

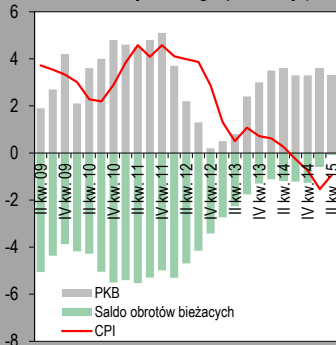
# MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

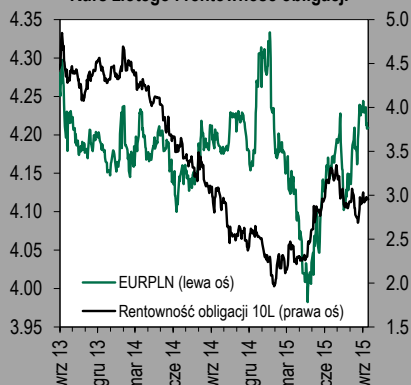
Wrzesień 2015

## Czekając na decyzje

Wskaźniki aktywności gospodarczej (% r/r)



Kurs złotego i rentowność obligacji



### W tym miesiącu:

Gospodarka Polski	2
Pod lupą: polityka pieniężna	4
Pod lupą: polityka fiskalna	5
Rynek stopy procentowej	6
Rynek walutowy	7
Monitor rynku	8
Kalendarz makroekonomiczny	9
Dane i prognozy ekonomiczne	10

■ Wzrost PKB w II kw. 2015 r. był nieco słabszy od oczekiwań, ale naszym zdaniem polska gospodarka wciąż jest w dobrej formie i wzrost gospodarczy przyspieszy w II połowie roku, choć zapewne nie tak mocno, jak się wcześniej tego spodziewaliśmy. Tempo wzrostu konsumpcji prywatnej powinno pozostać wysokie, pod wpływem spadającego bezrobocia i rosnących dochodów z pracy, podczas gdy wzrost eksportu może nawet przyspieszyć dzięki dalszemu ożywieniu w strefie euro. **Wzrost PKB w Polsce w 2015 r. będzie zapewne bliższy 3,5% niż 4,0%, ale nasza prognoza wzrostu 3,5% w 2016 r. wciąż wydaje się realistyczna.**

■ Największa susza od lat prawdopodobnie odbije się na zbiorach i podbije ceny żywności. Jednak wg naszego szacunku łączny wpływ na inflację nie będzie duży. Po pierwsze, wzrost cen żywności będzie ograniczony przez wpływ importu (światowe ceny żywności są najniższe od lat). Po drugie, wpływ wyższych cen żywności na CPI będzie częściowo zrównoważony niższymi cenami paliw (paliwa potaniały o ok. 2,5% w sierpniu i mogą spaść nawet o 4% we wrześniu, jak wynika z naszych szacunków) oraz obniżką taryfy gazowej we wrześniu. **W związku z tym nasza prognoza CPI na grudzień wzrosła tylko nieznacznie, do ok. 0,7% r/r, i wciąż uważamy, że inflacja będzie zmierzała w kierunku 2% r/r w 2016 r.**

■ Uważamy, że krajowa polityka pieniężna pozostanie nudna w najbliższych miesiącach, jako że RPP najprawdopodobniej **nie zmieni stóp procentowych do końca kadencji (czyli do początku 2016 r.)**. Naszym zdaniem stopy pozostaną bez zmian przez cały 2016 r. Pomimo wzrostu niepewności co do globalnych perspektyw gospodarczych (z ryzykiem spowolnienia tempa wzrostu PKB i inflacji w przyszłym roku), wciąż uważamy, że **brak jest uzasadnienia dla łagodzenia polityki pieniężnej w 2016 r.**, biorąc pod uwagę zdrowe tempo wzrostu gospodarczego, wyższą inflację i mniej restrykcyjną politykę fiskalną.

■ Wrześniowa decyzja FOMC będzie kluczowa dla rynków w nadchodzących tygodniach. Podwyżka stóp wywołałaby zapewne falę wzrostu rentowności na rynkach stopy procentowej, jako że nie jest ona obecnie w cenach. Wpływ podwyżki stóp Fed na złotego wydaje się być mniej oczywisty: jeśli rynek zinterpretuje ten ruch jako symbol wiary w ożywienie, to złoty może nawet się umocnić. Wciąż widzimy jednak kilka czynników ryzyka, które mogą utrzymać awersję do ryzyka na podwyższonym poziomie: sytuacja w Chinach, wcześniejsze wybory w Grecji, niepewność polityczna w Polsce w obliczu wyborów parlamentarnych w październiku.

■ Polityka wkracza na pierwszy plan wobec zbliżających się październikowych wyborów. Dwie największe polskie partie zaprezentowały swoje programy. PiS, przodujący w sondażach, utrzymuje wcześniejsze postulaty, o których pisaliśmy miesiąc temu oraz proponuje 15% CIT dla małych firm. PO z kolei zaproponowało koncepcję uproszczenia systemu podatkowego: jednolita umowa o pracę i podatek od pracy bez żadnych dodatkowych danin ze strony pracodawcy lub pracobiorcy (składki płacone przez państwo). Obie partie chcą też wprowadzenia minimalnej stawki godzinowej w wysokości 12 zł.

### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

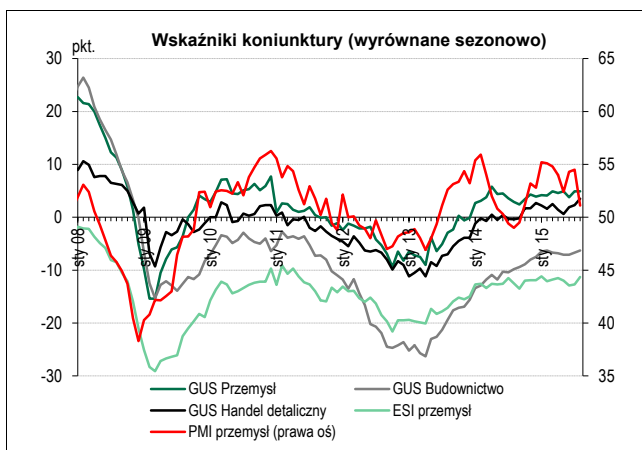
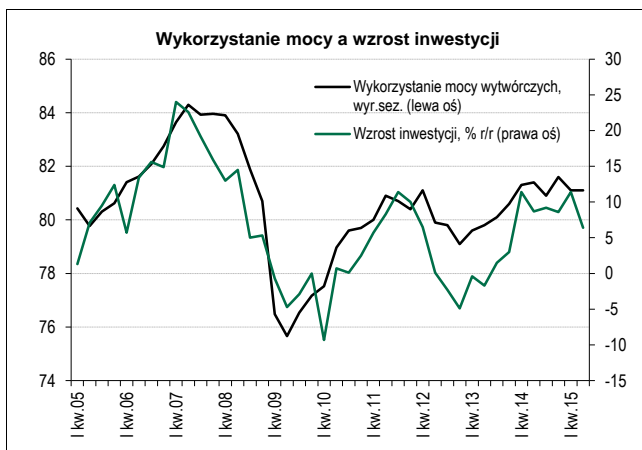
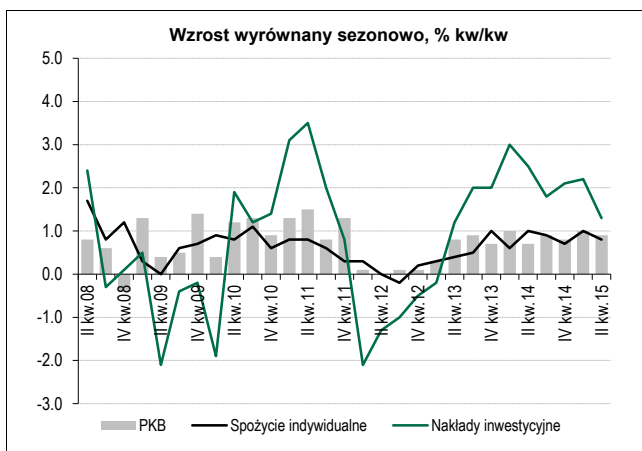
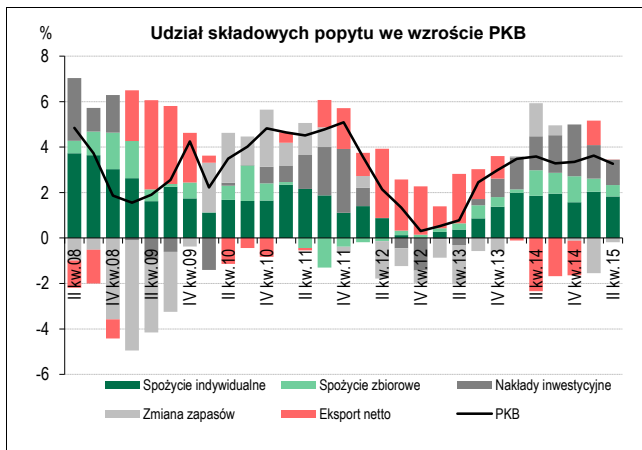
al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40  
 email: ekonomia@bzwbk.pl Strona www: skarb.bzwbk.pl  
 Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88  
 Piotr Bielski 22 534 18 87  
 Agnieszka Decewicz 22 534 18 86  
 Marcin Luziński 22 534 18 85  
 Marcin Sulewski 22 534 18 84

### Na rynku finansowym 14 września 2015 r.:

Stopa depozytowa NBP	0,50	WIBOR 3M	1,72	EURPLN	4,2090
Stopa referencyjna NBP	1,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	1,80	USDPLN	3,7124
Stopa lombardowa NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	2,47	CHFPLN	3,8272

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 14.09.2015 r.

## Gospodarka Polski



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

**Tempo wzrostu PKB ustabilizowało się**

Wzrost PKB spowolnił do 3,3% r/r w II kw. 2015 z 3,6% r/r w I kw. Popyt krajowy przyspieszył do 3,3% r/r mimo spowolnienia wzrostu inwestycji (do 6,4% r/r, najwolniej od IV kw. 2013) i stabilnego wzrostu konsumpcji (3% r/r), jako że zmiana zapasów zaskoczyła w górę. Eksport i import wyraźnie spowolniły, ten drugi mocniej. Wkład eksportu netto do wzrostu PKB obniżył się więc do zera z 1,1 pkt. proc. w I kw. Co ciekawe, mimo znaczącego spadku cen surowców i przy mniej więcej stabilnym kursie złotego wobec głównych walut, deflator importu był na tylko niewielkim minusie (-0,6%).

Wzrost PKB wyrównany sezonowo utrzymał się na niezłym poziomie 0,9% kw./kw. (zgodnie ze średnią za ostatnie osiem kwartałów).

