

WYDARZENIA GOSPODARCZE W KRAJU I NA ŚWIECIE

Czerwiec 2014



Najważniejsze wydarzenia gospodarcze w czerwcu

1

Aktywność polskiej gospodarki w kwietniu i maju br. była zbliżona do tej z I kw. Zdaniem GUS dynamika PKB Polski w II kw. br. utrzymała się na poziomie z I kw. (tj. 3,4% r/r) lub nieznacznie wzrosła. Ministerstwo Finansów prognozuje, że w całym 2014 r. PKB wzrośnie o 3,3%.

W okresie styczeń-maj 2014 r. produkcja przemysłowa wzrosła o 4,7% r/r, osiągając w maju dynamikę na poziomie 4,4% r/r. Wg danych o koniunkturze w sektorze przemysłowym widoczny jest spadek portfela zamówień zagranicznych, co wynika m.in. z eskalacji konfliktu ukraińsko-rosyjskiego. Wciąż rosną natomiast zamówienia krajowe.

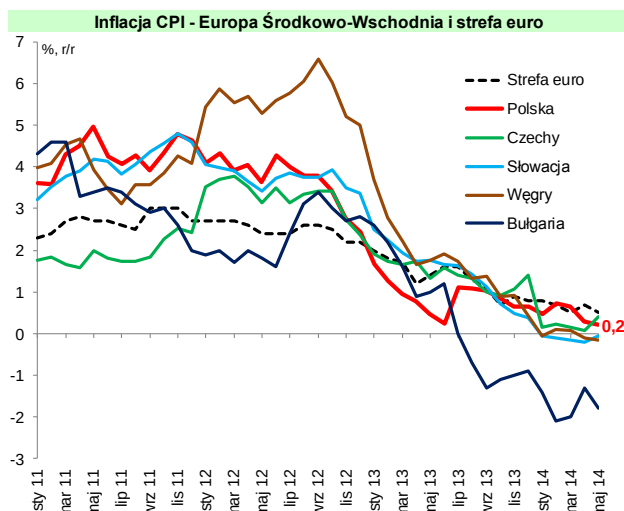
Od IV kw. 2013 r. widoczny jest pozytywny trend na polskim rynku pracy – stopa bezrobocia spadła w maju do 12,5% (z 14% w styczniu br. i z 13,5% w maju roku ubiegłego), przy rosnącej dynamice zatrudnienia (0,7% r/r w maju) i realnych wynagrodzeń (4,6% r/r). Mimo poprawy na rynku pracy, która powinna korzystnie wpłynąć na sytuację finansową gospodarstw domowych, odnotowano umiarkowany wzrost sprzedaży detalicznej (3,8% r/r w maju).

2

Roczna inflacja CPI spadła w maju do 0,2% r/r, a więc znacznie poniżej dolnej granicy odchyłeń od celu inflacyjnego NBP na poziomie 1,5% r/r. Na niską inflację w kraju przekłada się m.in. niska lub ujemna dynamika cen w otoczeniu gospodarczym Polski.

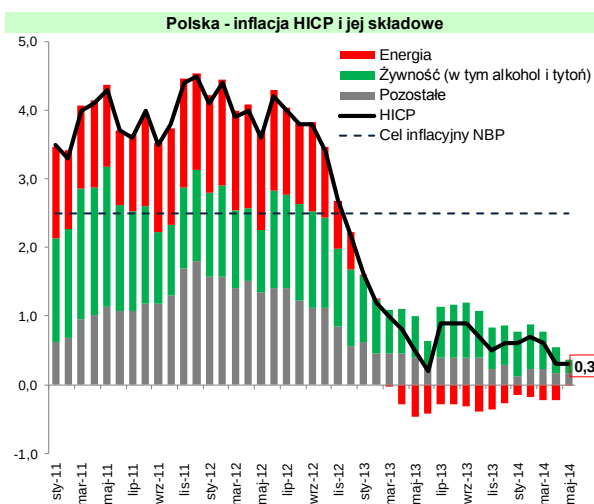
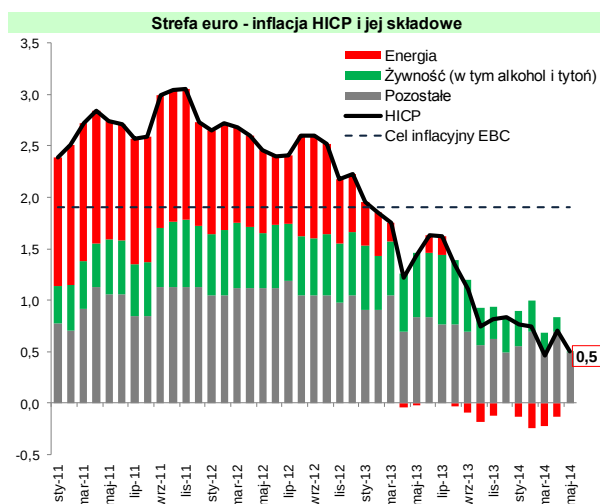
Inflacja w strefie euro utrzymuje się wyraźnie poniżej celu inflacyjnego EBC od wielu miesięcy (0,5% r/r w czerwcu). W niektórych państwach UE z regionu Europy Środkowo-Wschodniej notowane są zjawiska deflacyjne – m.in. w Bułgarii (-1,8% r/r w maju),

na Węgrzech (-0,2% r/r) i na Słowacji (-0,2% r/r w kwietniu i 0,0% r/r w maju).



Głównym czynnikiem spadku inflacji w Polsce i krajach regionu był nietypowy dla tego miesiąca spadek cen żywności (o 0,8% r/r w Polsce). Wynika to z jednej strony z czynników lokalnych, takich jak znacznie lepsze warunki pogodowe niż przed rokiem czy też embargo na eksport polskiego mięsa do Rosji i w efekcie spadek cen w kraju, oraz globalnych – m.in. ze stabilizacji cen

surowców rolnych na świecie. W ostatnich miesiącach do wyhamowania inflacji przyczyniła się również stabilizacja światowych cen surowców energetycznych. Ceny żywności i energii należą do wysoce zmiennych, jednak również po ich wyłączeniu inflacja bazowa utrzymuje się na niskim poziomie – 0,8% r/r zarówno w Polsce, jak i w strefie euro.



Wskaźniki inflacji cen producentów PPI od dłuższego czasu znajdują się poniżej 0% r/r w strefie euro (od kwietnia 2013 r.) i w Polsce (od października 2012 r.). Spadające ceny wyrobów gotowych oraz koszty produkcji wskazują na brak presji na wzrost cen od strony podaży.

Zarówno Prezes NBP, jak i Minister Finansów zwracają uwagę na zagrożenie deflacją. W reakcji na możliwość pojawienia się deflacji, a także na umiarkowane dane odnośnie wzrostu gospodarczego w Polsce, niektórzy członkowie Rady Polityki Pieniężnej zapowiedzieli możliwość złożenia wniosku o obniżkę stóp procentowych, natomiast Prezes NBP powiedział, że również nie wyklucza obniżek kosztu pieniądza przez RPP.

3

Niska inflacja oraz powolny wzrost gospodarczy w strefie euro skłoniły Europejski Bank Centralny do kolejnej obniżki kosztu pieniądza (o 10 p.b. do 0,15%), wprowadzenia zestawu instrumentów pozwalających na dalsze dostosowanie polityki monetarnej oraz zaktywizowanie akcji

kredytowej i wsparcia gospodarki realnej (m.in. poprzez TLTRO – *Targeted Long-term Refinancing Operations*). W USA natomiast w czerwcu Federalny Komitet ds. Otwartego Rynku (*Federal Open Market Committee – FOMC*) podjął decyzję o kolejnym obniżeniu skali skupu aktywów w ramach programu QE3. W ocenie FOMC bieżąca sytuacja gospodarcza stwarza wystarczające podstawy do poprawy sytuacji na rynku pracy. Ponadto po długim okresie kształtowania się inflacji na niskim poziomie, wskaźnik PCE (*Personal Consumption Expenditure*, do którego odnosi się cel inflacyjny na poziomie 2,0% r/r) w ostatnich miesiącach zaczął przyspieszać i wyniósł w maju 1,8% r/r. Według FOMC widoczna jest poprawa wskaźników zatrudnienia, umiarkowany wzrost wydatków gospodarstw domowych oraz ożywienie inwestycji przedsiębiorstw. FOMC podkreślił jednak utrzymywanie się stopy bezrobocia na podwyższonym poziomie (6,3% w maju) oraz negatywny wpływ polityki fiskalnej na wzrost gospodarczy (choć wpływ tego czynnika stopniowo wygasa).

Skala miesięcznego skupu została zredukowana o 10 mld USD do 35 mld USD (w tym obligacji hipotecznych (*mortgage-backed securities – MBS*) do 15 mld USD z 20 mld USD i obligacji skarbowych do poziomu 20 mld USD z 25 mld USD). Komitet zdecydował również o utrzymaniu głównej stopy procentowej w przedziale 0-0,25% oraz zapowiedział, że prawdopodobnie pozostanie ona na tym poziomie przez pewien czas po wygaszeniu programu skupu aktywów, w szczególności jeśli projekcje inflacji będą wskazywały na utrzymywanie się jej poniżej celu. Bank centralny opublikował również prognozy makroekonomiczne dla gospodarki USA, obniżając oczekiwania dla wzrostu PKB w 2014 r.:

Prognozy makroekonomiczne FOMC

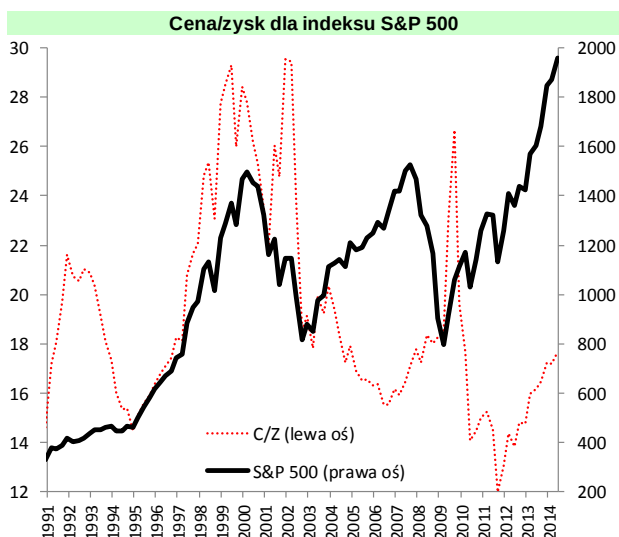
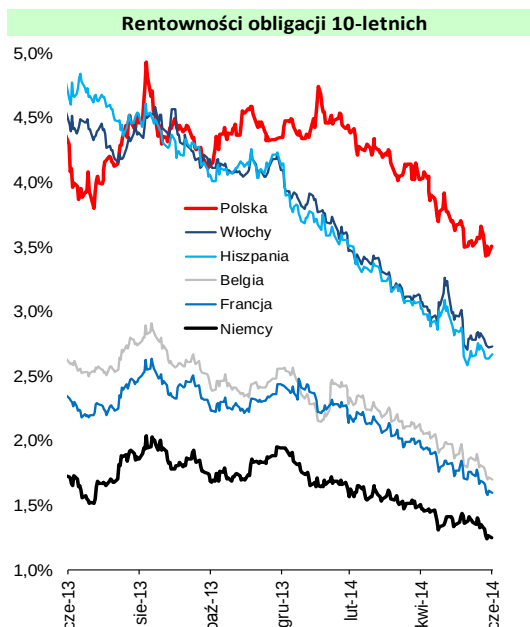
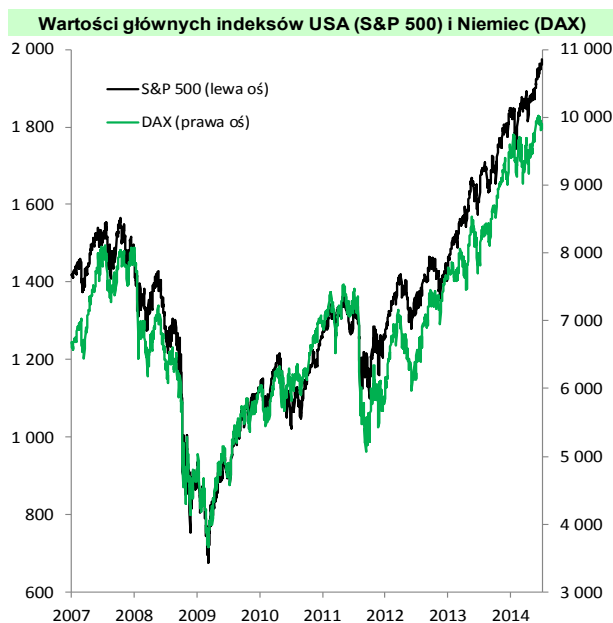
Rok fiskalny		2014	2015	2016	Długi okres
PKB (% r/r)	Bieżąca prognoza	2,1-2,3	3,0-3,2	2,5-3,0	2,1-2,3
	Prognoza z marca b.r.	2,8-3,0	3,0-3,2	2,5-3,0	2,2-2,3
Stopa bezrobocia (%)	Bieżąca prognoza	6,0-6,1	5,4-5,7	5,1-5,5	5,2-5,5
	Prognoza z marca b.r.	6,1-6,3	5,6-5,9	5,2-5,6	5,2-5,6
Inflacja PCE (% r/r)	Bieżąca prognoza	1,5-1,7	1,5-2,0	1,6-2,0	2,0
	Prognoza z marca b.r.	1,5-1,6	1,5-2,0	1,7-2,0	2,0

Źródło: FOMC

4

Ekspansywna polityka pieniężna największych banków centralnych w ostatnich latach, a także ostatnie działania EBC, miały wyraźny wpływ na światowy rynek skarbowych papierów wartościowych. Rentowności obligacji skarbowych większości państw Europy zanotowały wyraźny spadek, który był kontynuowany w czerwcu m.in. za sprawą ekspansywnej polityki monetarnej EBC. Rentowność 10-letnich obligacji Niemiec zbliżyła się na koniec miesiąca do rekordowo niskich wartości, osiągając 1,25%. W ślad za nimi spadały rentowności obligacji innych państw europejskich, osiągając historycznie niskie poziomy, w tym m.in. Francji (1,58%), Belgii (1,70%), Irlandii (2,33%), Hiszpanii (2,58%) czy Włoch (2,70%).

Podobna sytuacja ma miejsce na światowych giełdach. Pomimo umiarkowanych danych nt. koniunktury w USA, czy też wskazujących na powolny wzrost w strefie euro, najważniejsze indeksy giełdowe tych regionów notują wysokie tempo wzrostu i osiągają najwyższe w historii wartości.



Silny wzrost amerykańskiego indeksu S&P 500 w ciągu ostatnich 2 lat wiązał się z wyraźnym wzrostem relacji ceny do zysku, a więc z szybszym wzrostem wartości notowanych spółek niż wynikałoby to z poprawy ich wyników finansowych.



Sytuacja makroekonomiczna w Polsce

Prognozy gospodarcze

- Bank Światowy oraz Międzynarodowy Fundusz Walutowy przedstawiły swoje prognozy wzrostu gospodarczego Polski oraz wskazały na ewentualne ryzyka:

Prognozy wzrostu PKB			
	2014	2015	2016
MFW	3,3	3,5	3,5
BŚ	3,3	3,5	3,8

Wśród ryzyk dla wzrostu gospodarczego Polski wymieniono m.in.: ewentualne spowolnienie wzrostu w strefie euro, napięcia polityczne pomiędzy Unią Europejską i Ukrainą a Rosją, możliwe pogorszenie kondycji sektora finansowego w skali globalnej (co może skutkować odpływem kapitału z gospodarek wschodzących).

- W ocenie GUS tempo wzrostu gospodarczego w II kw. br. może być równe lub nieco wyższe niż 3,4% r/r** osiągnięte w I kw. br., ponieważ dynamika produkcji przemysłowej po 2 miesiącach II kw. była niższa niż w pierwszych 2 miesiącach I kw.

Bieżąca koniunktura gospodarcza

- Dynamika produkcji przemysłowej w maju wyniosła 4,4% r/r (5,4% r/r w kwietniu).** Po wyeliminowaniu czynników o charakterze sezonowym (m.in. 1 dzień roboczy więcej niż w maju zeszłego roku) dynamika produkcji wyniosła 2,7% r/r, wobec 5,3% r/r w kwietniu. Spadek dynamiki względem poprzedniego miesiąca odnotowano w górnictwie (do -8,7% r/r z -5,5%) i przetwórstwie przemysłowym (do 5,7% r/r z 8,3% r/r). Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w maju o 10,0% r/r, wobec 12,2% r/r w kwietniu.

Oslabienie koniunktury w sektorze przemysłowym było sygnalizowane m.in. przez spadek PMI dla przemysłu w ostatnich miesiącach. Na PMI pewien wpływ wywarł spadek zamówień eksportowych wynikający głównie z destabilizacji sytuacji politycznej na Ukrainie i w Rosji. Wg danych GUS nt. koniunktury w przemyśle, w czerwcu wyhamował również wzrost portfela zamówień krajowych, przy dalszym spadku zamówień zagranicznych.

- W maju odnotowano umiarkowany wzrost sprzedaży detalicznej równy 3,8% r/r (8,4% r/r w kwietniu).** Przyczyniło się do tego wygaśnięcie efektu Świąt Wielkonocnych, które w tym roku przypadały na kwiecień, a także spadek sprzedaży pojazdów mechanicznych o 5,0% r/r (po wzroście o 9,2% r/r w kwietniu) wynikający z wygaśnięcia ulgi na VAT od tzw. samochodów „z kratką”. Wyraźnie niższa niż w kwietniu była dynamika sprzedaży żywności, mebli, RTV/AGD, prasy i książek oraz sprzedaży w sklepach dyskontowych.

Kontynuowana jest poprawa sytuacji na rynku pracy – spadek stopy bezrobocia (do 12,5% w maju i wg MPiPS do 12,0-12,1% w czerwcu), wzrost zatrudnienia (o 0,7% r/r w maju) oraz wzrost wynagrodzeń w sektorze przedsiębiorstw (o 4,8% r/r), co w połączeniu z rekordowo niską inflacją daje wyraźny wzrost wynagrodzeń w ujęciu realnym. Poprawa warunków finansowych gospodarstw domowych wraz z obserwowanym wzrostem nastrojów konsumentów może się przełożyć na większą skłonność do konsumpcji.

- Wg opracowania NBP „Sytuacja finansowa sektora gospodarstw domowych (GD) w IV kw. 2013 r.”, pomimo pewnych pozytywnych tendencji na rynku pracy, **dochody do dyspozycji GD spadły w IV kw. ub.r. o 0,5% r/r**, po wzroście o 1,2% r/r kwartał wcześniej. Wzrost realnych wynagrodzeń o 2,9% r/r nie zrekomensował w tym przypadku spadku przeciętnego zatrudnienia w gospodarce narodowej o 1,2% r/r. Dane za I i II kw. 2014 r. świadczą natomiast o przyspieszeniu zarówno zatrudnienia, jak i wynagrodzeń, co może pozytywnie wpływać na kondycję finansową GD.
- Inflacja CPI spadła w maju do 0,2% r/r z 0,3 % r/r w kwietniu.** Inflacja bazowa netto (po wyłączeniu cen żywności i energii) pozostała na niezmiennym poziomie 0,8% r/r.

