może mniej skorzystać z mniejszej skali podwyżek stóp Fed czy większej pieniężnej stymulacji EBC. Może to wynikać z ryzyka spowolnienia wzrostu w Europie z powodu Brexitu i ekspozycji polskiej gospodarki na brytyjską gospodarkę (ok. 7% polskiego eksportu trafia na Wyspy). Dodatkowo, wciąż aktualne są dotychczasowe czynniki ryzyka, które mogą ciążyć na polskiej walucie – kwestia przewalutowania kredytów hipotecznych, obniżka wieku emerytalnego czy tempo wzrostu PKB, które może w najbliższym czasie rozczarować wzmacniając spekulacje nt. możliwych obniżek stóp NBP.

▪ Warto też zwrócić uwagę na fakt, że okres wakacyjny jest zazwyczaj niezbyt korzystny dla złotego. W ostatnich 10-ciu latach krajowa waluta zyskała w sierpniu do euro tylko w 2009 i 2010 i biorąc pod uwagę wyżej wymienione czynniki wygląda na to, że tym razem lato również może być wymagające dla złotego.

Dolar i frank mogą być mocne w krótkim terminie

▪ Po brytyjskim referendum zrewidowaliśmy w dół nasze prognozy EURUSD i EURCHF. Podwyższona niepewność dotycząca globalnej gospodarki, niższy popyt na ryzykowne aktywa i mniejsze szanse na podwyżki stóp Fed w tym roku mogą oznaczać mocniejszego dolara i franka niż oczekiwaliśmy. Nadal prognozujemy wzrost EURUSD, ale prognozę na koniec tego roku obniżyliśmy do 1,10 z 1,16.

▪ Wg agencji Bloomberg, szanse na podwyżki stóp Fed spadły znacznie po brytyjskim referendum, a parę dni później rynek dawał nawet 40% szans na obniżki. Czerwcową zmiana zatrudnienia poza rolnictwem zaskoczyła mocno na plus i wyraźna poprawa po jedynie +38 tys. w maju sugeruje, że ten słaby odczyt był w dużym stopniu wynikiem zdarzeń jednorazowych i amerykański rynek pracy jest wciąż mocny. Szanse na podwyżkę stóp Fed o 25 pb w tym roku są wg rynku wciąż poniżej 30%, co raczej nie będzie istotnie wspierać dolara w najbliższej przyszłości.