Spowolnienie w inwestycjach było głębsze niż oczekiwaliśmy, ale warto zauważyć, że nastąpiło ono po zaskakująco silnym wzroście w poprzednich pięciu kwartałach (średnio 9,9% r/r od I kw. 2014 do I kw. 2015).

Tymczasem, wzrost inwestycji publicznych był niezwykle silny w ostatnich kilku kwartałach (średnie tempo było dwucyfrowe) i ciężko oczekiwać istotnego spowolnienia tuż przed wyborami. Co więcej, minister finansów zasugerował, iż inwestycje publiczne będą solidne również w 2016 (wbrew wcześniejszym założeniom z Programu Konwergencji) – plan zakłada znacznie wyższe nakłady na drogi i na badania i rozwój w sektorze zbrojeniowym.

Sektor prywatny może pozostać bardziej ostrożny z względu na rosnącą niepewność odnośnie światowego wzrostu, ale warto wg nas mieć na uwadze, że reakcja na zeszlenczone napięcia makro i geopolityczne (rosnące obawy o spowolnienie w UE oraz konflikt z Rosją) była bardzo ograniczona. Dlatego nie oczekujemy silnego spowolnienia inwestycji prywatnych w kolejnych kwartałach.

Wykorzystanie mocy produkcyjnych jest powyżej wieloletniej średniej, co sugeruje, że jeśli nowe zamówienia będą rosły (co zakładamy na podstawie oczekiwanego wzrostu popytu zewnętrznego wynikającego ze wzrostu PKB w strefie euro), to polskie firmy powinny się wciąż rozwijać i inwestować. Wzrost popytu na kredyt inwestycyjny, chociaż spowolnił nieco w ostatnich miesiącach (do ok. 8% r/r z 10% r/r), pozostaje na przyzwoitym poziomie, a firmy wciąż zwiększają zatrudnienie.

Konsumpcja prywatna powinna pozostać na wysokim poziomie w kolejnych kwartałach, wspierana przez spadające bezrobocie i rosnące płace (co daje nawet szansę na lekkie przyspieszenie). Eksport powinien przyspieszyć dzięki ożywieniu w strefie euro, a inwestycje pozostać na solidnym poziomie (choć trudno oczekiwać dwucyfrowego wzrostu). Dlatego oczekujemy dalszego przyspieszenia PKB w drugiej połowie roku, chociaż już tylko nieznaczne – do 3,6% w IV kw. wobec 4% prognozowanych wcześniej. Nasza prognoza na 2016 pozostaje bez zmian na 3,5%.

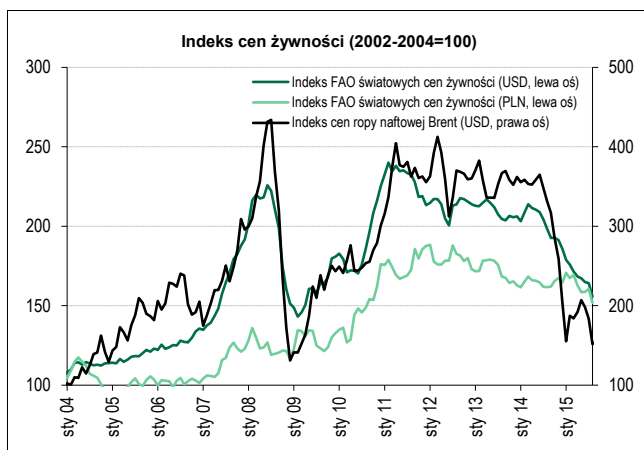
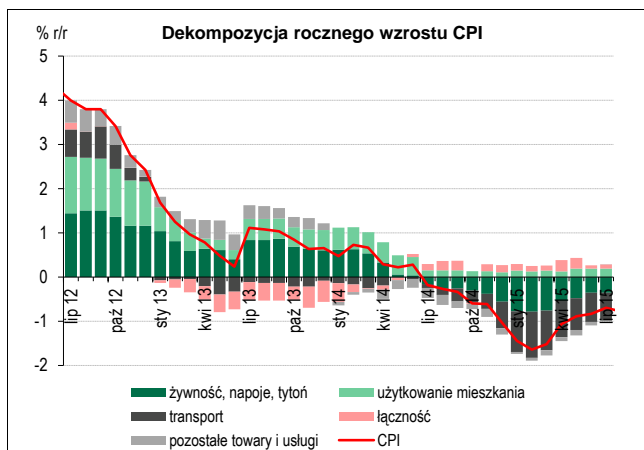
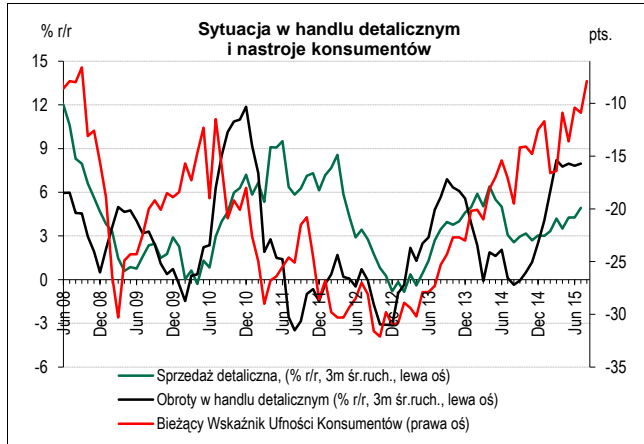
**Wskaźniki wyprzedzające sugerują poprawę, poza PMI**

Większość wskaźników wyprzedzających oraz indeksów nastroju potwierdziła poprawę sytuacji ekonomicznej. Indeks Nastroju Komisji Europejskiej (ESI) oraz badania GUS pokazały kontynuację ekspansji.