Porównanie inflacji w maju i kwietniu

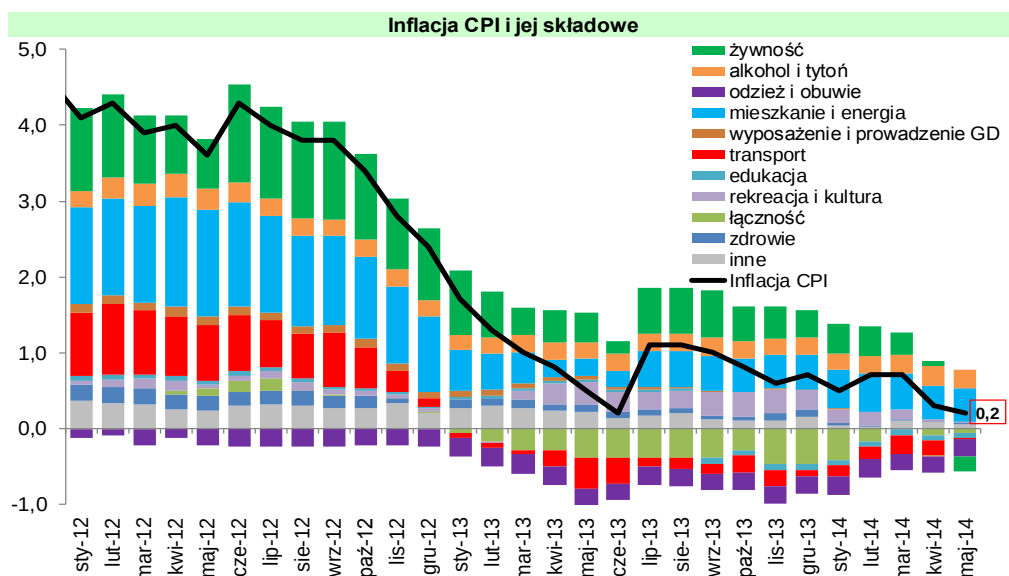
	maj		kwiecień	
	r/r	m/m	r/r	m/m
Inflacja CPI	0,2	-0,1	0,3	0,0
Inflacja bazowa	0,8	0,0	0,8	0,3
Żywność, napoje bezalkoholowe i alkoholowe oraz tytoń	0,2	-0,3	1,1	-0,3
w tym: żywność i napoje bezalkoholowe	-0,8	-0,4	0,3	-0,5
w tym: żywność	-0,8	-0,5	0,5	-0,5
alkohol i tytoń	3,9	0,2	3,9	0,3
Odzież i obuwie	-4,6	-0,1	-4,4	2,8
Mieszkanie	1,6	0,0	1,7	0,0
Użytkowanie mieszkania i nośniki energii	2,0	0,0	2,1	0,0
w tym: nośniki energii	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1
Wyposażenie mieszkania i prowadzenie gospodarstwa domowego	-0,1	0,2	-0,3	0,0
Zdrowie	0,3	0,4	0,2	0,0
Transport	-0,1	-0,4	-2,1	-0,1
w tym: paliwa do prywatnych środków transportu	0,4	0,2	-3,8	-1,0
Łączność	-1,1	-0,1	-1,7	-1,5
Rekreacja i kultura	0,3	-0,6	0,3	0,3
Edukacja	-6,3	0,0	-6,3	0,0
Restauracje i hotele	1,5	0,2	1,6	0,2
Inne towary i usługi	0,0	0,0	-0,2	0,1

Na obniżenie inflacji w maju największy wpływ miał, pierwszy od 2006 r., spadek cen żywności (w ujęciu rocznym). Nieco niższa niż przed miesiącem była również inflacja kosztów związanych z mieszkaniem. Ponadto pogłębił się już dotychczas silny spadek cen odzieży i obuwia.

Wpływ na spadek dynamiki cen w ostatnich miesiącach miał również aprecjacyjny trend złotego, a także niska inflacja importowana ze strefy euro (HICP w strefie spadła w maju do 0,5% r/r).

Skokowy, jednorazowy wzrost inflacji w lipcu ub.r. stwarza wysoką bazę odniesienia dla wskaźnika CPI w tym roku, co może skutkować pojawieniem

się deflacji. W ocenie Ministra Finansów deflacja może się rozpocząć w miesiącach letnich i utrzymać w kilku kolejnych.



Finanse publiczne

- ♦ MF przedstawiło „Założenia projektu budżetu państwa na rok 2015”, zgodnie z którym deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych spadnie do 2,7% PKB (wg metodologii ESA'2010) z szacowanych na 2014 r. 3,5% PKB. Spadek deficytu poniżej 3,0% PKB pozwoli Polsce na wyjście z procedury nadmiernego deficytu nałożonego przez Radę Ecofin.

Podstawowym, korzystnym czynnikiem dla wykonania dochodów budżetu państwa w 2015 r. będzie stopniowe przyspieszenie wzrostu gospodarczego Polski – MF prognozuje wzrost PKB o 3,3% w 2014 r. i 3,8% w 2015 r. Oczekiwany wzrost udziału popytu krajowego wśród składowych PKB będzie miał pozytywny wpływ na dochody z tytułu podatków pośrednich, stanowiących największą kategorię dochodów budżetowych. Ponadto MF oczekuje, że w 2015 r. pojawią się pierwsze pozytywne dla budżetu państwa skutki działań mających na celu „uszczelnienie” systemu podatkowego.

Wydatki budżetu państwa będą zdeterminowane realizacją zaleceń Rady Ecofin odnośnie redukcji nadmiernego deficytu do 2015 r. Podobnie jak w 2014 r. będzie miało miejsce zamrożenie płac w sektorze rządowym i ubezpieczeń społecznych (z wyjątkiem pracowników uczelni wyższych).

Założenia makroekonomiczne MF do budżetu na 2015 r.

Procesy realne		2013	2014	2015
PKB	% r/r	1,6	3,3	3,8
Eksport	% r/r	4,6	5	4,9
Import	% r/r	1,2	4	5,1
Popyt krajowy	% r/r	0	2,8	3,8
Konsumpcja	% r/r	1,2	2,2	2,5
prywatna	% r/r	0,8	2,2	3
publiczna	% r/r	2,8	2,4	1,1
Akumulacja	% r/r	-4,7	5,2	8,8
Inwestycje	% r/r	-0,2	4,1	7,2
PKB w cenach bieżących	mld PLN	1 636	1 705	1 806

Ceny

Inflacja CPI	% r/r	0,9	1,2	2,3
---------------------	--------------	------------	------------	------------

Wynagrodzenia

Przeciętne wynagrodzenie w gosp. narodowej	PLN	3 650	3 788	3 966
Dynamika wynagrodzeń w gosp. narodowej	% r/r	3,4	3,8	4,7
Dynamika wynagrodzeń w sekt. przeds.	% r/r	2,9	4,1	5,1
Dynamika realna wyangrodzeń w gosp. narodowej	% r/r	2,5	2,6	2,3

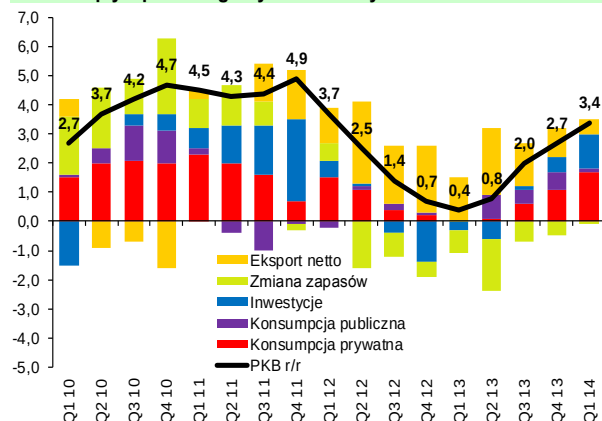
Rynek pracy

Stopa bezrobocia rejestrowanego (koniec okresu)	% r/r	13,4	12,8	12,2
Przeciętne zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	-1,1	0,4	0,7

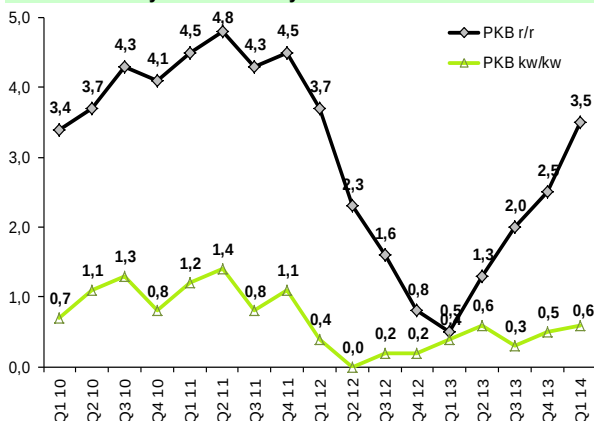
Źródło: MF

Wzrost gospodarczy

Wpływ poszczególnych składowych na wzrost PKB



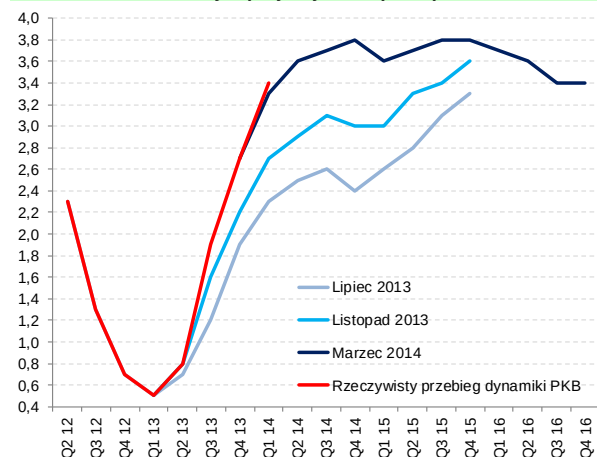
Dynamika PKB wyrównana sezonowo



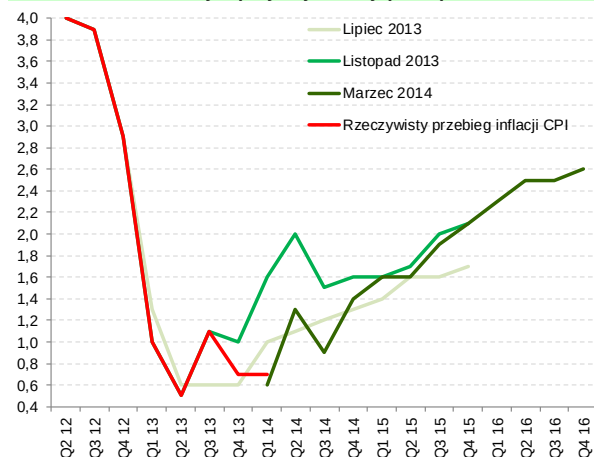
Źródło: Dane GUS

Projekcja inflacji i PKB NBP – marzec 2014 r. i poprzednie

Kolejne projekcje PKB (%; r/r)

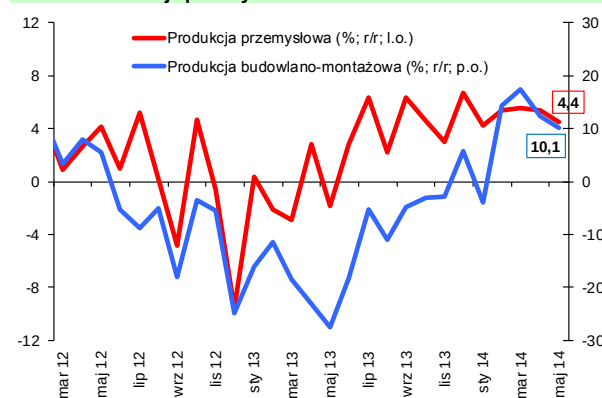


Kolejne projekcje inflacji (%; r/r)

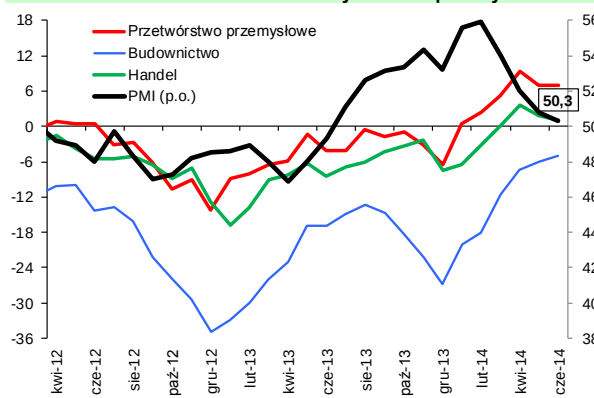


Produkcja przemysłowa

Produkcja przemysłowa i budowlano-montażowa



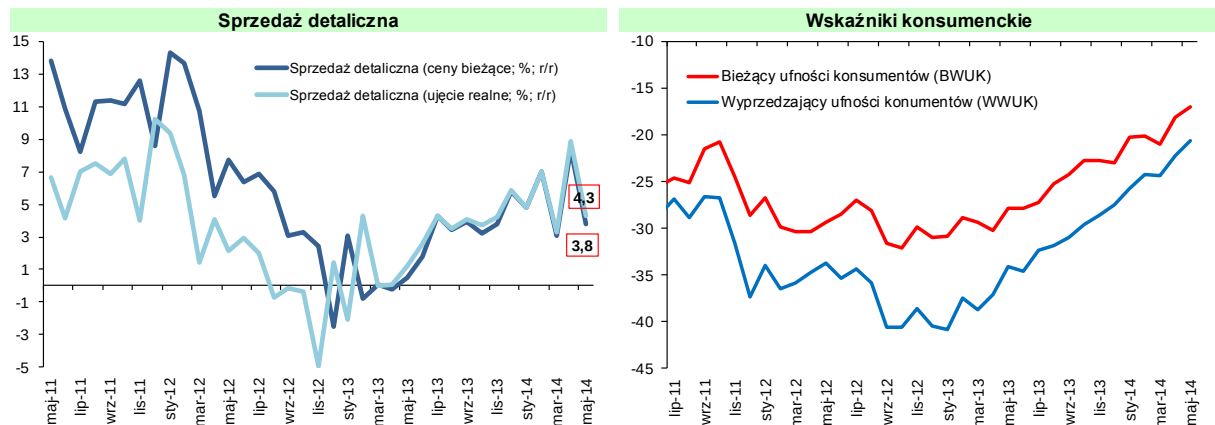
Wskaźniki klimatu koniunktury i PMI dla przemysłu



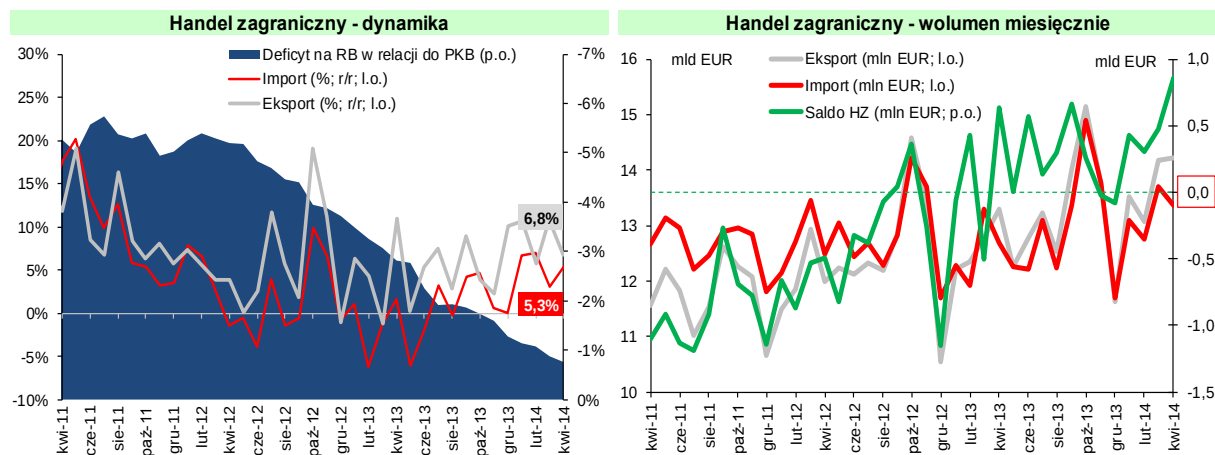
Źródło: Dane GUS, Markit Economics

Produkcja i nastroje producentów						
	przemysłowa	budow.-montaż.	PMI	Wskaźniki ogólnego klimatu koniunktury		
Data	% r/r	% r/r	pkt.	przetwórstwo przem.	budownictwo	handel
kwiecień 2013	2,9	-23,2	55,6	-5,8	-23,1	-8,2
maj 2013	-1,8	-27,5	55,9	-1,4	-16,8	-6,2
marzec 2014	5,5	17,4	54,0	5,1	-11,5	0,1
kwiecień 2014	5,4	12,2	52,0	9,3	-7,3	3,7
maj 2014	4,5	10,1	50,8	6,9	-6	1,8
czerwiec 2014	-	-	50,3	7,0	-5	1