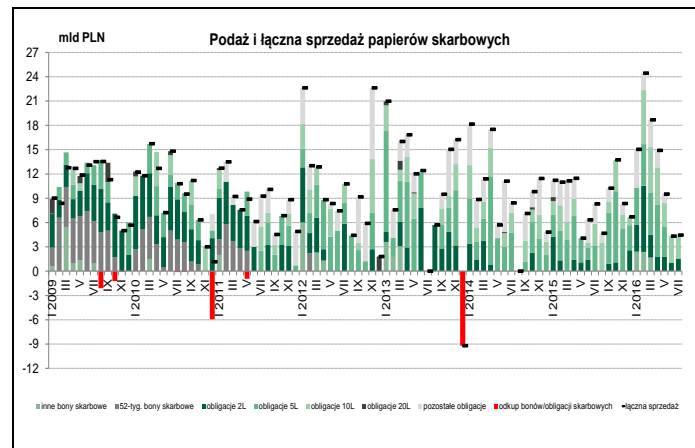
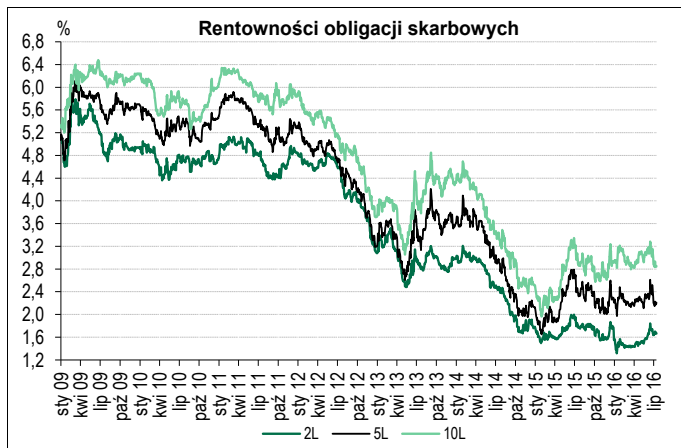
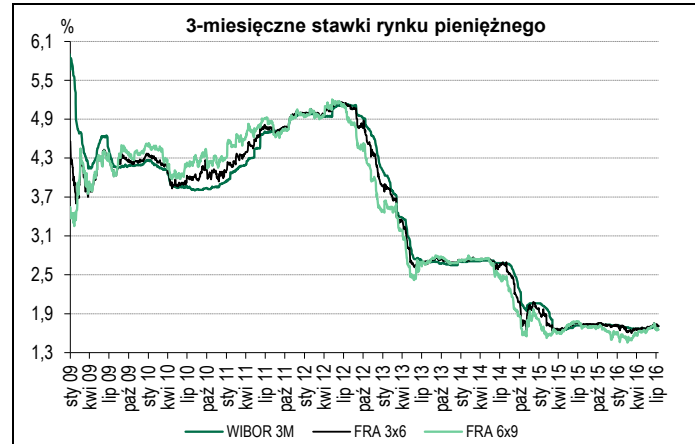
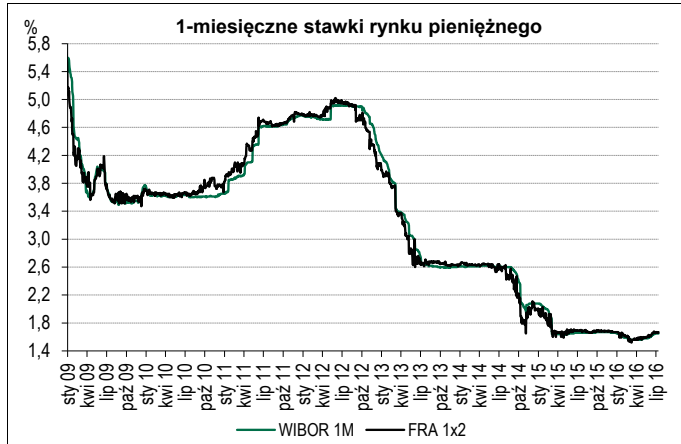
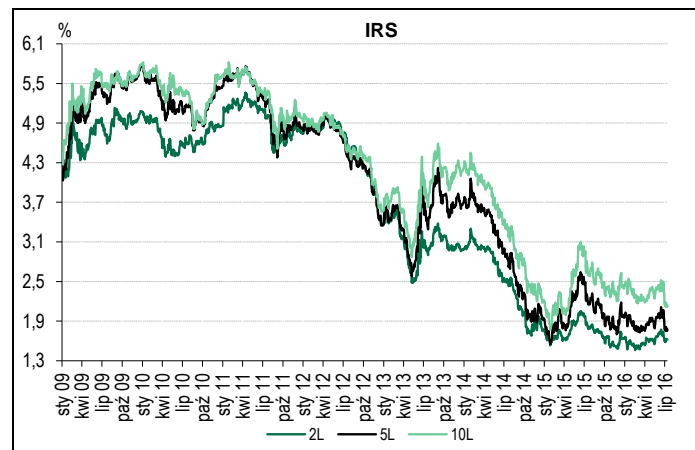
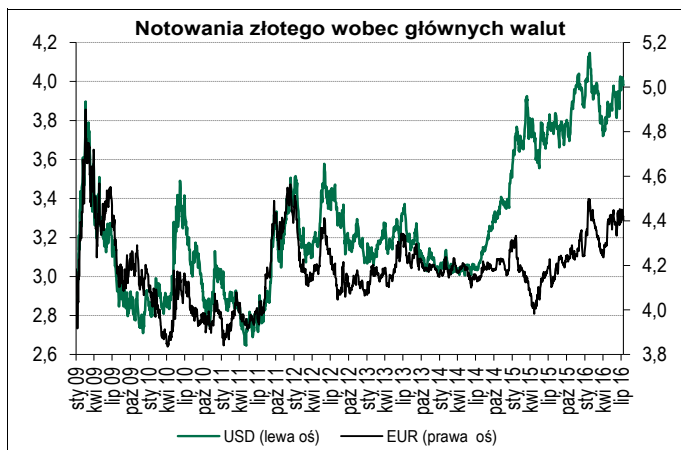
Czynniki ryzyka dla rubla wciąż aktualne

▪ USDRUB poruszał się w ostatnich tygodniach w trendzie bocznym z lekką tendencją spadkową w wyniku utrzymania się ceny ropy Brent blisko lokalnego szczytu.