Na tym tle indeks PMI dla przemysłu wygląda jak obserwacja nietypowa, bowiem w sierpniu odnotował największy miesięczny spadek od stycznia 2005. Pogorszenie sytuacji nastąpiło we wszystkich składowych indeksach (produkcji i zamówieniach, też tych eksportowych). Być może słaby wynik był skutkiem przejściowego ograniczenia w połowie sierpnia dostaw energii z powodu suszy. Niemniej, obserwowane przez nas dane o zużyciu energii wskazują, że mimo przejściowej przerwy w dostawach prądu roczna dynamika zużycia energii w sierpniu była najwyższa od 2011 r., więc naszym zdaniem wpływ tego czynnika na produkcję przemysłową nie powinien być znaczny.

Oczekujemy solidnego wzrostu produkcji w sierpniu i w kolejnych miesiącach potwierdzających rosnącą aktywność gospodarczą.

## Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, Eurostat, BZ WBK

## Rynek pracy wciąż mocny

▪ Sytuacja na rynku pracy wciąż ulega poprawie. Tempo wzrostu zatrudnienia nieco wyhamowało w ostatnich miesiącach (wraz ze spowolnieniem wzrostu nakładów na środki trwałe), jednak firmy nadal są chętne do zatrudniania nowych pracowników.

▪ Popyt na pracowników pozostaje solidny, co potwierdzają m.in. indeksy koniunktury publikowane przez GUS, ale również subindeks zatrudnienia z PMI (jedyne komponent, który uniknął silnego spadku w sierpniu). Co więcej, liczba nowych ofert pracy rośnie – wg Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej w sierpniu nastąpił ich wzrost o 26% r/r do 119 tys., tj. najwyższego poziomu, który został zanotowany przez ministerstwo (od 2001 r.). Wskaźnik ofert pracy na jednego bezrobotnego kontynuuje stopniowy wzrost. Jeśli ten proces będzie kontynuowany to może wywołać presję na wzrost płac pomimo rosnącego niedoboru podaży pracy.

▪ Wyrównany sezonowo wskaźnik bezrobocia wg BAEL obniżył się w lipcu do 7,6%, najniżej od kwietnia 2009 r. W najbliższych miesiącach (prawdopodobnie na początku 2016 r.) wskaźnik ten najprawdopodobniej osiągnie swoje historyczne minimum na 6,8%.

## ... i wspiera zaufanie konsumentów oraz ich wydatki

▪ Dane o sprzedaży detalicznej w lipcu były niższe od oczekiwań, ale wydaje się, że po oczyszczeniu tych danych z negatywnych czynników statystycznych, popyt konsumpcyjny pozostaje solidny. Dane Eurostatu dotyczące handlu detalicznego (obejmujące małe sklepy, ale pomijające sprzedaż samochodów) wskazują na wzrost sprzedaży o 7,7% r/r w okresie styczeń-lipiec 2015 r. (wobec wzrostu o 1,1% w 2014 r.).

▪ Mocny wzrost zatrudnienia i bezrobocia zbliżające się do rekordowych minimum powinny pomóc utrzymać tempo wzrostu dochodów gospodarstw domowych na solidnym poziomie i jeszcze bardziej poprawić nastroje konsumenckie. W sierpniu indeks bieżącej oceny sytuacji wzrósł najwyżej od września 2008 a ocena kondycji finansowej gospodarstw domowych była najlepsza w historii badania (od 1997). Chociaż siła nabywcza dochodów będzie w kolejnych kwartałach stopniowo maleć przez rosnącą inflację, oczekujemy że tempo wzrostu konsumpcji utrzyma się blisko 3% r/r.

## CPI lekko w górę, wpływ suszy raczej niewielki

▪ Lipcowa inflacja wyniosła -0,7% r/r, nieco więcej niż oczekiwano, a głównymi kategoriami odpowiedzialnymi za lekkie zaskoczenie w górę były ceny w opiece zdrowotnej i komunikacji. Te dwa komponenty pchnęły inflację bazową po wyłączeniu cen żywności i energii w górę do 0,4% r/r. Spodziewamy się kontynuacji trendu wzrostowego wskutek rosnących cen żywności i stopniowego odbicia inflacji bazowej dzięki solidnemu popytowi krajowemu.

▪ Największa susza od wielu lat spowoduje zapewne spadek zbiorów i wzrost cen żywności. Naszym zdaniem, jej wpływ na polską inflację będzie jednak ograniczony z co najmniej dwóch powodów.

▪ Po pierwsze, wzrost cen żywności powinien być ograniczony przez jej wyższy (i stosunkowo tani) import. Warto zauważyć, że światowe ceny żywności są na wieloletnich minimach. W sierpniu indeks cen żywności FAO zanotował największy spadek od 2008 i znalazł się najniżej od początku 2009. Światowe spadki cen wynikają z dużej podaży, spadku cen energii i obaw o spowolnienie w Chinach.

▪ Po drugie, wpływ droższej żywności powinien być częściowo zneutralizowany tańszym paliwem (ceny na stacjach spadły w sierpniu o 2,5% i wg naszych szacunków mogą spaść o dalsze 4% we wrześniu) i wrześniową obniżką cen gazu.