Sprzedaż detaliczna

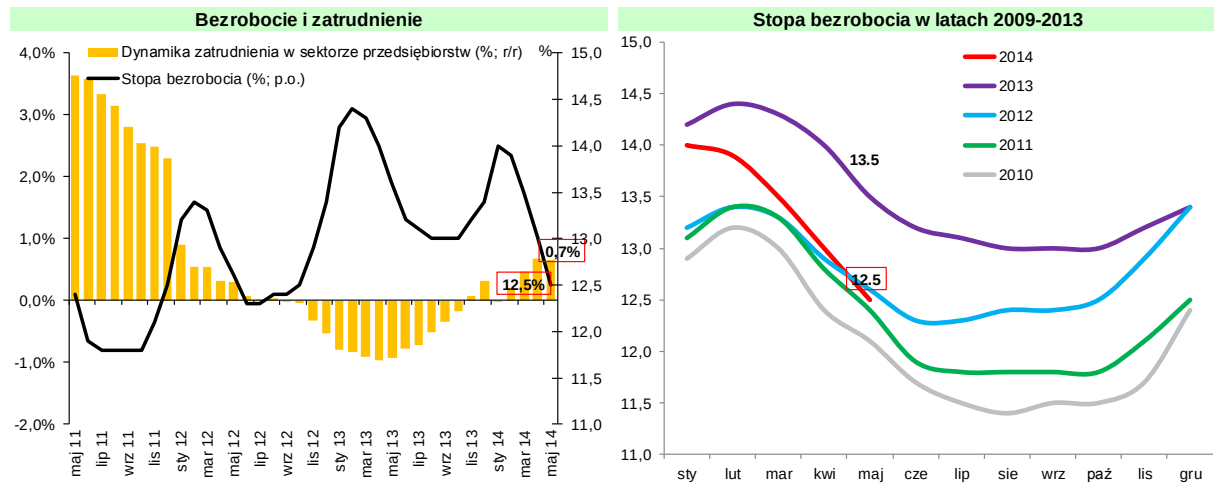


Handel zagraniczny



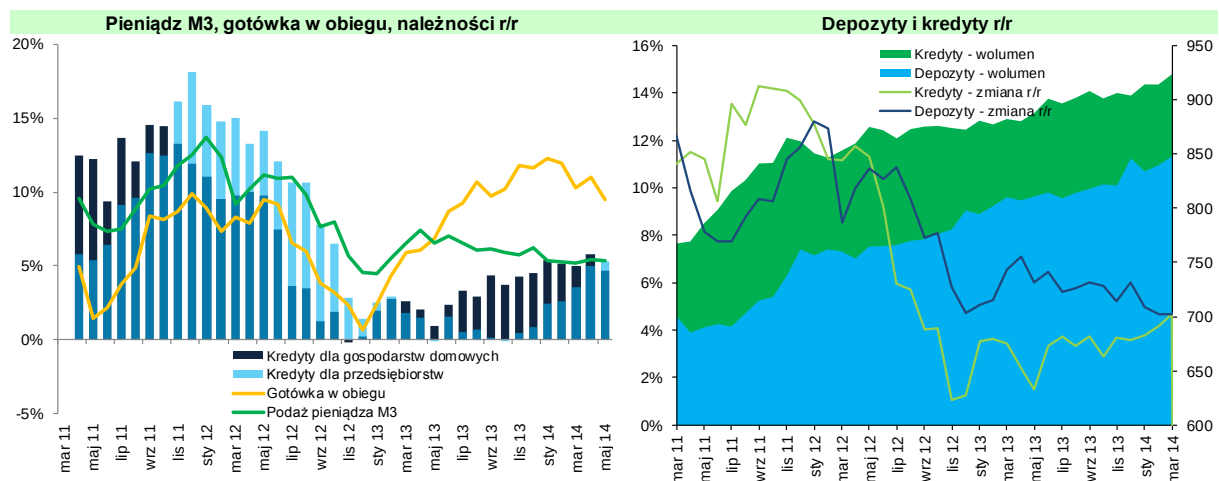
Źródło: Dane NBP

Rynek pracy



Źródło: Dane GUS

Podaż pieniądza*



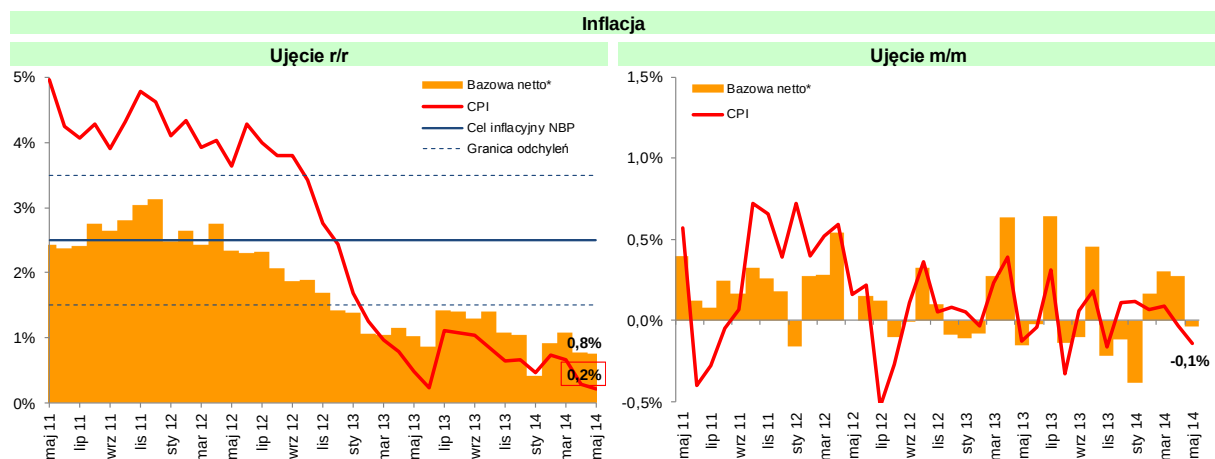
Źródło: Dane NBP

Podaż pieniądza w Polsce								
	gotówka w obiegu		M1		M2		M3	
Data	nominał (mld PLN)	dynamika (r/r)	nominał (mld PLN)	dynamika (r/r)	nominał (mld PLN)	dynamika (r/r)	nominał (mld PLN)	dynamika (r/r)
kwiecień 13	105,8	5,9%	487,4	7,3%	915,8	6,5%	932,0	6,6%
maj 13	107,5	6,1%	493,7	10,0%	914,7	7,0%	935,2	7,4%
marzec 14	114,7	12,0%	548,0	13,1%	954,3	5,5%	968,4	5,2%
kwiecień 14	116,7	10,3%	559,0	14,7%	964,6	5,3%	980,4	5,2%
maj 14	119,3	11,0%	548,4	11,1%	969,8	6,0%	986,1	5,4%

Źródło: Dane NBP

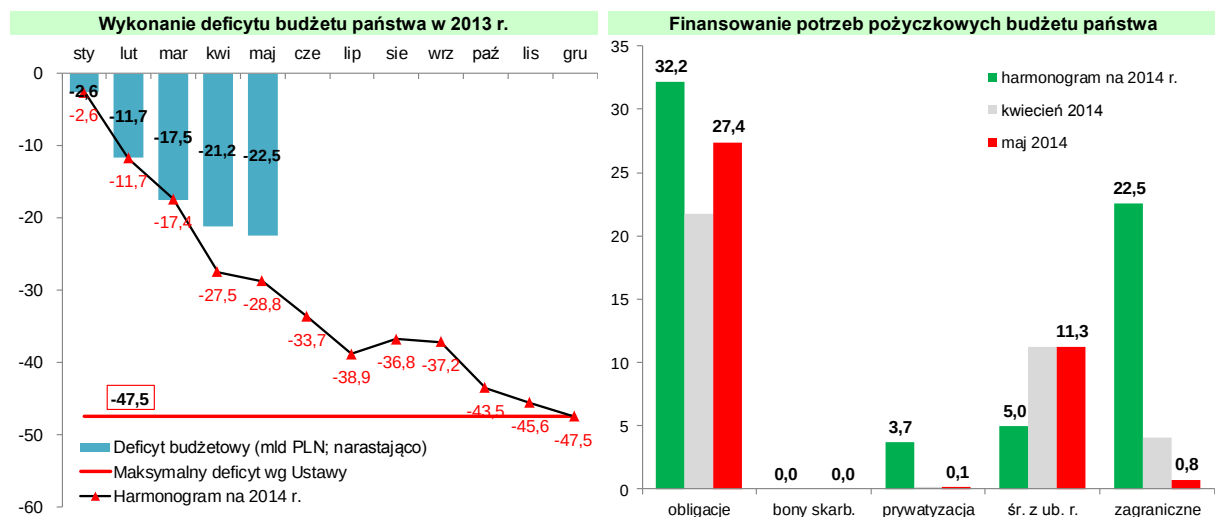
* Dane dotyczące kredytów i depozytów przedstawiane są w niniejszym raporcie zgodnie z klasyfikacją przyjętą w publikacji NBP „Podaż pieniądza M3 i czynniki jego kreacji”

Inflacja

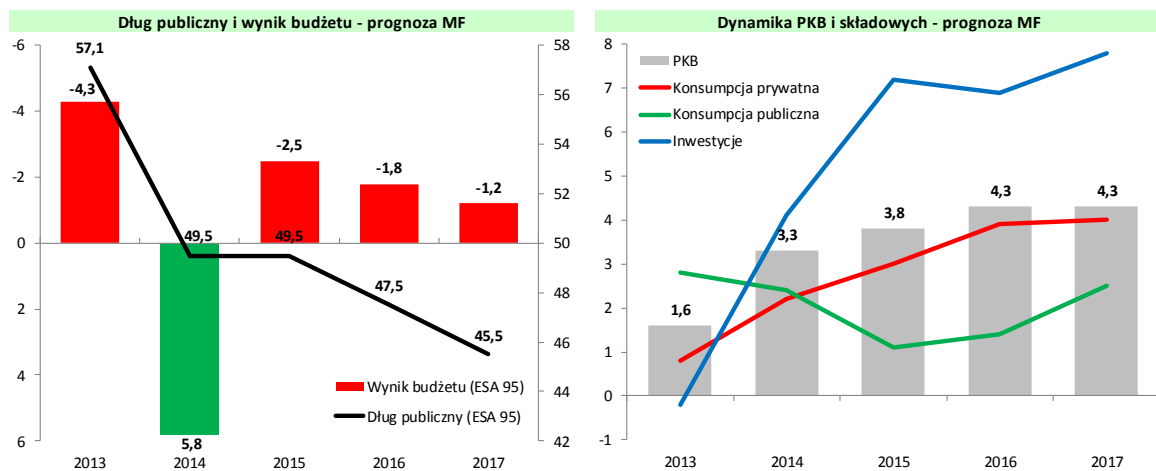


Źródło: Dane GUS, NBP: * wskaźnik inflacji bazowej po wyłączeniu cen żywności i energii

Finanse publiczne



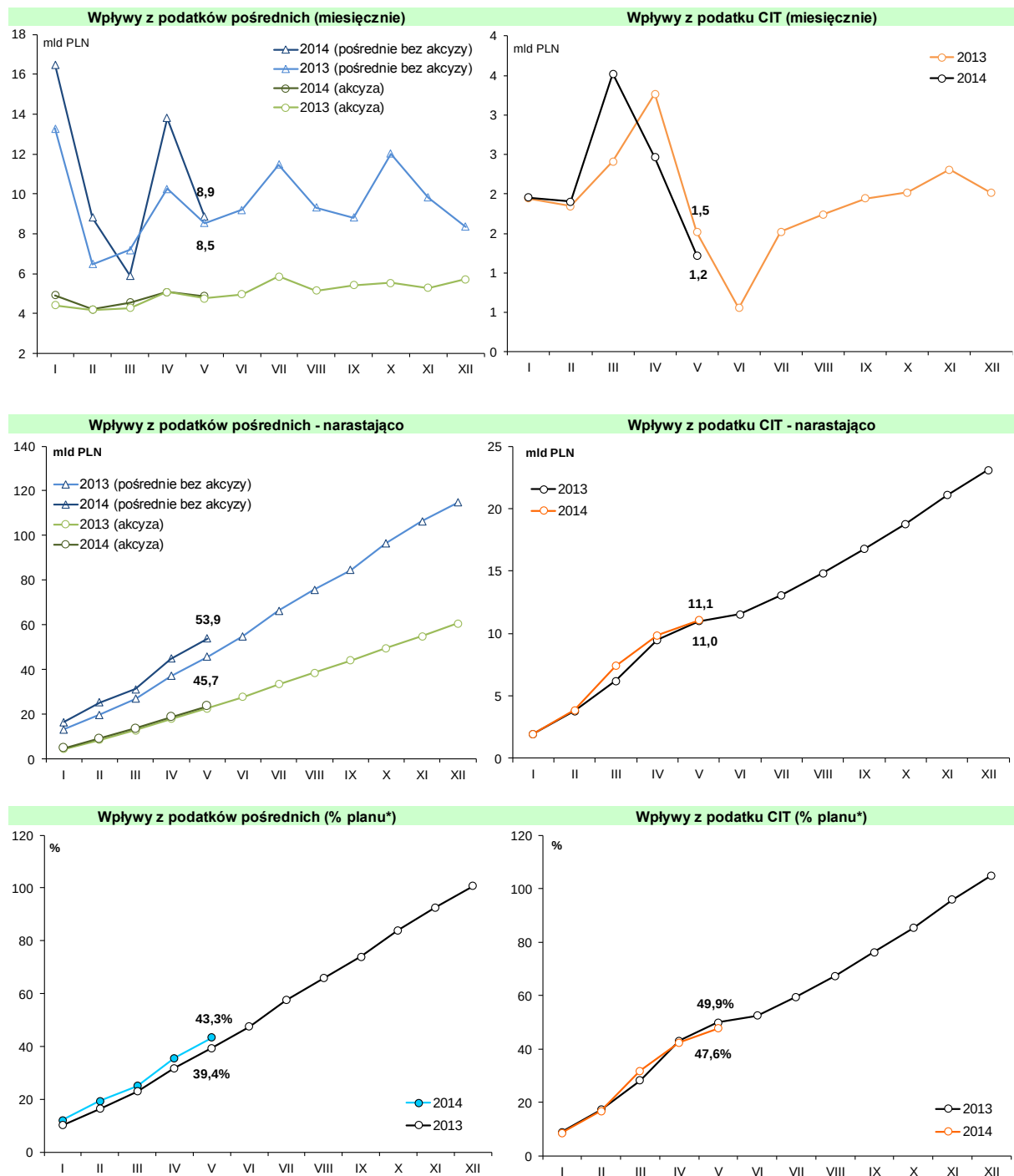
Źródło: Dane MF



Źródło: Program konwergencji. Aktualizacja 2014

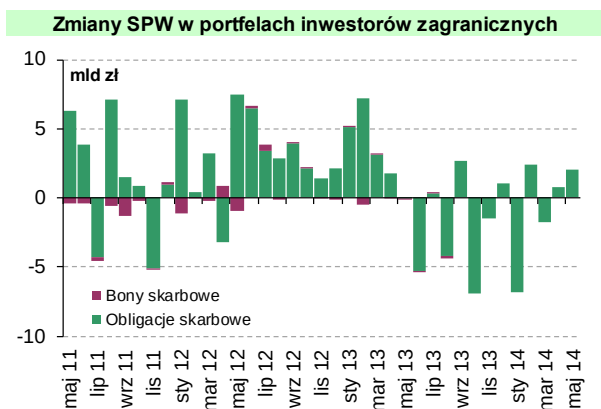
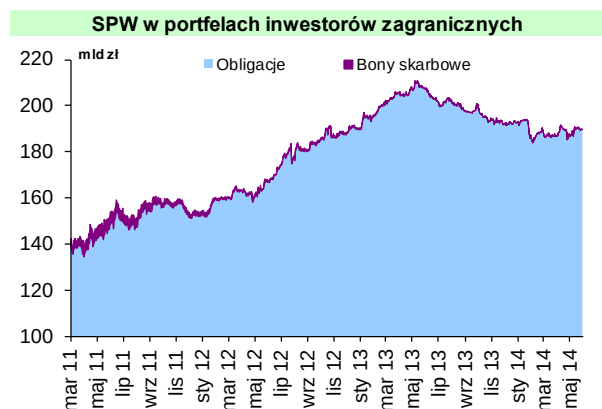
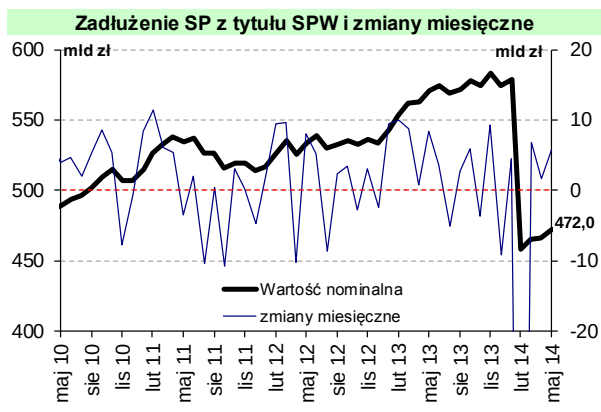
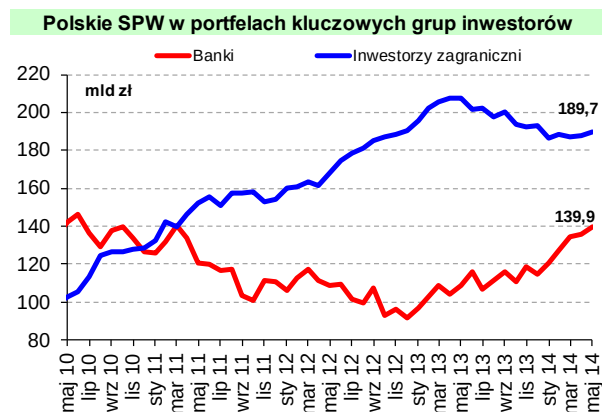
Źródło: MF, Strategia zarządzania długiem sektora finansów publicznych w latach 2013-2016

Realizacja dochodów i wydatków budżetu państwa



Źródło: MF

Polskie skarbowe papiery wartościowe



Źródło: MF, obliczenia własne

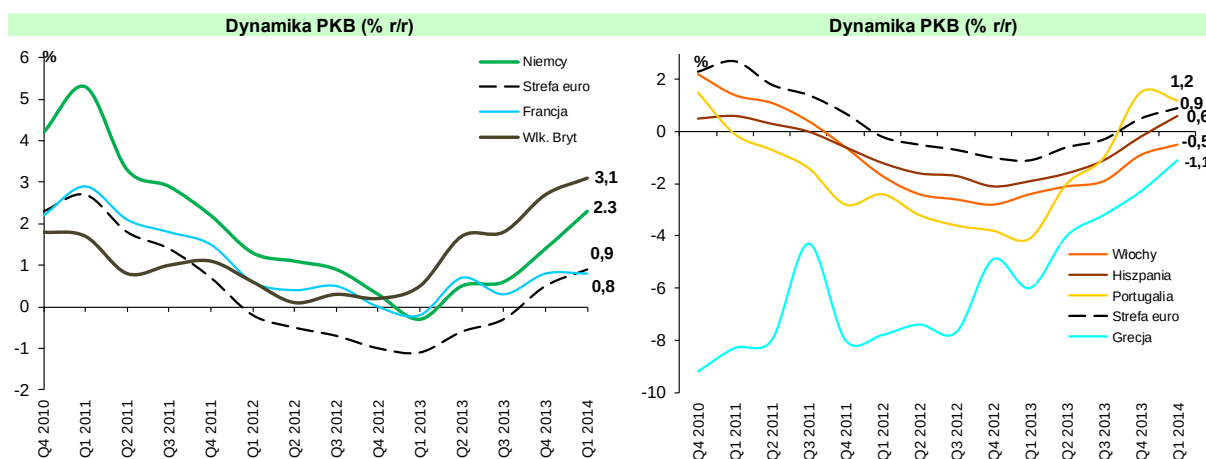
Polskie SPW w portfelach kluczowych grup inwestorów (mld PLN)									
Data	Zadłużenie SP z tytułu SPW, w tym:			Banki		Inwestorzy zagraniczni		Fundusze emerytalne	
	obligacje	bony	razem	wartość	udział	wartość	udział	wartość	udział
maj 2013	566,0	4,8	570,8	108,8	19,1%	207,2	36,3%	116,8	20,5%
kwiecień 2014	466,3	0,0	466,3	135,4	29,0%	187,6	40,2%	3,5	0,8%
maj 2014	472,0	0,0	472,0	139,9	29,6%	189,7	40,2%	3,3	0,7%
zmiana m/m	5,7	0,0	5,7	4,5	0,6 p.p.	2,0	-0,1 p.p.	-0,2	0,0 p.p.
zmiana r/r	-93,9	-4,8	-98,7	31,1	10,6 p.p.	-17,6	3,9 p.p.	-113,5	-19,8 p.p.

Źródło: MF, obliczenia własne: SPW – skarbowe papiery wartościowe, SP – Skarb Państwa, wartość i udział – w relacji do wartości SPW (razem)



Sytuacja makroekonomiczna w Europie

- Sytuacja gospodarcza w strefie euro wykazywała dalsze oznaki stopniowej poprawy. W I kw. br. miało miejsce zwiększenie dynamiki PKB do 0,9% r/r z 0,5% r/r, jak wynika z ostatecznych danych, opublikowanych w lipcu.