▪ Po zmianie retoryki w kwietniu, rosyjski bank centralny obniżył w czerwcu stopy procentowe o 50 pb (główną do 10,50%). Bank zaznaczył, że dalsze obniżki są możliwe jeśli inflacja będzie się kształtowała zgodnie z prognozami banku. Była to pierwsza obniżka stóp od lipca 2015 i wg nas w pewnym stopniu była ona podyktowana aprecjacją rubla z ostatnich miesięcy.

▪ Widzimy duże szanse na wzrost USDRUB w wyniku ryzyka korekty na rynku surowców, możliwych dalszych cięć stóp w Rosji i przedłużenia sankcji ekonomicznych przez UE/USA.

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
Lipiec '15	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			
luty	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/I/0823	2000-4000	4801,7			
czerwiec	9.06	OK1018/DS0726	3000-4000	4321,7					27.06	OK0716/I/0816/PS1016	odwołany
lipiec	7.07	OK1018/DS0726	3000-4000	4431,9	28.07	Do ogłoszenia	4000-9000				

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja odkupu

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

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

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Bloomberg

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		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	lip 16
PMI	pkt.	54,3	54,5	51,1	50,9	52,2	52,1	52,1	50,9	52,8	53,8	51,0	52,1	51,8	52,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	7,4	3,8	5,3	4,0	2,4	7,8	6,7	1,3	6,8	0,7	6,0	3,5	6,4	1,3
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-2,5	-0,1	4,8	-2,5	-5,2	1,2	-0,4	-8,6	-10,5	-15,8	-14,9	-13,7	-10,9	-13,9
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	3,8	1,2	-0,3	0,1	0,8	3,3	4,9	0,9	3,9	0,8	3,2	2,2	3,7	4,4
Stopa bezrobocia	%	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	8,6
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	2,5	3,3	3,4	4,1	3,3	4,0	3,1	4,0	3,9	3,3	4,6	4,1	4,8	4,4
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	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	2,8
Eksport (w euro)	% r/r	10,6	5,2	8,1	3,0	4,5	12,6	11,5	-0,9	5,9	0,8	4,8	1,4	6,3	2,8
Import (w euro)	% r/r	10,3	7,3	6,7	5,2	0,2	6,7	3,8	0,6	7,7	1,1	0,4	4,6	5,7	3,5
Bilans handlowy	mIn EUR	-165	-727	-150	19	252	574	294	441	316	444	520	75	-100	-861
Rachunek bieżący	mIn EUR	-963	-1,174	-574	-608	-305	405	-573	771	-529	54	594	352	-855	-1,240
Rachunek bieżący	% PKB	-0,4	-0,5	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-26,1	-26,6	-25,9	-31,1	-34,5	-36,1	-42,6	1,8	-3,1	-9,6	-11,1	-13,5	-22,1	-27,4
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	56,7	57,7	56,1	67,6	74,8	78,4	92,5	-3,2	5,7	17,5	20,3	24,6	40,3	50,0
Inflacja (CPI)	% r/r	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,9	-0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-0,8	-1,0
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	0,2	0,4	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-0,3
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,4	-1,8	-2,7	-2,8	-2,3	-1,8	-0,8	-1,2	-1,5	-1,9	-1,2	-0,7	-1,1	-0,8
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	8,2	8,5	7,2	8,3	8,9	9,3	9,1	10,2	10,1	9,1	11,6	11,5	11,6	11,1
Zobowiązania	% r/r	8,7	8,8	7,7	8,9	9,2	9,7	9,1	9,9	10,4	9,4	11,6	11,8	11,7	11,6
Należności	% r/r	7,9	7,9	7,6	7,9	7,7	7,0	6,9	6,2	5,8	4,4	6,7	5,0	5,0	4,8
EUR/PLN	PLN	4,16	4,15	4,19	4,22	4,25	4,25	4,29	4,41	4,40	4,29	4,31	4,41	4,40	4,40
USD/PLN	PLN	3,71	3,78	3,77	3,75	3,78	3,96	3,95	4,06	3,96	3,87	3,80	3,90	3,92	3,97
CHF/PLN	PLN	3,98	3,96	3,89	3,86	3,91	3,92	3,96	4,03	3,99	3,93	3,94	3,99	4,04	4,04
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	%	1,70	1,72	1,72	1,72	1,73	1,73	1,72	1,71	1,69	1,67	1,67	1,67	1,69	1,70
Rentowność obligacji 2L	%	1,91	1,82	1,79	1,79	1,65	1,58	1,71	1,46	1,46	1,44	1,48	1,54	1,70	1,69
Rentowność obligacji 5L	%	2,68	2,45	2,40	2,43	2,18	2,10	2,28	2,24	2,26	2,18	2,25	2,24	2,38	2,20
Rentowność obligacji 10L	%	3,20	3,00	2,88	2,91	2,66	2,73	2,93	3,04	3,03	2,88	2,95	3,04	3,11	3,00