▪ Naszą prognozę grudniowej inflacji podnieśliśmy więc tylko nieznacznie, do 0,7% r/r i dalej oczekujemy jej dalszego wzrostu do 2% r/r w 2016.

## Pod lupą: polityka pieniężna

### Najważniejsze fragmenty komunikatu RPP we wrześniu

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany. W strefie euro trwa ożywienie gospodarcze, choć dynamika PKB nieznacznie się obniżyła w II kw. W Stanach Zjednoczonych wzrost PKB przyspieszył. Z kolei w Chinach dynamika aktywności w II kw. utrzymała się na niskim, jak na tę gospodarkę poziomie, a napływające dane sygnalizują możliwość dalszego osłabienia koniunktury. Wzrost ryzyka silniejszego spowolnienia w gospodarkach wschodzących przyczynił się do pogorszenia nastrojów na rynkach finansowych i – w efekcie – spadku cen wielu aktywów.

Główne banki centralne utrzymują stopy procentowe w pobliżu zera, przy czym Rezerwa Federalna sygnalizuje możliwość ich podwyższenia w bieżącym roku. Jednocześnie EBC kontynuuje program skupu aktywów. Z kolei Bank Chin zdewaluował juana, co oddziaływało w kierunku osłabienia walut niektórych gospodarek wschodzących.

W Polsce, dynamika PKB w II kw. br. była nieco niższa niż w poprzednim kwartale. Głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego pozostał popyt konsumpcyjny, wspierany przez dobrą sytuację na rynku pracy oraz przyrost kredytu dla gospodarstw domowych. Do wzrostu PKB przyczynił się także dalszy – choć wolniejszy niż w I kw. – wzrost inwestycji, któremu sprzyjała korzystna sytuacja finansowa firm. Z kolei wkład eksportu netto do wzrostu PKB wyraźnie się obniżył. Lipcowe dane o produkcji i sprzedaży detalicznej wskazują na stabilizację dynamiki wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach.

Ze względu na umiarkowane tempo wzrostu popytu i wciąż ujemną lukę popytową, w gospodarce brak jest obecnie presji inflacyjnej. Równocześnie niskie ceny surowców i umiarkowana dynamika plac nominalnych ograniczają ryzyko wzrostu presji kosztowej. W rezultacie roczna dynamika cen konsumpcyjnych pozostaje ujemna, choć skala deflacji stopniowo maleje. Ujemna jest także dynamika cen produkcji sprzedanej, a oczekiwania inflacyjne kształtują się na niskim poziomie.

W ocenie Rady w najbliższych kwartałach dynamika cen będzie nadal powoli rosła. Jej wzrostowi będzie sprzyać oczekiwane utrzymanie stabilnego wzrostu gospodarczego, następujące w warunkach poprawy koniunktury w strefie euro i dobrej sytuacji na krajowym rynku pracy. Jednocześnie wzrost ryzyka silniejszego spowolnienia w gospodarkach wschodzących oraz spadek cen surowców zwiększają niepewność dotyczącą tempa powrotu inflacji do celu.

### Polityka pieniężna bez zmian

▪ Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie, w tym stopę referencyjną na 1,50%.

▪ Taka decyzja nie jest żadnym zaskoczeniem i wydaje się bardzo prawdopodobne, że stopy pozostaną bez zmian do końca obecnej kadencji RPP. Rada już wcześniej dała jasno do zrozumienia, że nie widzi potrzeby zmian w polityce pieniężnej o ile w sytuacji makroekonomicznej nie zajdą znaczące zmiany. I chociaż w ostatnich publikacjach krajowych danych pojawiło się kilka negatywnych niespodzianek, to w naszej ocenie perspektywy gospodarcze dla Polski pozostają całkiem niezłe.

▪ Największe obawy w tej chwili dotyczą sytuacji w Chinach i jej wpływu na światowy wzrost gospodarczy, ale jak na razie – pomimo zwiększonej niepewności – raczej nie widzimy powodu, aby zakładać dramatyczne pogorszenie perspektyw wzrostu dla gospodarki światowej. Naszym zdaniem wzrost PKB w Polsce powinien lekko przyspieszyć w II połowie tego roku i utrzymać się na niezłym poziomie w 2016. Jednocześnie inflacja będzie stopniowo rosła. Ocena banku centralnego pozostaje podobna. Podczas konferencji prasowej, Prezes NBP Marek Belka stwierdził, że prognozy zarówno inflacji jak i PKB pozostają bez większych zmian. Deflacja powinna zakończyć się w listopadzie, a wzrost PKB z ostatniej projekcji (na poziomie 3,6% w tym roku) wciąż jest aktualny.

▪ Wycofaliśmy się z założenia podwyżki stóp NBP pod koniec 2016 głównie z powodu wzrostu niepewności odnośnie globalnego wzrostu (ryzyko niższego PKB i inflacji na świecie z powodu m.in. sytuacji w Chinach). Jak już wspominaliśmy, są duże szanse na to, że następną RPP będzie się składać z bardziej gołębich członków, więc podwyżki stóp w tak niepewnych warunkach raczej nie będą miały miejsca bardzo szybko. Jednocześnie, nadal uważamy, że nie będzie potrzeby luzowania polityki pieniężnej w przyszłym roku z powodu nadal solidnego wzrostu gospodarczego w Polsce, inflacji rosnącej w kierunku celu i prawdopodobnie mniej restrykcyjnej polityki fiskalnej po wyborach.