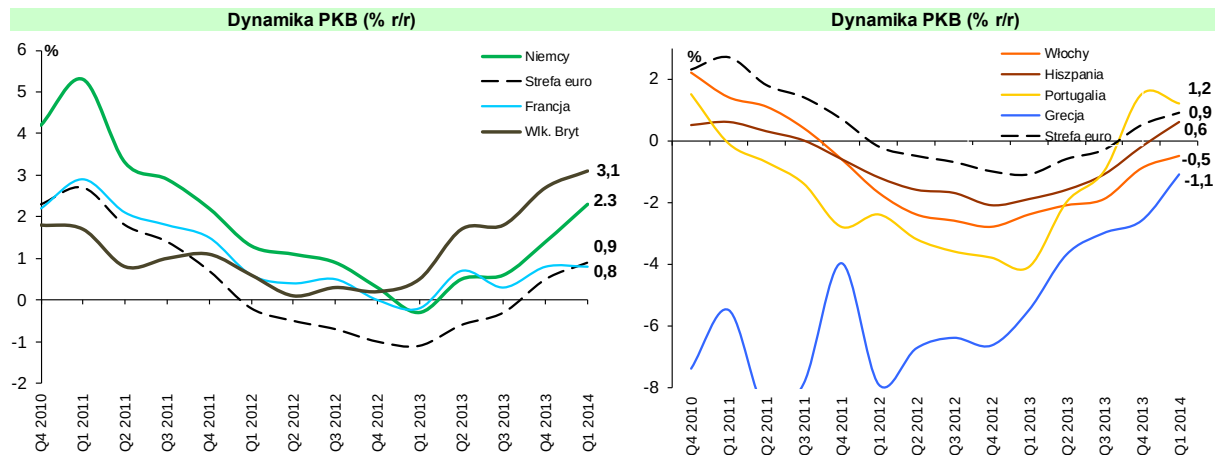
Źródło: Eurostat

Odnotowane zostało zwiększenie tempa wzrostu gospodarczego Niemiec (2,3% r/r wobec 1,4% r/r kwartał wcześniej) oraz Wielkiej Brytanii (3,1% r/r wobec 2,8% r/r w IV kw. 2013 r.). Dynamika PKB Francji utrzymała się na poziomie 0,8% r/r, natomiast w przypadku Hiszpanii osiągnęła wartość dodatnią wynoszącą 0,6% r/r, wobec -0,1% r/r kwartał wcześniej. We Włoszech i Grecji tempo wzrostu gospodarczego pozostało ujemne i ukształtowało się na poziomie odpowiednio: -0,5% r/r i -1,1% r/r.

- W czerwcu oznaki poprawy koniunktury w sektorze przemysłu oraz w sektorze usług strefy euro były kontynuowane, jednak następowały w niższym tempie, co jest odzwierciedlone indeksem PMI dla tych sektorów, wynoszącym odpowiednio: 51,8 i 52,8, wobec odpowiednio: 52,2 oraz 53,3 miesiąc wcześniej.
- Mimo pewnych symptomów poprawy sytuacji gospodarczej w strefie euro, sytuacja na rynku pracy nie w dalszym ciągu nie wykazywała oznak polepszenia – w maju stopa bezrobocia wyniosła 11,6%, wobec 11,7% miesiąc wcześniej. Ponadto, w strefie euro ma miejsce kontynuacja niskich odczytów inflacji – w czerwcu wskaźnik inflacji HICP pozostał na poziomie 0,5% r/r (dane wstępne), utrzymując się dziewiąty miesiąc z rzędu poniżej 1,0% r/r. Niski poziom inflacji, jak również niska dynamika wzrostu gospodarczego w strefie euro stanowiły przesłanki dla Europejskiego Banku Centralnego do kolejnego obniżenia kosztu pieniądza (o 10 p.b. do historycznie najniższego poziomu 0,15%), które miało miejsce na posiedzeniu czerwcowym. Ponadto, EBC celem pobudzenia akcji kredytowej, po raz pierwszy wprowadził ujemną stopę depozytową (-0,1%), przedłużył program wsparcia płynnościowego dla banków, a także zapowiedział, że pod koniec bieżącego roku wprowadzi program długoterminowych pożyczek dla banków, opiewający na 400 mld EUR. EBC ogłosił także, że w przypadku nasilenia ryzyka deflacji w strefie euro podejmie dalsze niezbędne kroki, w tym rozpoczęcie programu luzowania ilościowego (*quantitative easing* – QE). EBC prognozuje, że wskaźnik inflacji HICP w roku 2014, 2015 i 2016 będzie wynosił odpowiednio: 0,7% r/r, 1,1% r/r oraz 1,4% r/r, utrzymując się poniżej celu inflacyjnego.

Europa Zachodnia

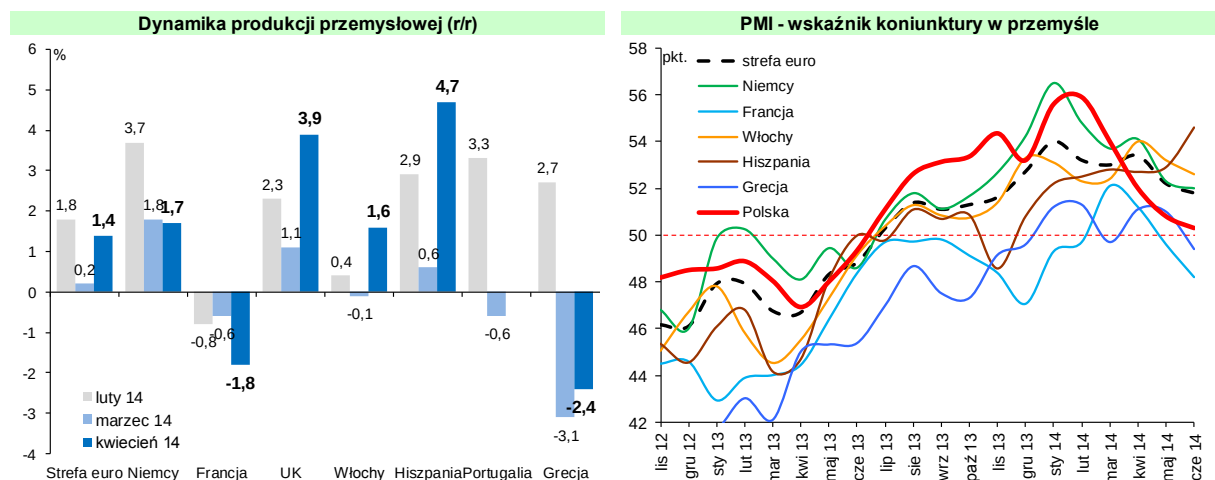
Wzrost gospodarczy

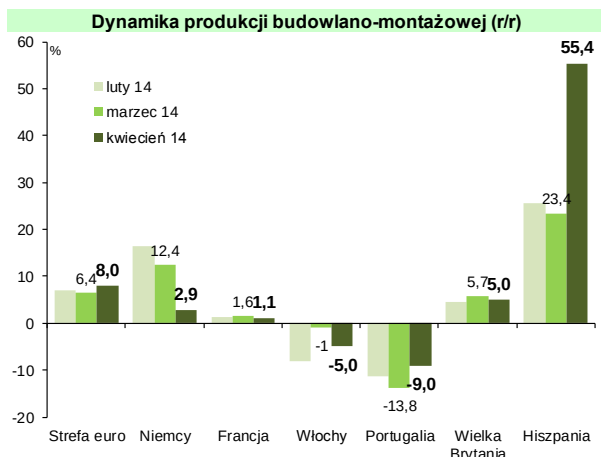
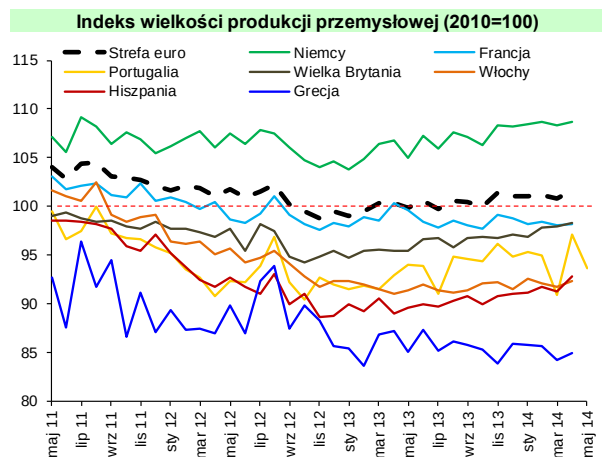


	Wzrost kw/kw				Wzrost r/r				Prognoza KE		
	2013	2013	2013	2014	2013	2013	2013	2014	2013	2014	2015
	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1			
strefa Euro	0,3	0,1	0,2	0,2	-0,6	-0,3	0,5	0,9	-0,4	1,2	1,8
Niemcy	0,7	0,3	0,4	0,8	0,5	0,6	1,4	2,3	0,4	1,8	2,0
Francja	0,6	0,0	0,3	0,0	0,5	0,3	0,8	0,8	0,3	1,0	1,7
Wielka Brytania	0,8	0,8	0,7	0,8	2,0	1,9	2,8	3,1	1,9	2,5	2,4
Włochy	-0,3	0,0	0,1	-0,1	-2,3	-1,9	-0,8	-0,5	-1,9	0,6	1,2
Hiszpania	-0,1	0,1	0,3	0,4	-1,6	-1,1	-0,1	0,6	-1,2	1,0	1,7
Portugalia	1,1	0,3	0,5	-0,7	-2,0	-0,9	1,6	1,2	-1,6	0,8	1,5
Grecja	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	-3,7	-3,0	-2,6	-1,1	-3,7	0,6	2,9

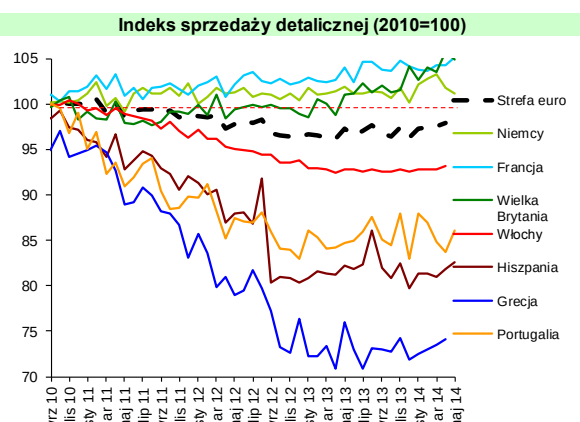
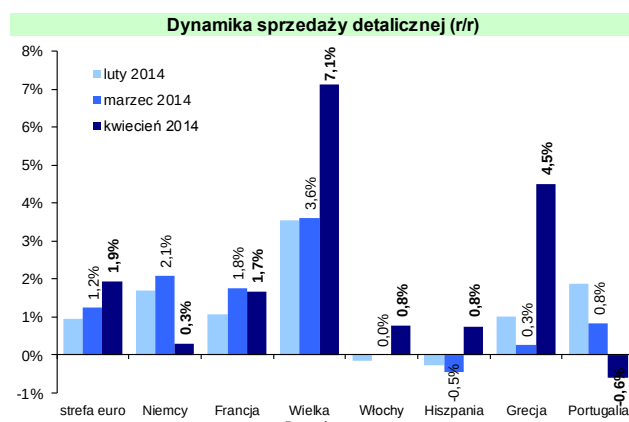
Źródło: Eurostat, KE

Produkcja przemysłowa



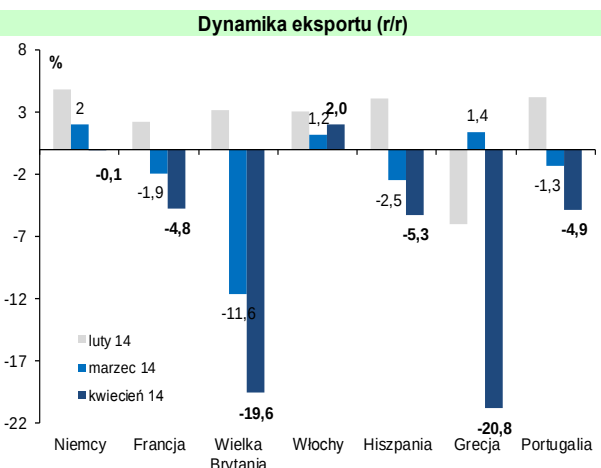
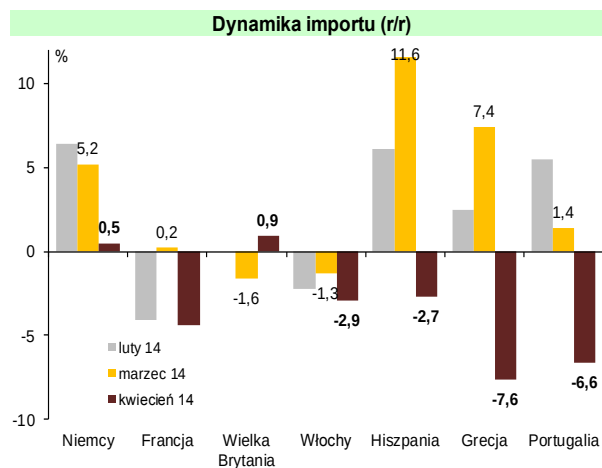


Sprzedaż detaliczna



Źródło: Eurostat

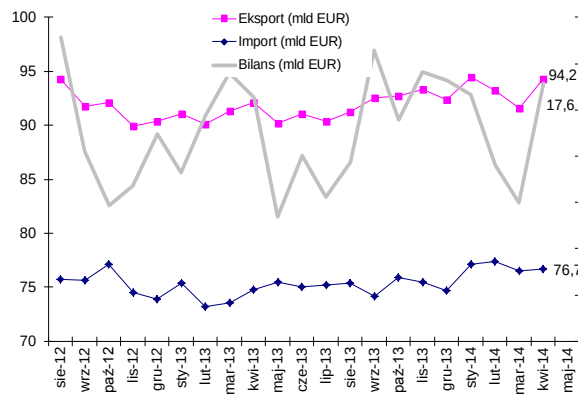
Handel zagraniczny



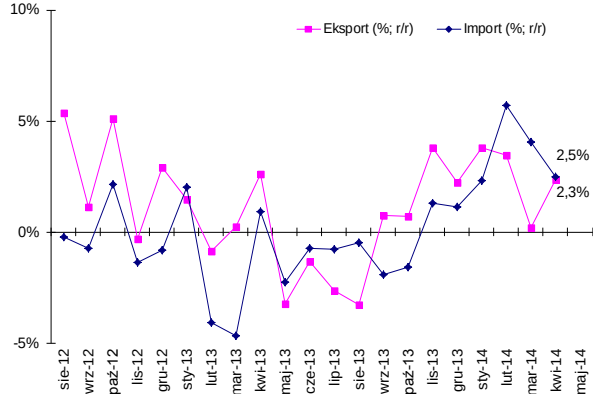
Źródło: Eurostat

Departament Analiz i Skarbu

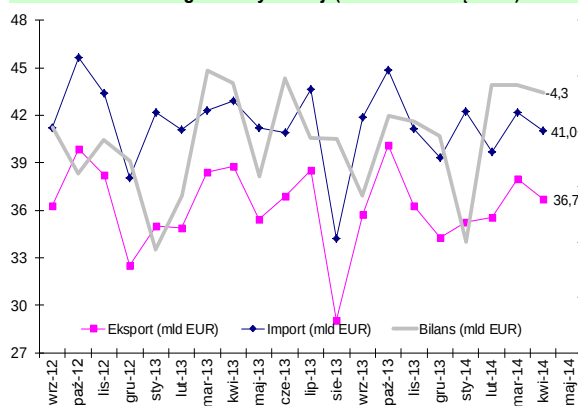
Handel zagraniczny Niemiec (mld EUR miesięcznie)



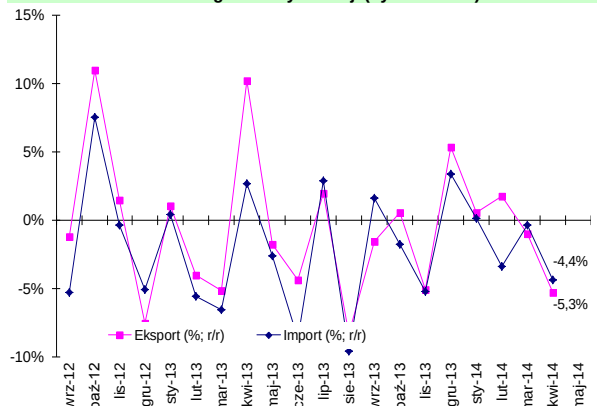
Handel zagraniczny Niemiec (dynamika r/r)



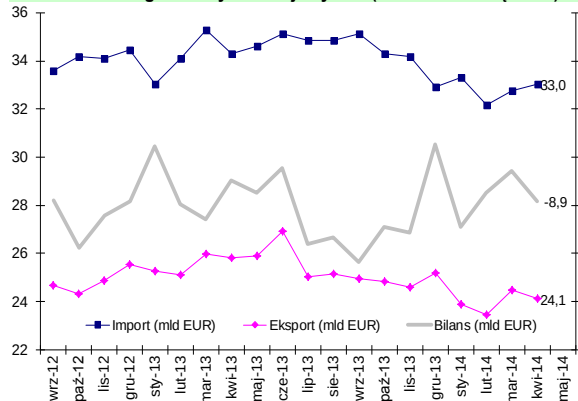
Handel zagraniczny Francji (mld EUR miesięcznie)



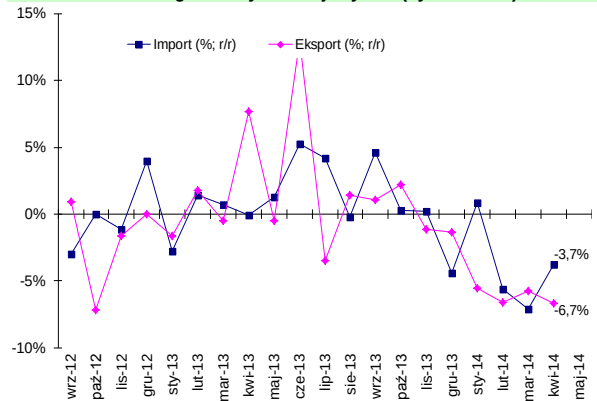
Handel zagraniczny Francji (dynamika r/r)



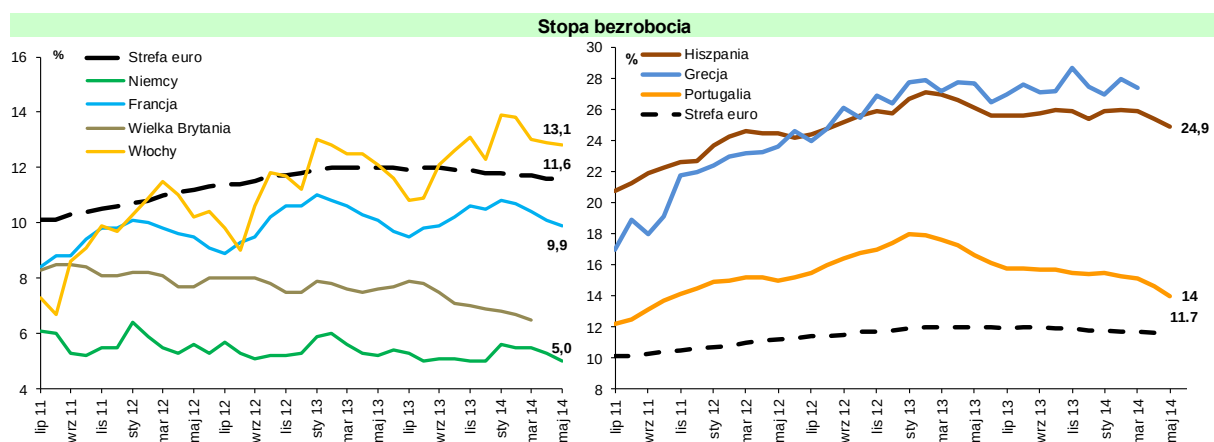
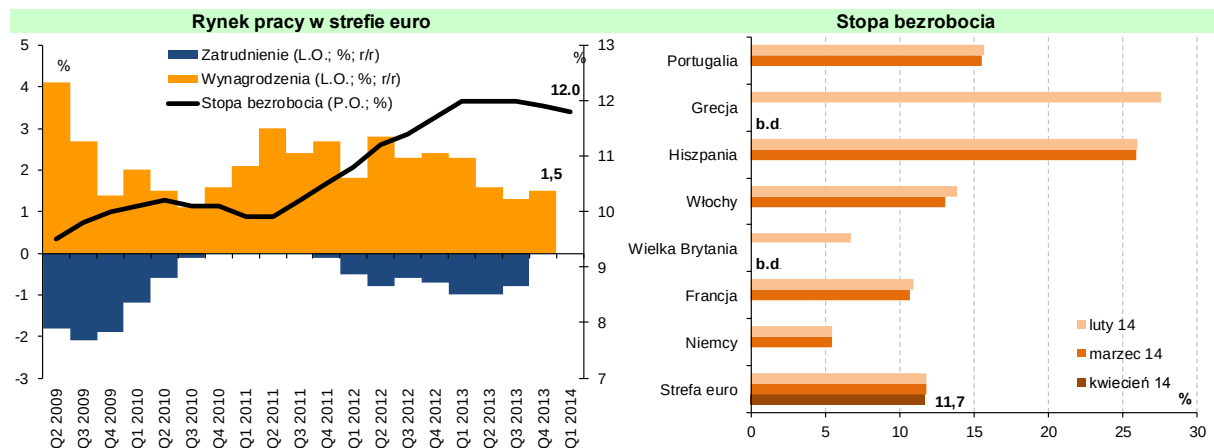
Handel zagraniczny Wielkiej Brytanii (mld GBP miesięcznie)