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	1,850,7	413,1	431,0	437,1	508,4	426,2	443,3	451,7	529,6
PKB	% r/r	1,3	3,3	3,6	3,1	3,6	3,1	3,4	4,3	3,0	3,1	3,1	3,2
Popyt krajowy	% r/r	-0,7	4,9	3,3	3,5	2,9	3,0	3,0	4,5	4,1	2,9	3,5	3,6
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	0,5	11,8	5,8	4,4	4,4	-1,8	-0,5	0,5	2,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	2,3	3,4	4,8	4,7	5,3	3,9	4,3	6,0	3,0	5,3	6,2	4,4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-10,3	4,3	0,3	-7,4	1,4	1,9	0,5	-1,5	-12,2	-13,1	-9,8	1,0
Sprzedż detaliczna ^a	% r/r	2,6	3,1	1,5	4,0	0,7	1,4	0,4	3,2	1,9	3,2	5,7	5,0
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	3,8	4,1	3,1	3,0	3,2	3,1	4,4	3,7	4,2
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	4,1	9,8	9,0	5,3	9,3	2,0	4,2	4,8	5,4
Import (w euro)	% r/r	0,2	8,3	4,9	4,3	3,5	6,2	6,4	3,4	3,2	3,5	4,5	6,0
Bilans handlowy	mIn EUR	-335	-3,255	2,135	1,848	1,651	216	-852	1,120	1,200	495	-765	918
Rachunek bieżący	mIn EUR	-5,031	-8,303	-1,059	-1,839	900	864	-2,348	-475	296	91	-2,243	17
Rachunek bieżący	% PKB	-1,3	-2,0	-0,2	-0,4	-1,3	-0,4	-0,4	-0,2	-0,4	-0,6	-0,6	-0,4
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	-0,9	-0,9	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	-0,8	-0,6	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	0,3
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,3	-1,5	-2,2	-0,6	-2,7	-2,1	-2,4	-1,6	-1,5	-1,0	-0,1	0,4
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	6,2	8,2	9,1	7,8	8,7	8,2	8,3	9,1	9,1	11,6	11,2	7,8
Zobowiązania ^b	% r/r	6,6	9,0	9,1	7,3	9,2	8,7	8,9	9,1	9,4	11,7	11,3	7,3
Należności ^b	% r/r	3,5	7,2	6,9	4,2	7,8	7,9	7,9	6,9	4,4	5,0	4,3	4,2
EUR/PLN	PLN	4,20	4,18	4,18	4,39	4,20	4,09	4,19	4,26	4,37	4,37	4,42	4,40
USD/PLN	PLN	3,16	3,15	3,77	3,97	3,72	3,70	3,77	3,90	3,96	3,87	4,01	4,02
CHF/PLN	PLN	3,41	3,45	3,92	4,00	3,93	3,93	3,90	3,93	3,98	3,99	4,04	4,00
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	1,70	1,87	1,67	1,72	1,73	1,69	1,68	1,71	1,74
Rentowność obligacji 2L	%	2,98	2,46	1,70	1,59	1,61	1,75	1,80	1,65	1,45	1,57	1,67	1,65
Rentowność obligacji 5L	%	3,46	2,96	2,21	2,23	1,90	2,35	2,43	2,19	2,23	2,29	2,18	2,23
Rentowność obligacji 10L	%	4,04	3,49	2,69	3,02	2,24	2,79	2,93	2,77	2,98	3,04	2,99	3,07

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 13.07.2016 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