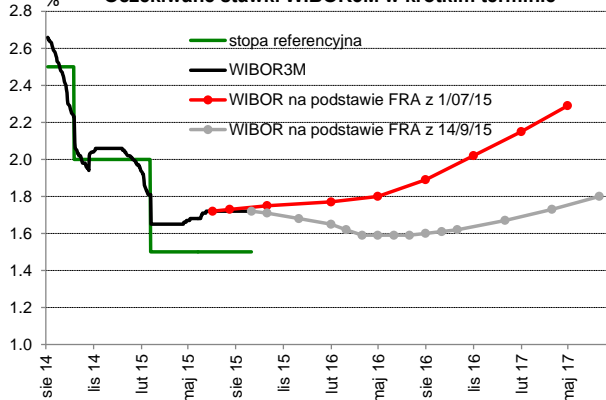
▪ Inwestorzy widzą jednak rosnące szanse na obniżkę stóp NBP w 2016. Stawki FRA spadły znacznie w ciągu ostatnich dwóch miesięcy i wyceniamy szanse na poluzowanie polityki pieniężnej w horyzoncie 6-9 miesięcy. Obecnie rynek widzi ok. 50% szans na cięcie o 25 pb w ciągu 6 miesięcy. Co więcej, w ocenie rynku oddalił się moment zacieśnienia polityki pieniężnej i pierwszej podwyżki o 25 pb inwestorzy oczekują dopiero za 21 miesięcy. Szanse na materializację takiego scenariusza wahają się w okolicy 50%, podczas gdy w lipcu rynek wycenił nawet dwie podwyżki po 25 pb w ciągu 21 miesięcy.

### Co z celem inflacyjnym?

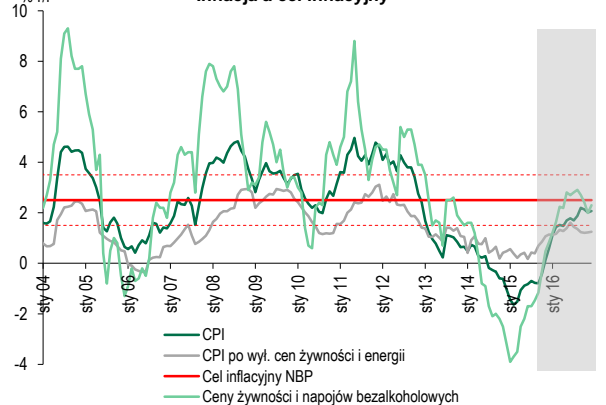
▪ Rada rozpoczęła prace nad założeniami polityki pieniężnej na przyszły rok (zostaną one przyjęte w połowie września), ale wg prezesa NBP nie będą (jakżeby inaczej) zawierać istotnych zmian.

▪ Członkini RPP, Elżbieta Chojna-Duch zasugerowała ostatnio, że „w kontekście bliżej nieokreślonego terminu wejścia do strefy euro musimy powrócić do dyskusji na temat obniżenia celu inflacyjnego do europejskiego poziomu 2,0%”. My nie oczekujemy zmiany celu bowiem Marek Belka powiedział, że wśród pozostałych członków Rady nie ma poparcia dla rewolucyjnych zmian. Dodatkowo, opublikowane niedawno przez Instytut Ekonomiczny opracowanie wskazuje, że bieżący poziom celu inflacyjnego jest jednym z czynników przeciwdziałających wpadnięciu gospodarki w „pułapkę deflacyjną”. Według autorów, obniżenie celu do 1,5% znacznie zwiększyłoby ryzyko wpadnięcia w „pułapkę deflacyjną”.

Oczekiwane stawki WIBOR3M w krótkim terminie



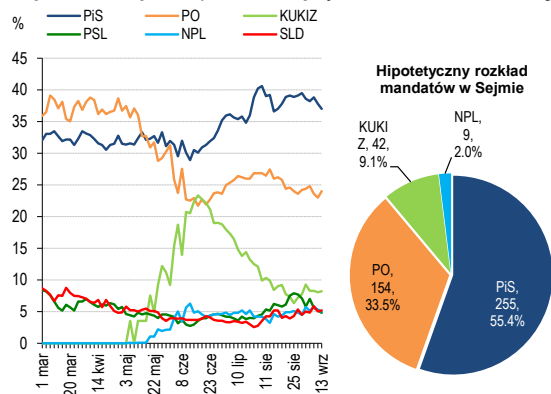
Inflacja a cel inflacyjny



Źródła: NBP, Reuters, BZ WBK

## Pod lupą: polityka fiskalna

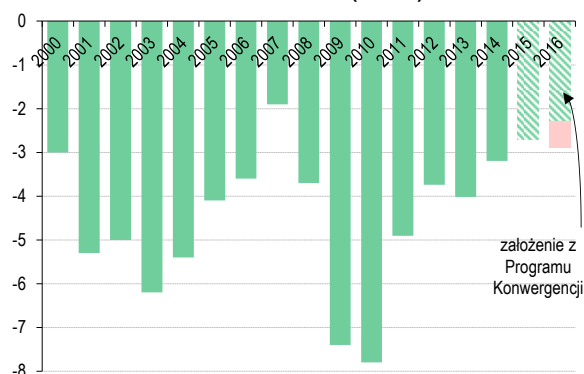
### Poparcie dla partii (średnia z pięciu ostatnich sondaży)