Handel zagraniczny Wielkiej Brytanii (dynamika r/r)

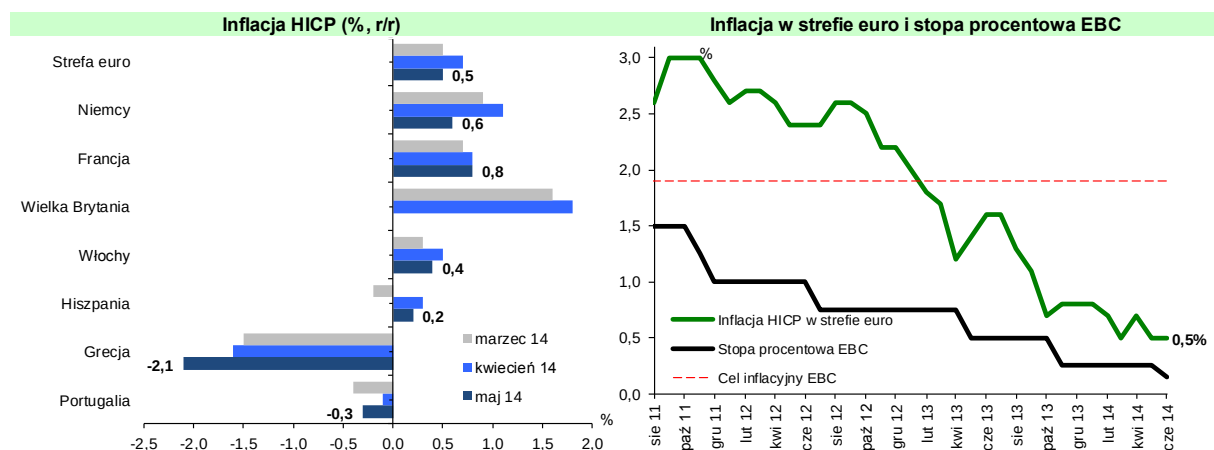


Rynek pracy

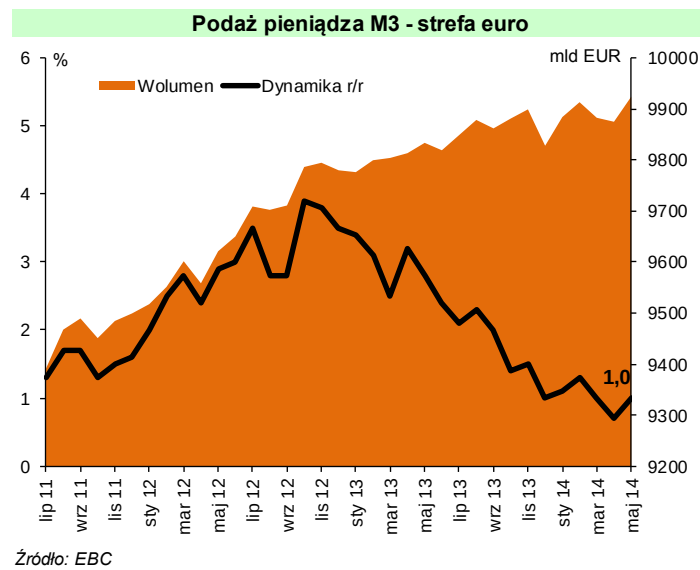


Źródło: Eurostat

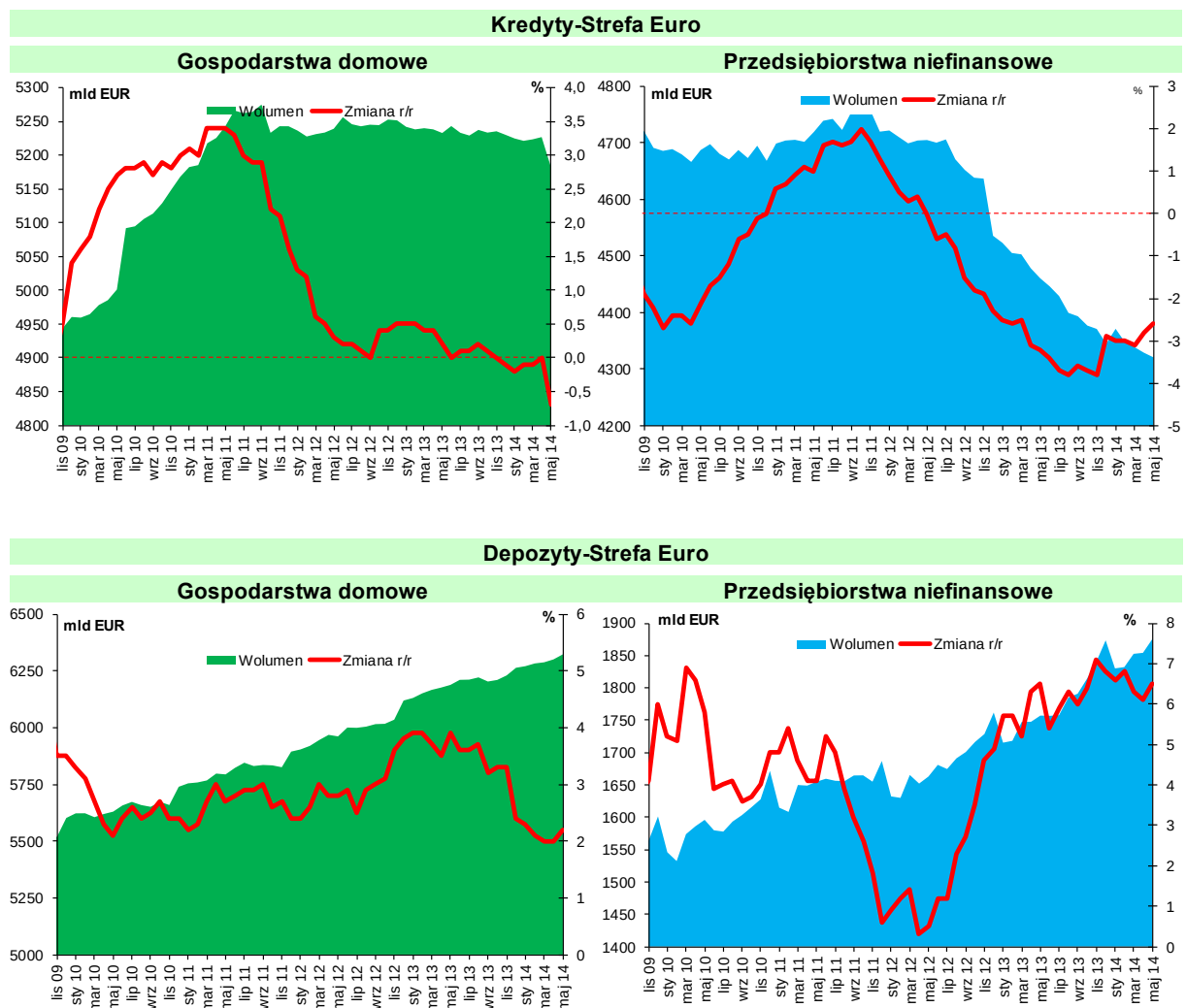
Inflacja



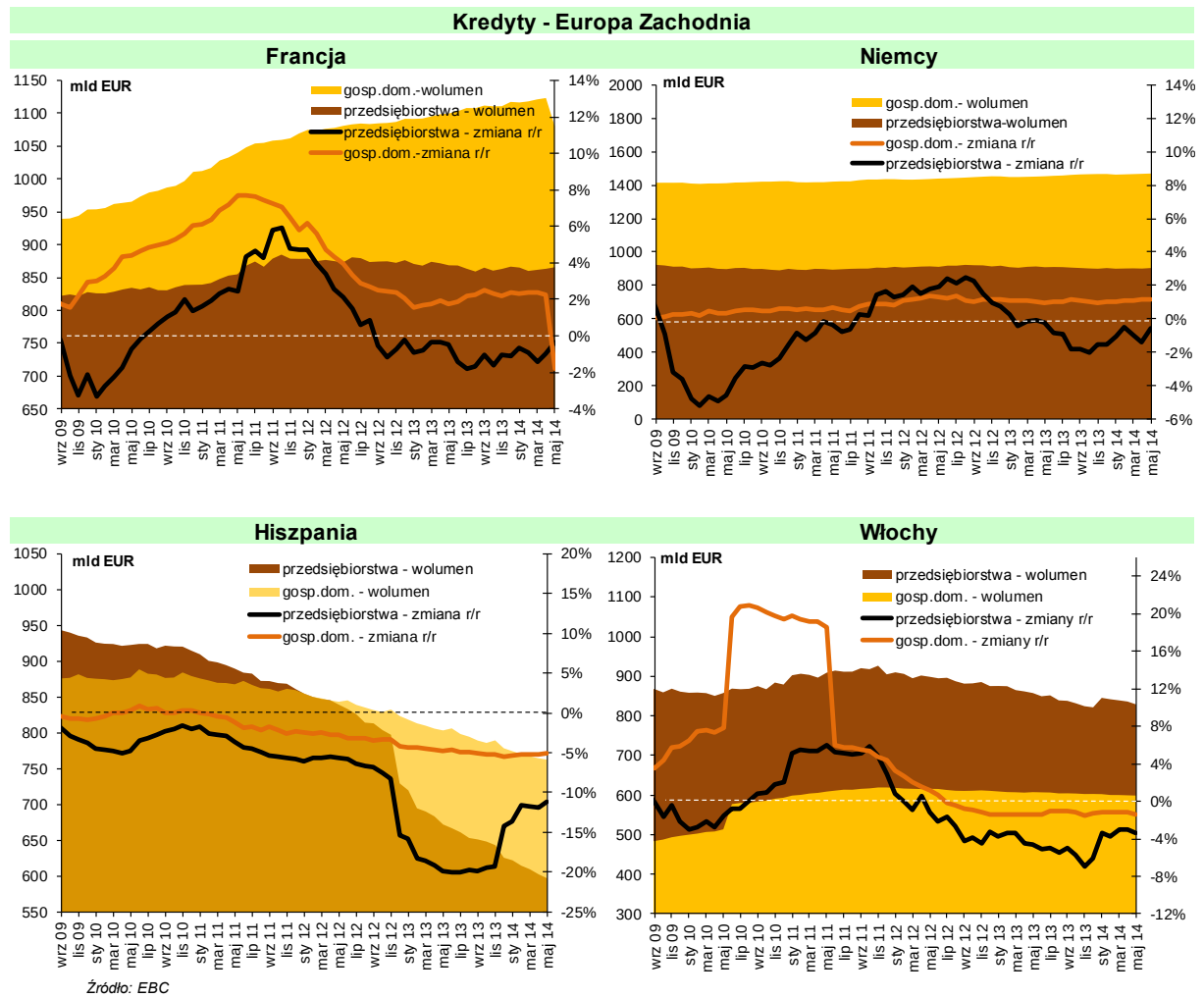
Podaż pieniądza



Kredyty i depozyty



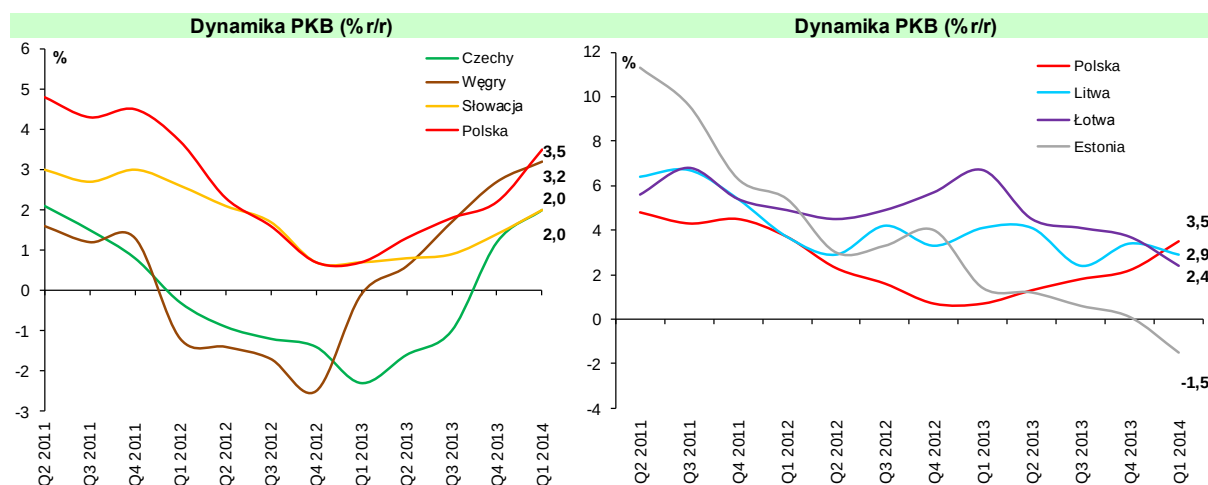
Źródło: EBC



Źródło: EBC

Europa Środkowo – Wschodnia

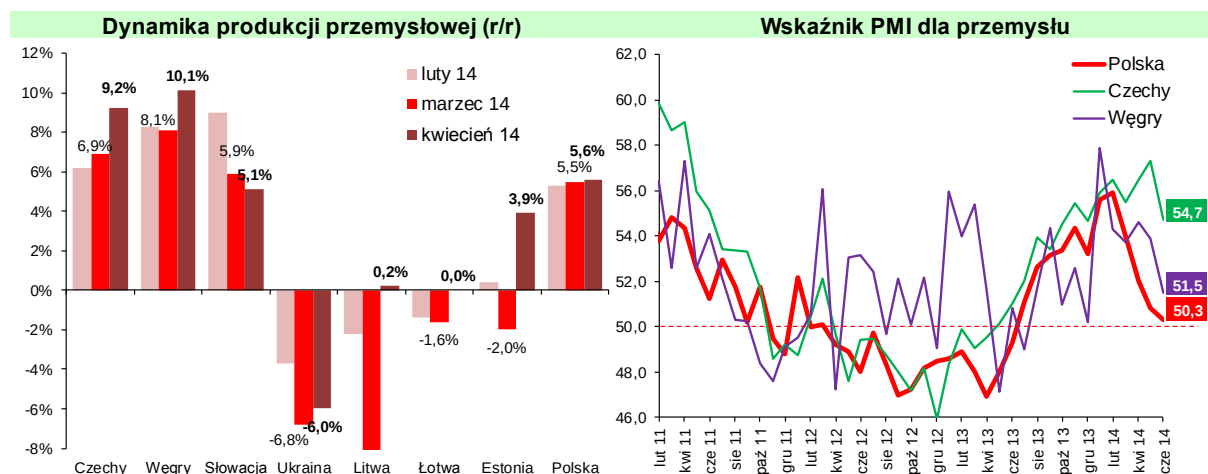
Wzrost gospodarczy



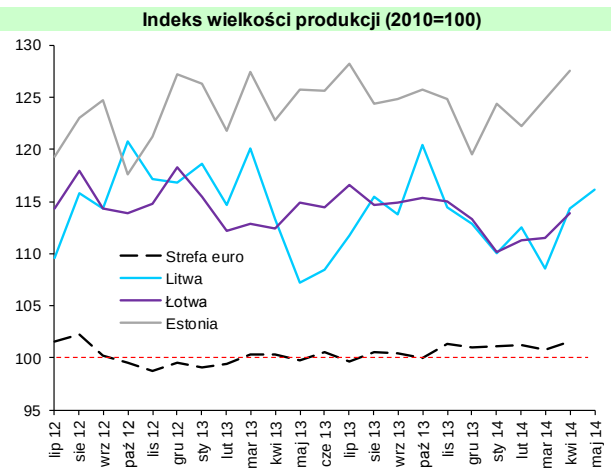
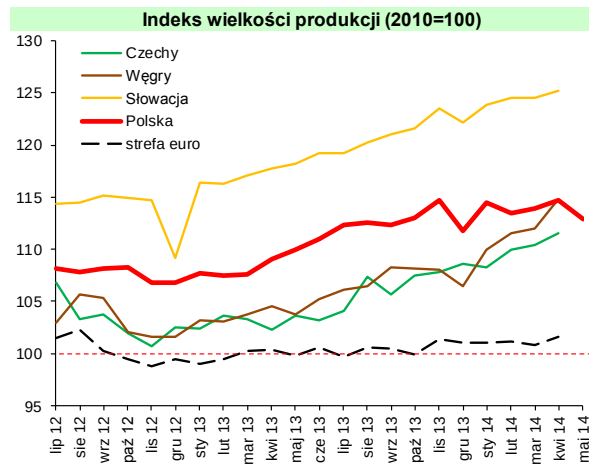
	Wzrost kw/kw				Wzrost r/r				Prognoza KE		
	Q2	2013 Q3	Q4	2014 Q1	Q2	2013 Q3	Q4	2014 Q1	2013	2014	2015
Czechy	0,3	0,2	1,6	0,0	-2,3	-1,7	-1,2	2,0	-1,2	1,8	2,2
Węgry	0,3	0,8	0,6	1,1	-0,1	0,6	1,7	3,2	1,1	2,1	2,1
Słowacja	0,3	0,3	0,4	0,6	0,7	0,8	0,9	2,0	0,8	2,3	3,2
Litwa	0,8	0,3	1,2	0,6	4,0	4,0	2,3	2,9	3,2	3,5	3,9
Łotwa	0,0	1,2	0,7	0,7	6,7	4,5	4,0	2,4	4,0	4,2	4,3
Estonia	-0,3	0,5	-0,1	-1,2	1,4	1,2	0,5	-1,5	0,7	2,3	3,6
Polska	0,6	0,7	0,5	1,1	0,8	1,3	1,8	3,5	1,6	2,9	3,1

Źródło: Eurostat; KE.