### Projekt budżetu na 2016 (mld zł) – główne wartości

	2015 plan (1)	2015 E (2)	2016 plan (3)	zmiana (3) / (2)
<b>Dochody ogółem</b>	<b>297,198</b>	<b>291,423</b>	<b>296,879</b>	<b>1,9%</b>
Wpływy podatkowe	269,820	257,239	268,443	4,4%
VAT	124,262	121,000	128,370	6,1%
CIT	24,530	25,700	26,440	2,9%
PIT	44,390	44,843	46,700	4,1%
Dochody niepodatkowe	25,830	32,636	26,699	-18,2%
<b>Wydatki ogółem</b>	<b>343,278</b>	<b>337,478</b>	<b>351,499</b>	<b>4,2%</b>
<b>Saldo budżetu</b>	<b>-46,080</b>	<b>-46,055</b>	<b>-54,620</b>	<b>18,6%</b>

### Saldo General Government (% PKB)



### Potrzeby pożyczkowe netto i ich finansowanie (mld zł)

	2015E (1)	2016E (2)	zmiana (2) / (1)
<b>Potrzeby pożyczkowe netto:</b>	<b>57,98</b>	<b>73,72</b>	<b>27,1%</b>
deficyt budżetowy	46,08	54,62	18,5%
deficyt budżetu UE	3,44	9,24	168,6%
pozostałe	8,46	9,86	16,5%
<b>Finansowanie</b>	<b>57,98</b>	<b>73,72</b>	<b>27,1%</b>
finansowanie krajowe, w tym	41,18	47,60	15,6%
- rynkowe obligacje	36,57	39,67	8,5%
- bony skarbowe	0	7,85	-
- pozostałe	4,61	0,08	-98,3%
finansowanie zagraniczne, w tym	16,80	26,12	55,5%
- obligacje	0,20	9,28	4540,0%
- kredyty z MIF	6,30	1,37	-78,3%

### Czy PiS będzie rządził po październikowych wyborach?

- Popularność ruchu Kukiza (postrzeganego jako naturalnego koalicjanta dla PiS) spadła w ostatnich miesiącach m.in. w wyniku problemów z utworzeniem list wyborczych. W tym samym czasie wsparcie dla innych małych partii (liberalnych, zjednoczonej lewicy i PSL) wzrosło, wciąż pozostaje blisko poziomu wymaganego prognozy.
- PiS może wygrać wybory, ale jeśli tej partii nie uda się pozyskać więcej niż 50% głosujących to nie ma pewności czy uda się znaleźć mniejszą partię, z którą mogłaby utworzyć koalicję. Nadal istnieje duży znak zapytania kto będzie tworzył nowy rząd po wyborach.