Produkcja przemysłowa

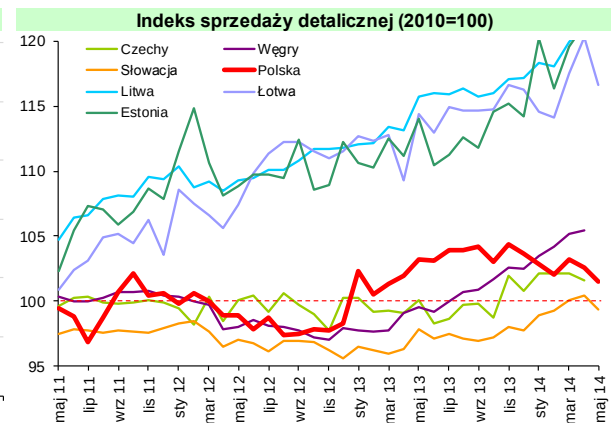
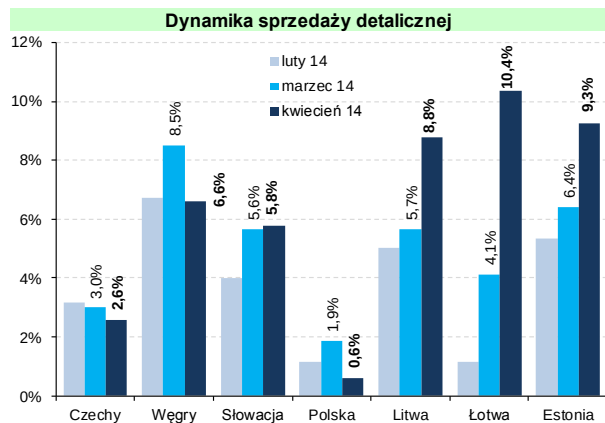


Źródło: Eurostat



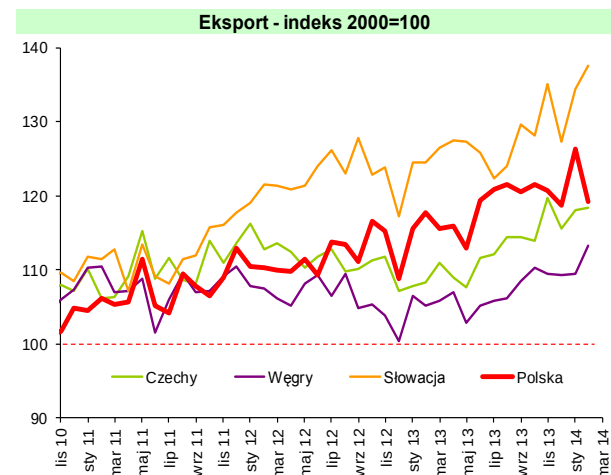
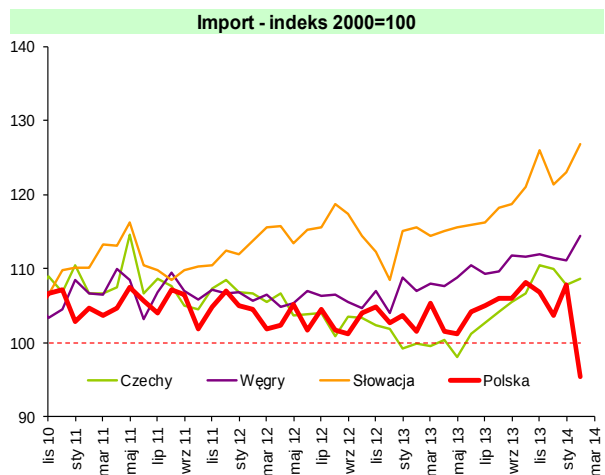
Źródło: Eurostat

Sprzedaż detaliczna



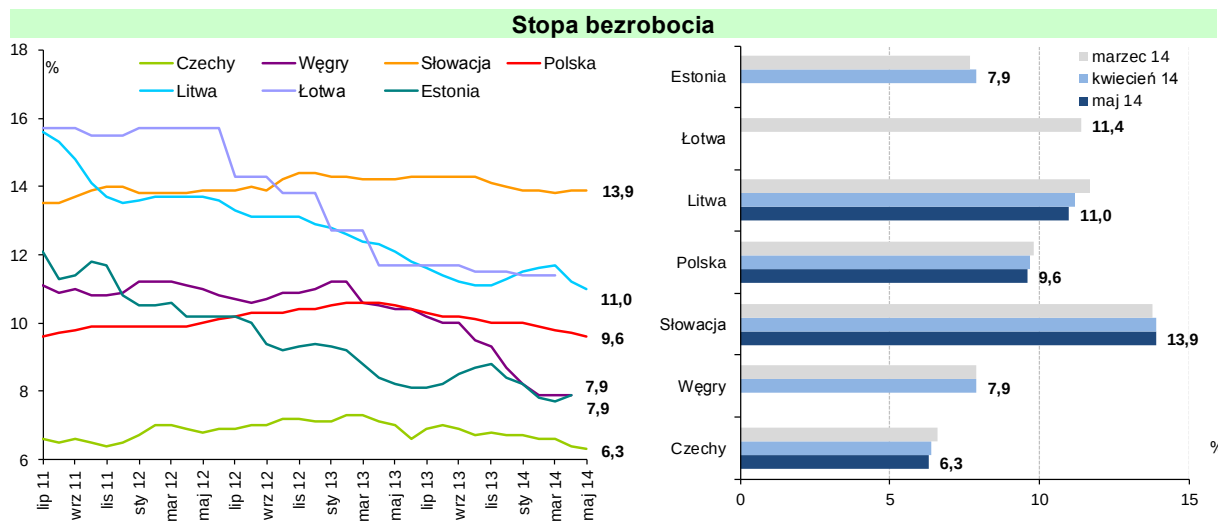
Źródło: Eurostat (sprzedaż w cenach stałych), SSC of Ukraine (sprzedaż w cenach bieżących).

Handel zagraniczny



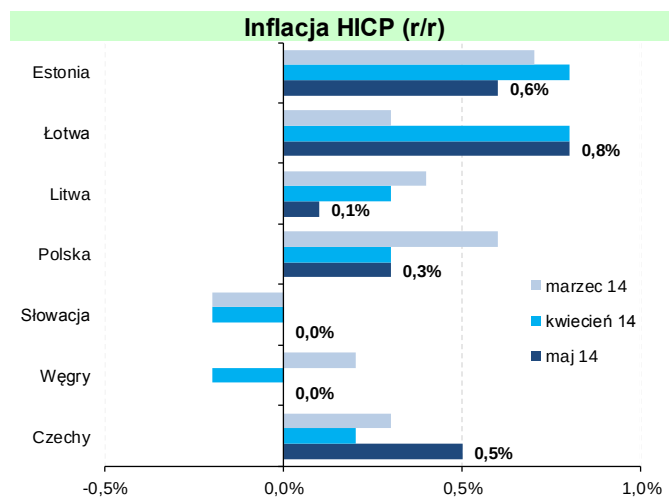
Źródło: Eurostat

Rynek pracy



Źródło: Eurostat, urzędy statystyczne.

Inflacja





Rynki finansowe

Sytuacja na rynkach finansowych w czerwcu kształtowała się pod wpływem:

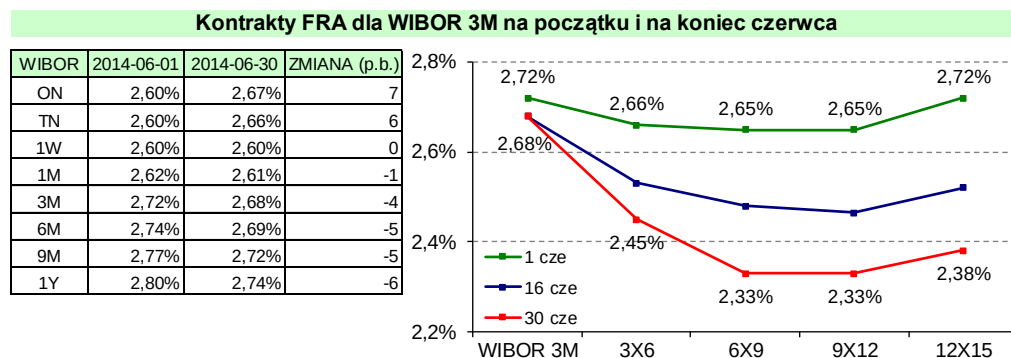
- decyzji EBC o poluzowaniu polityki pieniężnej poprzez obniżkę stóp procentowych (w tym referencyjnej o 10 p.b. do 0,15%) oraz wprowadzenie instrumentów mających na celu poprawę mechanizmu transmisji polityki monetarnej (m.in. specjalnych długookresowych operacji płynnościowych TLTRO) w celu przeciwdziałania ryzyku deflacji w strefie euro,
- decyzji FOMC o kontynuacji ograniczania programu skupu aktywów (QE3) o 10 mld USD do 35 mld USD,
- eskalacji konfliktu w Iraku i w efekcie wzrostu awersji do ryzyka,
- spadku inflacji CPI w Polsce i możliwości pojawienia się deflacji w kolejnych miesiącach, co zwiększyło oczekiwania odnośnie do ewentualnej obniżki stóp procentowych.

Rentowności obligacji większości państw europejskich w czerwcu wyraźnie się obniżyły. Do wzrostu cen papierów dłużnych przyczyniła się m.in. ekspansywna polityka monetarna EBC i obniżka kosztu pieniądza. Ponadto, w drugiej połowie miesiąca miała miejsce dalsza destabilizacja sytuacji politycznej w Iraku, co skutkowało globalnym wzrostem awersji do ryzyka i w efekcie wzrostem popytu na bezpieczne aktywa.

Rentowność niemieckich 10-letnich papierów skarbowych zbliżyła się do rekordowo niskich wartości i na koniec miesiąca wyniosła 1,25% (1,16% w maju 2013 r.). W ślad za papierami niemieckimi podążały rentowności innych państw strefy euro, osiągając historycznie najniższe poziomy (m.in. Francja – 1,58%, Hiszpania – 2,58%, Włochy – 2,70%). Najniższą w historii rentowność osiągnęły również 10-letnie obligacje Węgier (4,30%), do czego, poza czynnikami zewnętrznymi, przyczyniła się również seria obniżek stóp procentowych banku centralnego (do 2,30% w czerwcu). W porównaniu z papierami europejskimi, dość stabilnie kształtowały się rentowności obligacji USA, rosnąc w ciągu miesiąca nieznacznie (o 6 p.b.) do 2,52%.

Dochodowość polskich papierów skarbowych w czerwcu kształtowała się wyraźnie niżej niż miesiąc wcześniej, kontynuując spadkowy trend zapoczątkowany w lutym br. Rentowność obligacji 10Y spadła o 17 p.b. do 3,51%, 5Y o 26 p.b. do 3,07% i 2Y o 24 p.b. do 2,50%. Był to z jednej strony efekt spadku rentowności na rynku europejskim, z drugiej natomiast dalszego wyhamowania inflacji oraz pojawienia się ryzyka deflacji w kolejnych miesiącach, co w opinii niektórych członków RPP może wymagać kolejnej obniżki stóp procentowych. Również Prezes NBP zaznaczył, że nie wyklucza obniżek, zaznaczając jednak, że wciąż bardziej prawdopodobna jest stabilizacja stóp na dotychczasowym poziomie.

Wycena kontraktów FRA (*Forward Rate Agreement*) dla stopy WIBOR 3M świadczy o rynkowych oczekiwaniach przynajmniej jednej obniżki stóp NBP w ciągu kolejnych miesięcy:



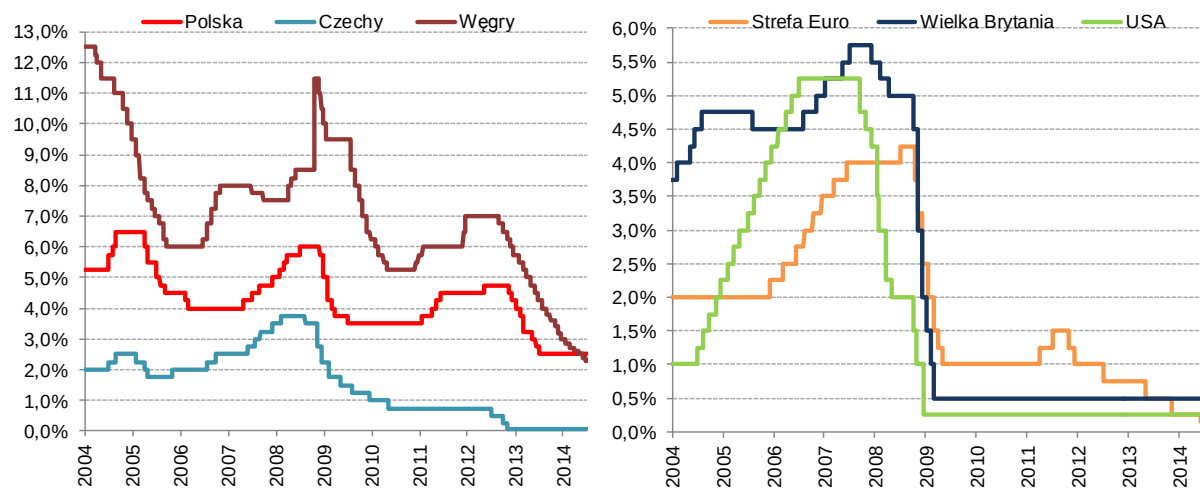
Decyzje banków centralnych

- ♦ **Rada Polityki Pieniężnej (RPP)** na posiedzeniu zakończonym 2 lipca utrzymała stopę referencyjną na poziomie 2,5%. W komunikacie po posiedzeniu, RPP zrezygnowała jednak z zapowiedzi utrzymania stóp na niezmiennym poziomie do końca III kw. 2014 r. W ocenie Prezesa NBP wzrosło prawdopodobieństwo obniżki stóp: "Na pewno w ciągu najbliższych miesięcy nie można spodziewać się podwyżki stóp procentowych. Ale na tle tego, co widzieliśmy w ostatnich miesiącach, zmienił się bilans ryzyk i zwiększyła się także szansa na obniżki stóp"
- ♦ **Federalny Komitet Otwartego Rynku (FOMC)** na czerwcowym posiedzeniu podjął decyzję o kontynuacji ograniczania miesięcznych zakupów obligacji, zmniejszając skalę programu QE3 o kolejne 10 mld USD do 35 mld USD. Była to już piąta z kolei obniżka skali programu w Stanach Zjednoczonych. Po decyzji Fed będzie kupował miesięcznie obligacje zabezpieczone hipoteką (MBS) o wartości 15 mld USD oraz rządowe obligacje długoterminowe o wartości 20 mld USD. Komitet nie zmienił natomiast wysokości stóp procentowych i podtrzymał przedział 0,00%-0,25% dla wahań stopy funduszy federalnych. W komunikacie po konferencji wskazano, że „ścieżka dalszego, stopniowego ograniczania programu luzowania ilościowego będzie uzależniona od kształtowania się sytuacji gospodarczej”.
- ♦ **Europejski Banki Centralny (EBC)** na czerwcowym posiedzeniu przedstawił pakiet działań związanych z przeciwdziałaniem zagrożeniu deflacją w strefie euro oraz poprawą transmisji polityki pieniężnej. W ramach ogłoszonych działań Bank zdecydował o:
 - obniżeniu stopy referencyjnej oraz stopy depozytowej o 10 p.b. do poziomów odpowiednio 0,15% oraz -0,10%, a także stopy kredytowej o 35 p.b. do poziomu 0,40%,
 - przeprowadzeniu ukierunkowanych, długoterminowych operacji refinansujących (TLTRO) we wrześniu i grudniu br., warunkując je wykorzystaniem pozyskanych przez banki środków na rozwój akcji kredytowej dla niefinansowych podmiotów sektora prywatnego
 - wydłużeniu okresu nieograniczonej podaży dla operacji refinansujących o 1,5 roku, tzn. do końca 2016 r.,
 - zawieszeniu sterylizowania przez Bank operacji w ramach programu skupu publicznych i prywatnych papierów dłużnych SMP (*Securities Market Programme*),
 - rozpoczęciu prac nad bezwarunkowym skupem papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (*Asset Backed Securities – ABS*).

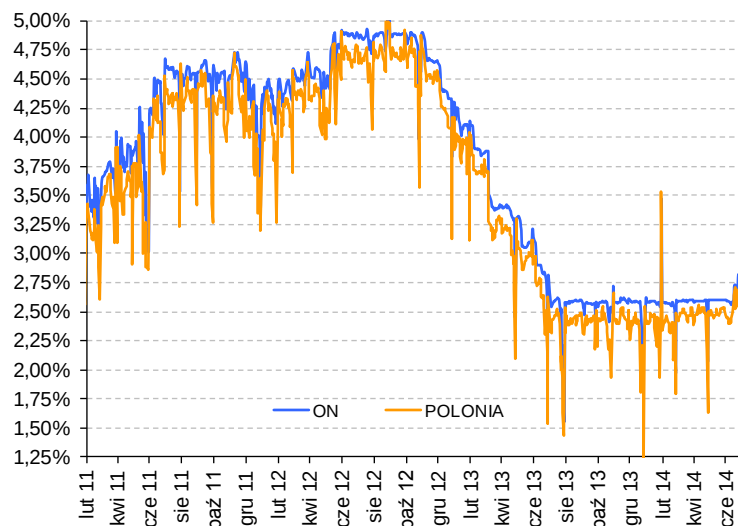
Bank przedstawił również prognozy PKB oraz inflacji dla strefy euro na lata 2014-2016.

- ♦ **Bank Anglii** na posiedzeniu 5 czerwca nie zmienił stóp procentowych, pozostawiając główną z nich na poziomie 0,5%. Nie zmieniono również skali programu skupu aktywów (375 mld GBP). Prezes BoE zasygnalizował jednak, że podwyżka stóp procentowych może nastąpić wcześniej niż oczekuje tego rynek, tj. wcześniej niż w II kw. 2015 r..
- ♦ **Obniżki stóp procentowych w czerwcu dokonały:** Narodowy Bank Węgier (NBH) o 10 p.b., do 2,30% oraz Bank Centralny Turcji o 75 p.b. do poziomu 8,75%.
- ♦ **Na podwyżkę stóp procentowych** zdecydował się Bank Rezerw Nowej Zelandii o 25 p.b. do 3,25% dla głównej stopy.

Główne stopy procentowe banków centralnych

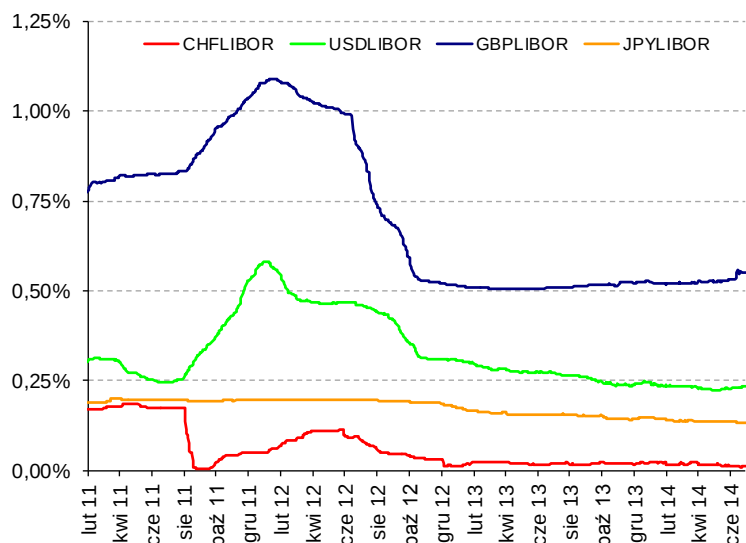


Stawki Wibor oraz Polonia



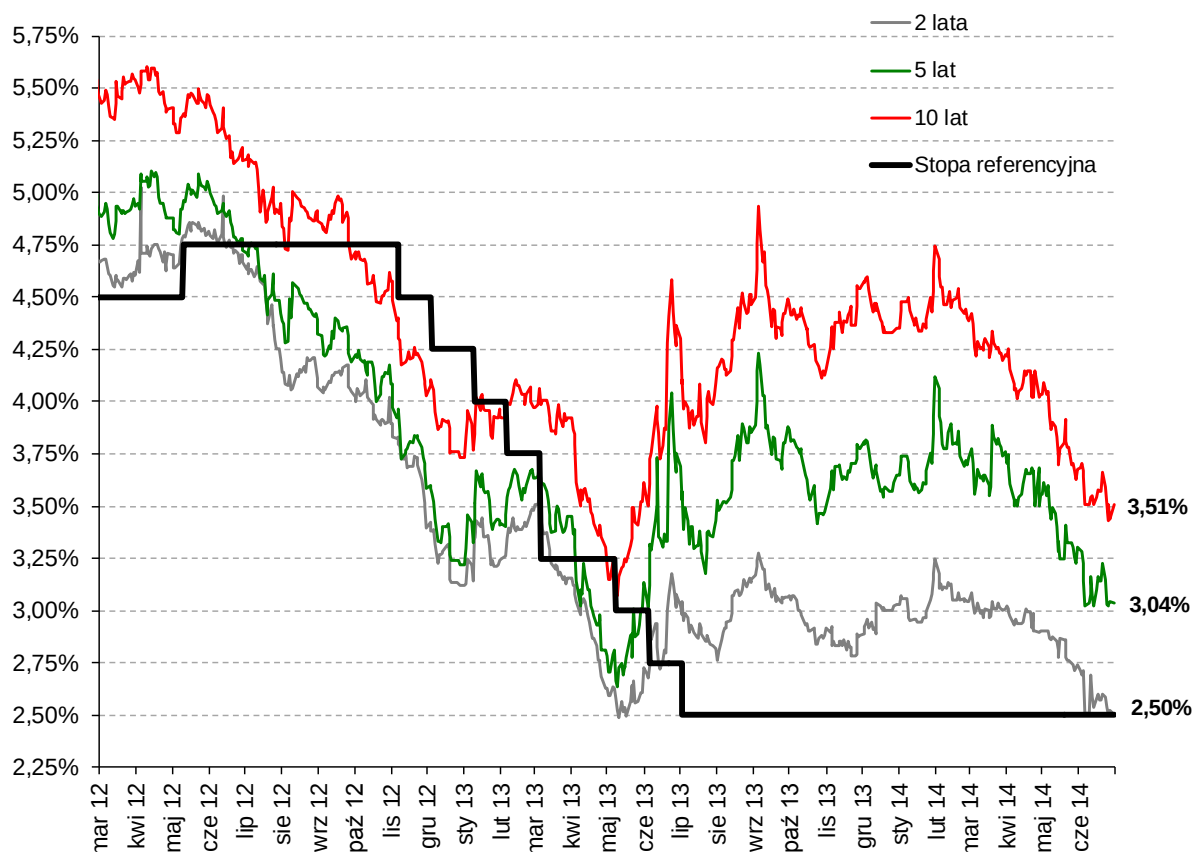
WIBOR	14-06-16	14-06-30
ON	2,60%	2,67%
1M	2,60%	2,61%
3M	2,68%	2,68%
6M	2,70%	2,69%
9M	2,72%	2,72%
1Y	2,74%	2,74%
POLONIA	2,59%	2,53%
ST REF	2,50%	2,50%

Stawki Euribor oraz Libor

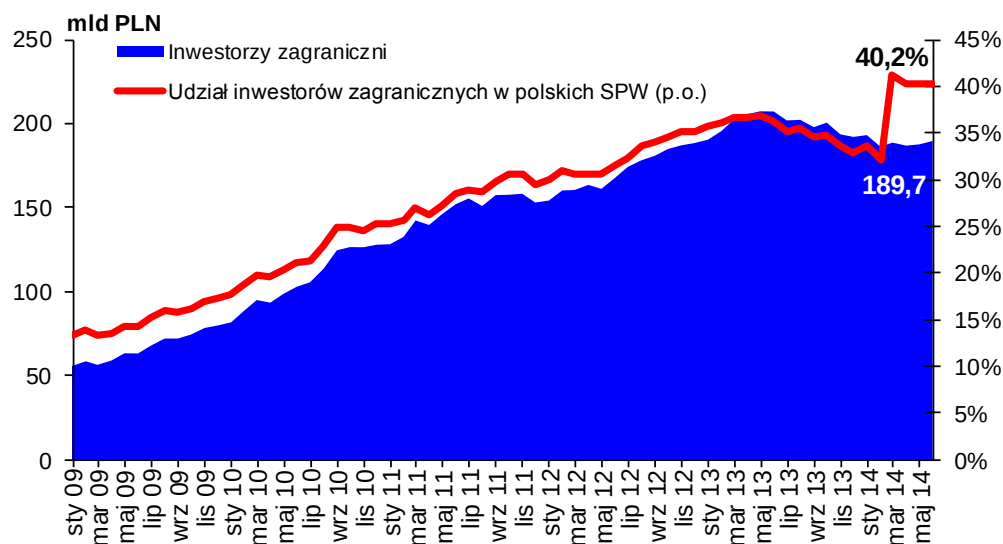


EURIBOR	14-06-16	14-06-30
1M		0,10%
3M		0,21%
6M		0,31%
9M		0,39%
1Y		0,49%
LIBOR 3M		
CHF	0,01%	0,01%
USD	0,23%	0,23%
GBP	0,56%	0,55%
JPY	0,13%	0,13%

Rentowności polskich obligacji na tle stopy referencyjnej NBP

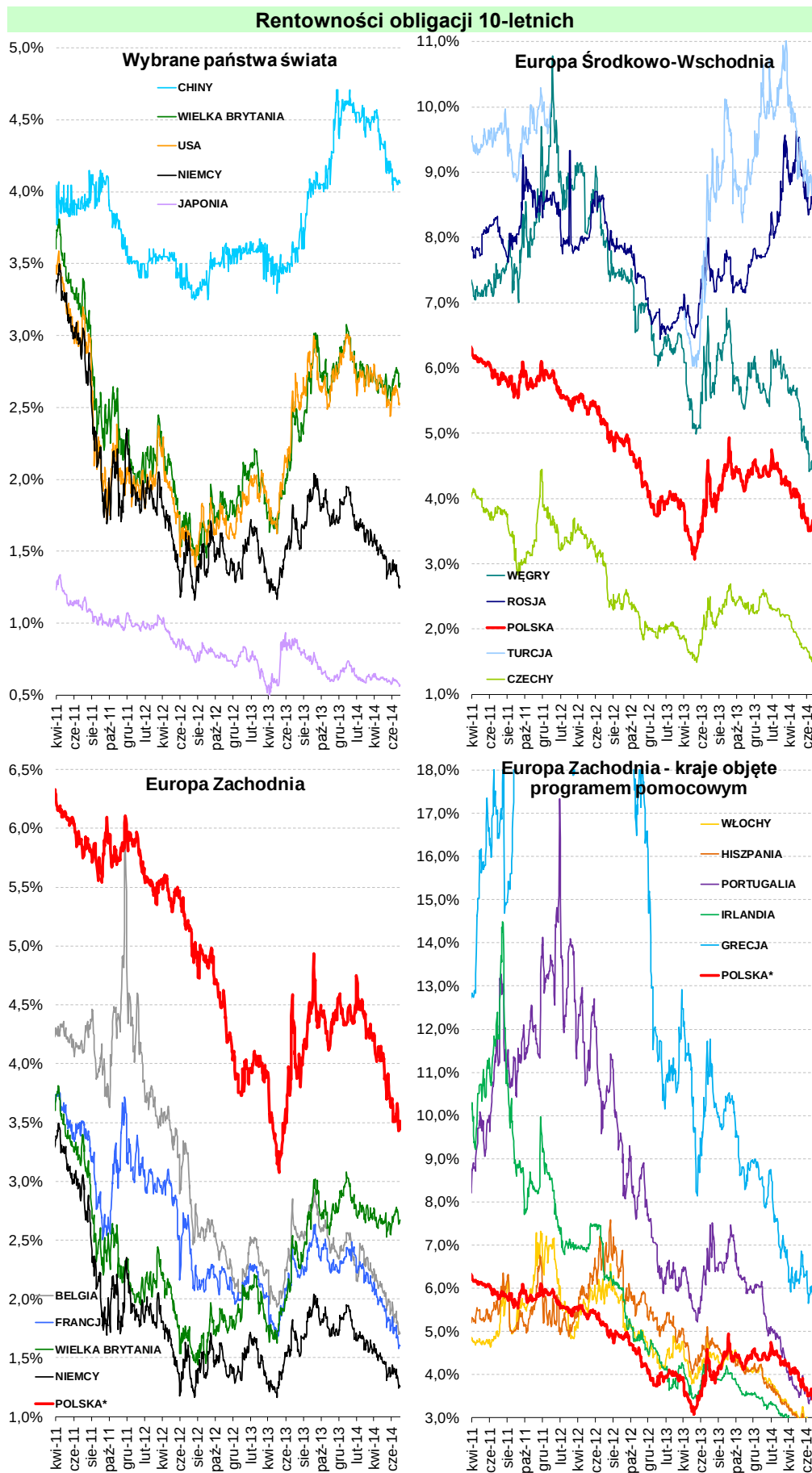


SPW w portfelach inwestorów zagranicznych

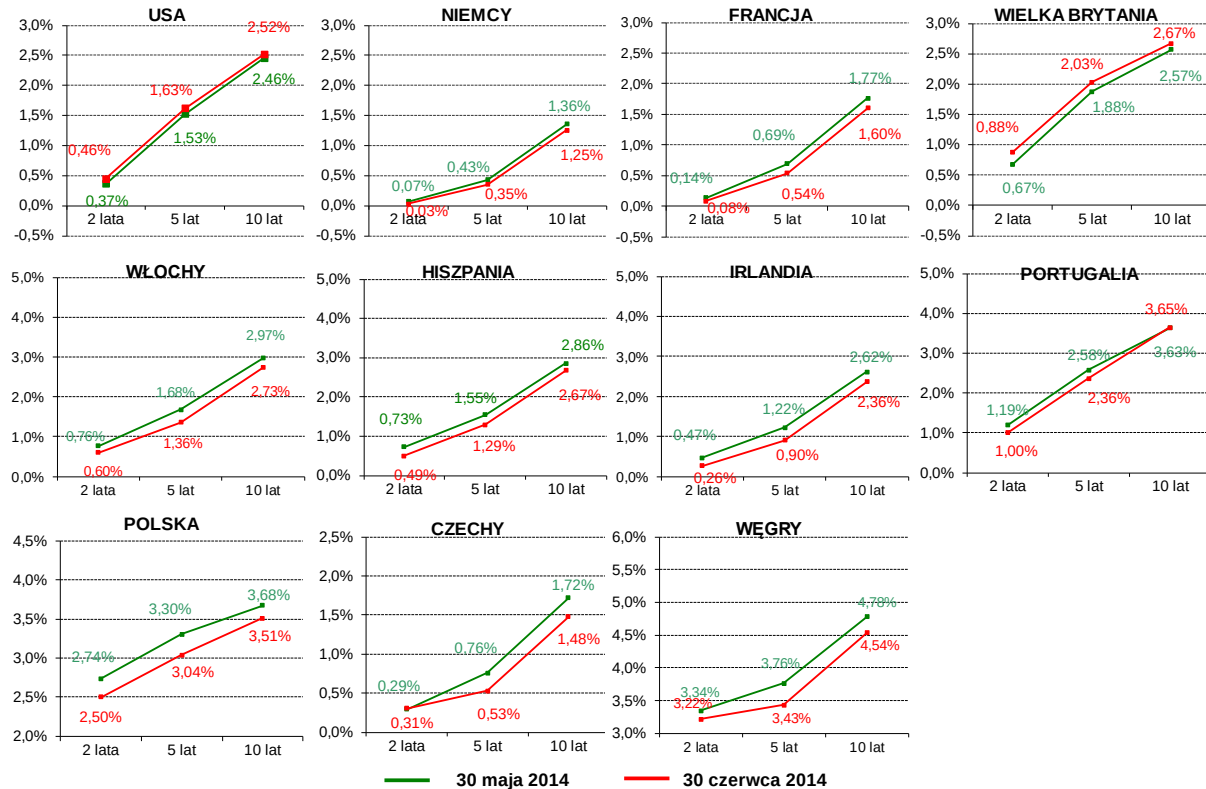


Polskie SPW w portfelach poszczególnych grup inwestorów (mld zł)

Data	Banki	Inwestorzy zagraniczni	Zakłady ubezpieczeniowe	Fundusze emerytalne	Fundusze inwestycyjne	Osoby fizyczne	Podmioty niefinansowe	Inne podmioty		Razem
								Razem	W tym MF	
kwiecień 14	135,4	187,6	53,2	3,5	46,0	9,8	1,6	29,0	0,0	466,3
maj 14	139,9	189,7	52,7	3,3	46,2	9,8	1,5	28,9	0,0	472,0
Δ	4,5	2,0	-0,6	-0,2	0,2	0,0	-0,1	-0,1	0,0	5,7

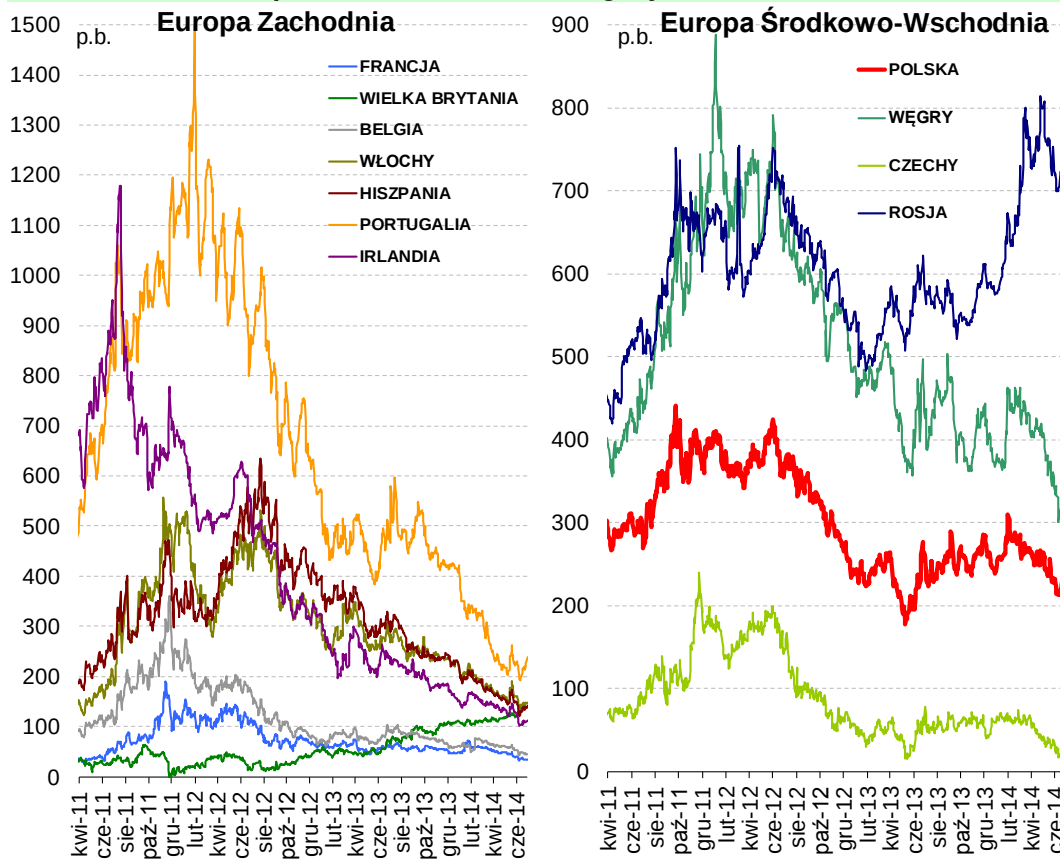


Struktura krzywych rentowności w wybranych krajach - zmiana miesięczna



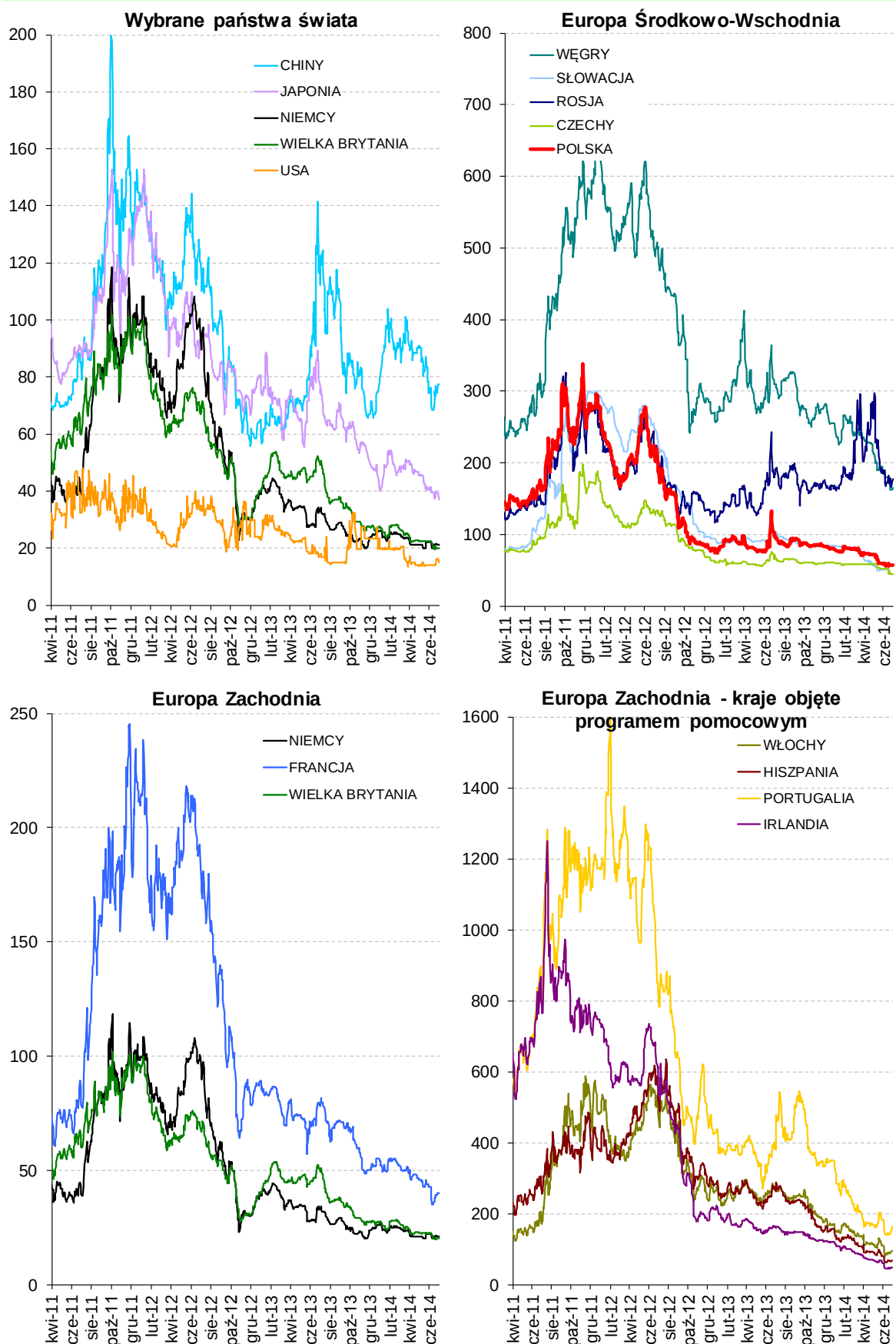
Źródło: Reuters

Spread do 10-letnich obligacji niemieckich



Źródło: Reuters

Wycena ryzyka kredytowego - CDS (Credit Default Swap)



Źródło: Reuters

Bieżące ratingi wybranych państw świata

	Fitch		S&P		Moody's	
Austria	AAA	S	AA+	S	Aaa	S
Belgia	AA	S	AA	S	Aa3	S
Cypr	B-	S	B	P	Caa3	P
Dania	AAA	S	AAA	S	Aaa	S
Estonia	AA	N	AA	N	Aa3	N
Finlandia	AAA	S	AAA	N	Aaa	S
Francja	AA+	S	AA	S	Aa1	S
Grecja	B	N	B-	S	Caa3	S
Hiszpania	BBB+	N	BBB	S	Baa2	P
Holandia	AAA	S	AA+	S	Aaa	S
Irlandia	AA+	S	AAA	S	Aa1	S
Luksemburg	AAA	N	AAA	S	Aaa	S
Malta	A	N	BBB+	S	A3	S
Niemcy	AAA	S	AAA	S	Aaa	S
Portugalia	BB+	S	BB	S	Ba2	N
Słowacja	A+	N	A	S	A2	S
Słowenia	BBB+	N	A-	N	Ba1	N
Włochy	BBB+	N	BBB	N	Baa2	S
Bułgaria	BBB-	N	BBB-	S	Baa2	S
Czechy	A+	N	AA-	S	A1	S
Litwa	A-	N	A-	S	Baa1	S
Łotwa	A-	N	A-	S	Baa1	P
Polska	A-	N	A-	S	A2	S
Rumunia	BBB-	N	BBB-	S	Baa3	S
Szwecja	AAA	S	AAA	S	Aaa	S
Węgry	BB+	N	BB	S	Ba1	N
UK	AA+	S	AAA	S	Aa1	S
USA	AAA	S	AA+	S	Aaa	S
Japonia	A+	S	AA-	N	Aa3	S
Szwajcaria	AAA	S	AAA	S	Aaa	S
Brazylia	BBB	S	BBB-	S	Baa2	S
Chiny	AA+	N	AAA	S	Aa1	S
Indie	BBB-	S	BBB-	N	Baa3	S
Rosja	BBB	N	BBB-	N	Baa1	N

Źródło: Reuters

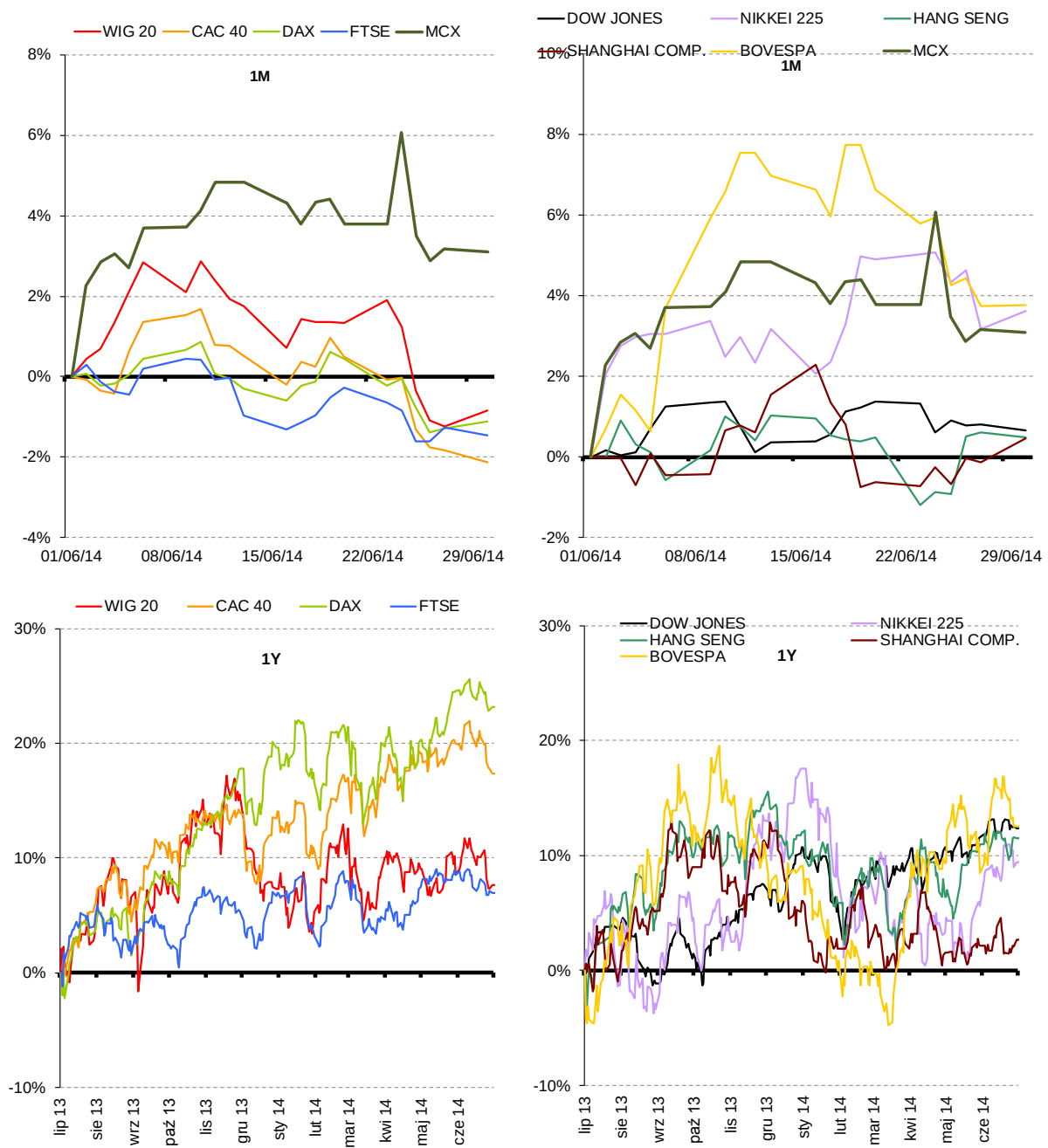
Zmiany ratingu w ostatnim miesiącu

kraj	agencja	obecnie	poprzednio
Litwa	Fitch	A-	BBB+
Łotwa	Fitch	A-	BBB+
Irlandia	S&P	A-	BBB+

Źródło: Reuters

Rynek kapitałowy

Dynamika wybranych indeksów światowych (%)



Rynek walutowy

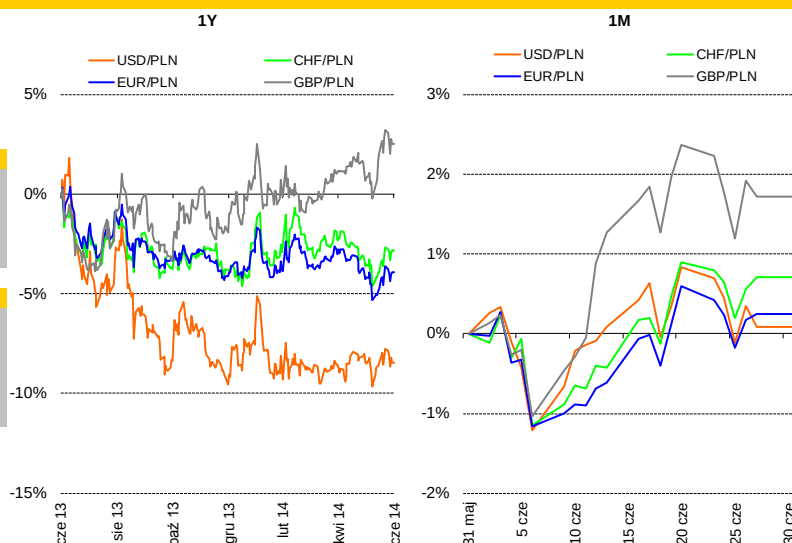
PLN

NOTOWANIA WALUT PLN

	1Y	1M	2014-06-30
USD-PLN	3,32	3,04	3,04
CHF-PLN	3,52	3,39	3,42
EUR-PLN	4,33	4,14	4,15
GBP-PLN	5,05	5,10	5,18

ZMIANA %

	1Y	1M
USD-PLN	-8%	0%
CHF-PLN	-3%	1%
EUR-PLN	-4%	0%
GBP-PLN	3%	2%



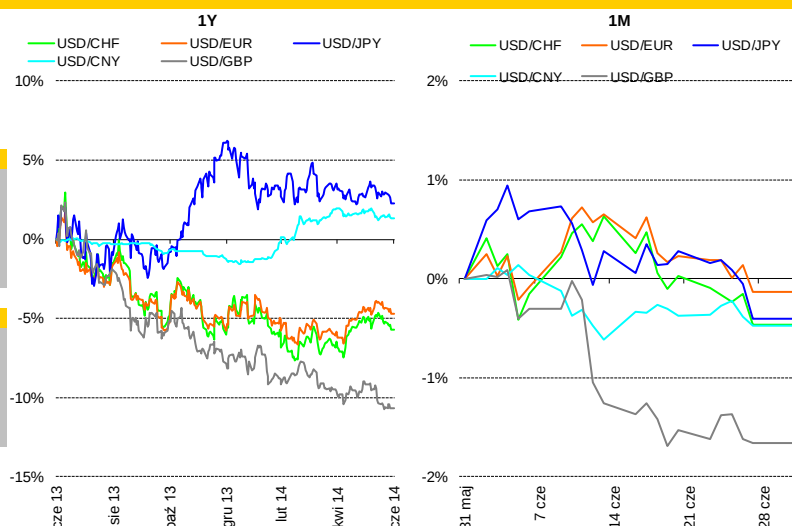
USD

NOTOWANIA WALUT USD

	1Y	1M	2014-06-30
USD-CHF	0,94	0,90	0,89
USD-EUR	0,77	0,73	0,73
USD-JPY	99,14	101,79	101,38
USD-CNY	6,14	6,25	6,22
USD-GBP	0,66	0,60	0,59

ZMIANA %

	1Y	1M
USD-CHF	-6%	0%
USD-EUR	-5%	0%
USD-JPY	2%	0%
USD-CNY	1%	0%
USD-GBP	-11%	-2%



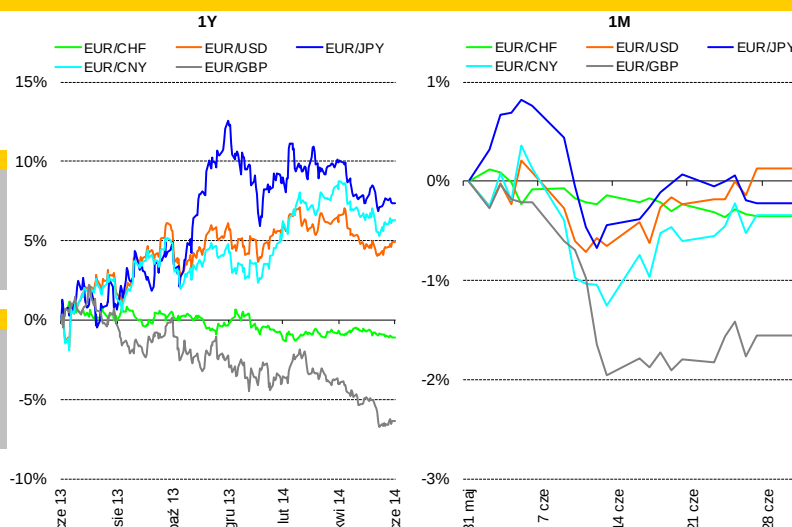
EUR

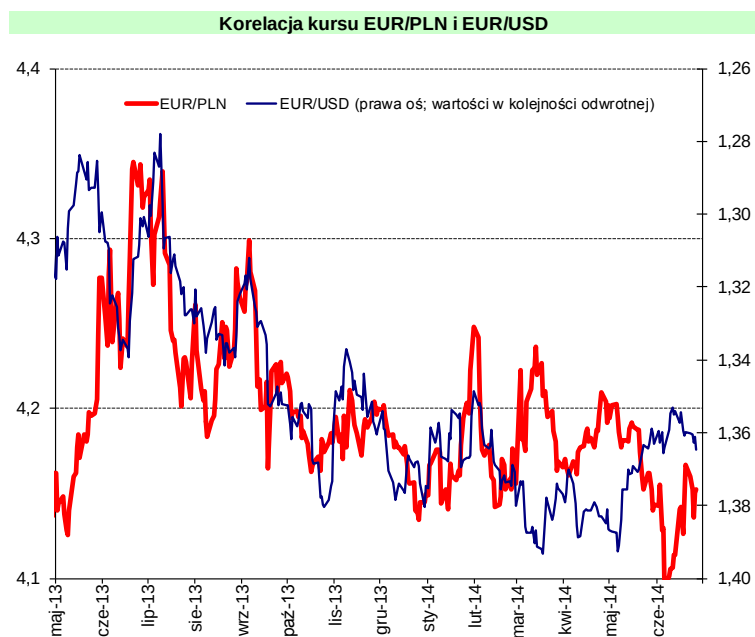
NOTOWANIA WALUT EUR

	1Y	1M	2014-06-30
EUR-CHF	1,23	1,22	1,22
EUR-GBP	0,86	0,81	0,80
EUR-JPY	128,96	138,76	138,44
EUR-CNY	7,99	8,52	8,49
EUR-USD	1,30	1,36	1,36

ZMIANA %

	1Y	1M
EUR-CHF	-1%	0%
EUR-GBP	-6%	-2%
EUR-JPY	7%	0%
EUR-CNY	6%	0%
EUR-USD	5%	0%





Surowce naturalne

Ropa naftowa

Zmiana miesięczna				
	Brent	WTI	Ural	Dubai
maj 14	110,0	103,3	106,8	105,7
cze 14	111,1	106,0	109,3	109,0
Zmiana	1,0%	2,6%	2,3%	3,1%

Zmiana roczna				
	Brent	WTI	Ural	Dubai
maj 13	100,8	91,9	100,0	98,0
cze 14	111,1	106,0	109,3	109,0
Zmiana	10,2%	15,3%	9,3%	11,3%

Surowce rolne

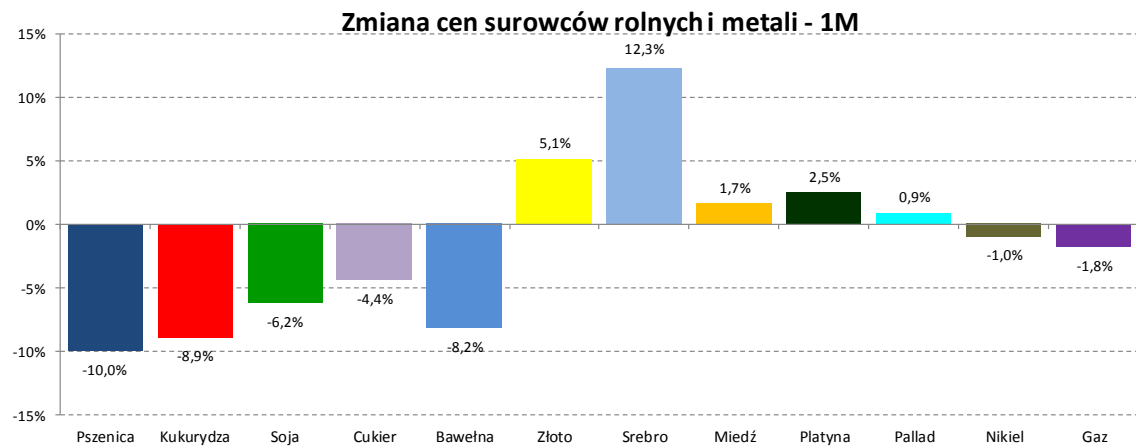
Zmiana miesięczna					
	Pszenica	Kukurydza	Soja	Cukier	Bawełna
maj 14	627,3	465,8	1 493,3	17,4	86,3
cze 14	564,8	424,3	1 400,5	16,6	79,2
Zmiana	-10,0%	-8,9%	-6,2%	-4,4%	-8,2%

Zmiana roczna					
	Pszenica	Kukurydza	Soja	Cukier	Bawełna
maj 13	705,5	662,0	1 510,0	16,6	79,4
cze 14	564,8	424,3	1 400,5	16,6	79,2
Zmiana	-20,0%	-35,9%	-7,3%	0,4%	-0,2%

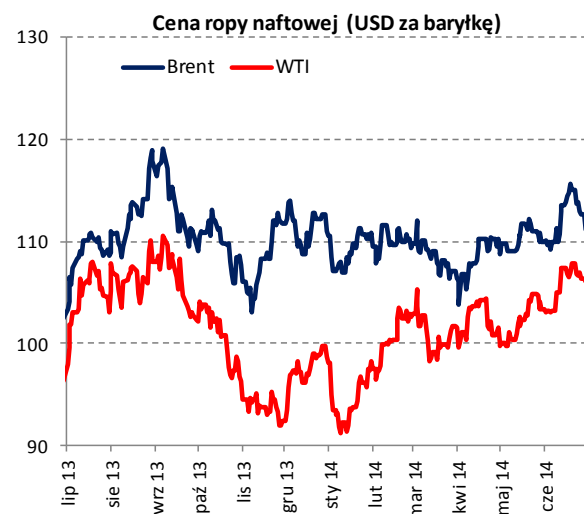
Metale

Zmiana miesięczna							
	Złoto	Srebro	Miedź	Platyna	Pallad	Nikiel	Gaz
maj 14	1250,7	18,7	3,1	1 444,7	832,6	1 134,4	4,5
cze 14	1315,0	21,0	3,2	1 480,7	840,1	1 123,4	4,5
Zmiana	5,1%	12,3%	1,7%	2,5%	0,9%	-1,0%	-1,8%

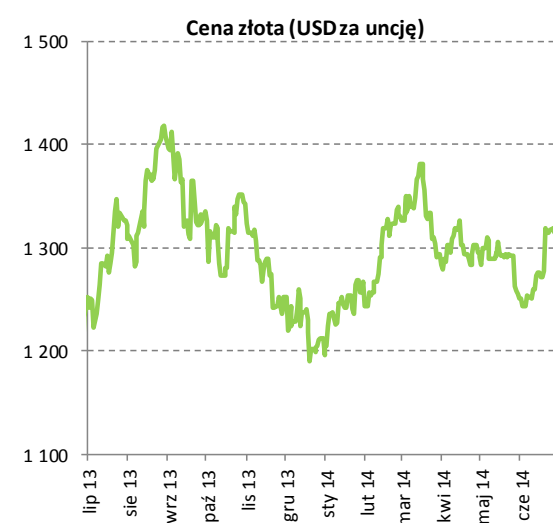
Zmiana roczna							
	Złoto	Srebro	Miedź	Platyna	Pallad	Nikiel	Gaz
maj 13	1386,4	22,2	3,3	1 458,0	747,8	828,5	4,0
cze 14	1315,0	21,0	3,2	1 480,7	840,1	1 123,4	4,5
Zmiana	-5,1%	-5,6%	-3,1%	1,6%	12,3%	35,6%	12,0%



Ropa naftowa



Złoto



Surowce rolne i przemysłowe