### Wyższy deficyt budżetowy w 2016 r.

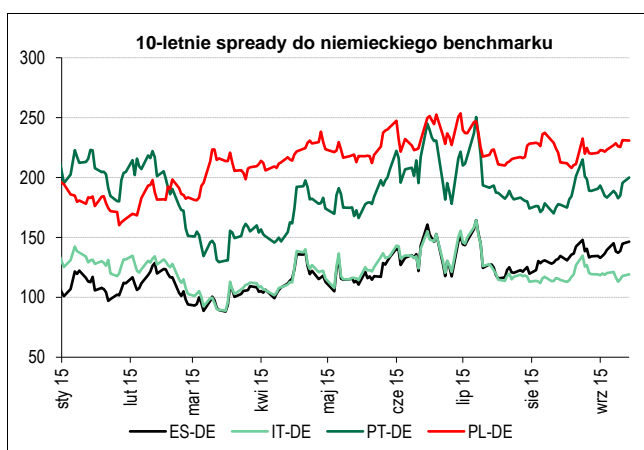
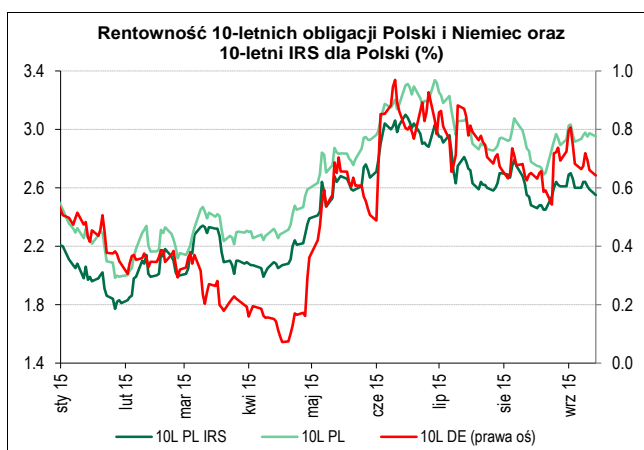
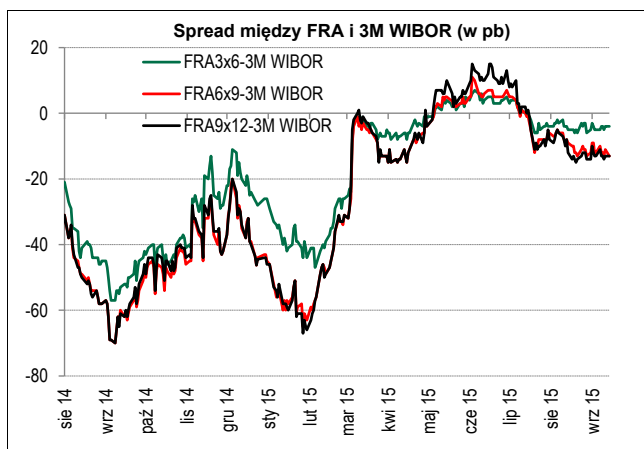
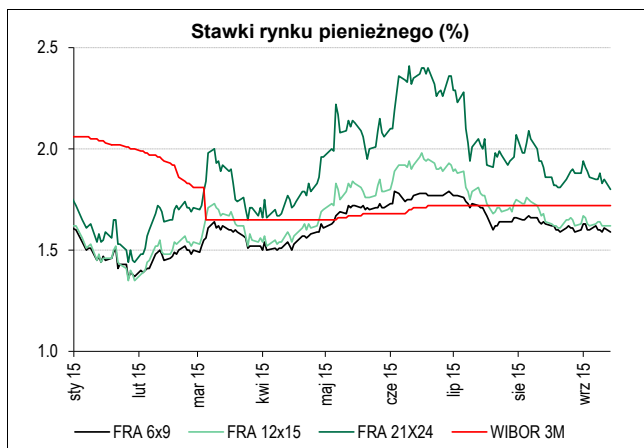
- Rząd przyjął wstępny projekt budżetu na 2016 r. z deficytem na poziomie 54,6 mld zł (o 8,5 mld zł wyższym niż założony na ten rok), przy dochodach 296,9 mld zł (ok. 2% więcej niż plan na ten rok) i wydatkach na 351,5 mld zł (wzrost o ponad 4%).
- Projekt budżetu na 2016 r. został skonstruowany przy założeniu wzrostu PKB na 3,8% i średniorocznej inflacji na 1,7%. O ile nasza prognoza inflacji jest zbliżona do rządowej, to jesteśmy mniej optymistyczni odnośnie wzrostu PKB.
- Pomimo dość optymistycznych rządowych prognoz, planowany wzrost dochodów jest dość konserwatywny – dochody podatkowe rosną wolniej niż nominalne PKB, a dochody niepodatkowe spadają znacząco w wyniku mniejszych wpływów z tzw. dywidendy cyfrowej (tj. niższych wpływów z tytułu rezerwacji częstotliwości). Jednakże, wpływy niepodatkowe uwzględniają zysk NBP w wysokości 3 mld zł, co wydaje się nam dość ryzykownym założeniem, tym bardziej, że oczekujemy umocnienia złotego na koniec roku. Spośród wpływów podatkowych, jedynym elementem, który rośnie szybko jest VAT, co jest efektem niskiej bazy z 2015 r. wynikającej z czynników jednorazowych.
- Wydatki ogółem rosną o ok. 4% – przed wyborami rząd wykorzystał w pełni limit wynikający z reguły wydatkowej na sfinansowanie obietnic przedwyborczych: wyższe płace w sektorze publicznym, większe wydatki socjalne, na naukę, obronę, górnictwo. W konsekwencji deficyt budżetowy rośnie do ok. 3% PKB, co oznacza odejście od planu konsolidacji fiskalnej założonego w Programie Konwergencji (który zakłada zmniejszenie salda sektora finansów publicznych w 2016 r. do 2,3% PKB z 2,7% PKB w 2015). To oznacza, że cykl wyborczy ma przełożenie na politykę fiskalną w Polsce. Średnioterminowy cel deficytu fiskalnego pozostaje również pod znakiem zapytania uwzględniając obecną propozycję PO uproszczenia podatków i wprowadzenia jednolitej umowy o pracę i bez dodatkowych składek płaconych przez pracownika/pracodawcę, tylko przez budżet. W naszej ocenie jest to bardzo interesująca propozycja, ale jej koszt wyniesie 10,2 mld zł. W poprzednim MAKROskopie przedstawiliśmy (kosztowne) przedwyborcze propozycje PiS i wszystko wskazuje na to, że deficyt sektora finansów publicznych utrzyma się przez parę lat na poziomie ok. 3% PKB niezależnie od tego kto będzie tworzył rząd.

### Istotny wzrost potrzeb pożyczkowych netto w 2016

- Projekt budżetu na 2016 zakłada potrzeby pożyczkowe netto w wysokości 73,7 mld zł (27% więcej niż plan na ten rok), a brutto 180 mld zł (wzrost o 16%). Wzrost potrzeb brutto w stosunku do 2015 wynika głównie z wyższego deficytu i wzrostu wykupów długu. Odnośnie potrzeb netto, rząd planuje zwiększyć finansowanie krajowe o 15% (do 47,6 mld zł), a zagraniczne o ponad 50% (emisje netto obligacji na rynki zagraniczne mają wynieść 9 mld zł). Uważamy, że podobnie jak w tym roku, finansowanie zagraniczne może być niższe od planu.
- Co do samego deficytu, sądzimy, że przyszłoroczny wynik może być co najmniej 5 mld zł lepszy niż plan. W latach 2011-2014 realizacja wydatków była niższa średnio o 10 mld zł od planu. Z drugiej strony, jest ryzyko związane z wypłatą zysku NBP. W sumie, nie ma obecnie podstaw zakładać, że deficyt budżetowy i potrzeby pożyczkowe netto w 2016 będą istotnie niższe niż od planu.

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

## Rynek stopy procentowej



Źródła: Reuters, Bloomberg, MF, BZ WBK

### Rynek wycenia obniżki stóp w okresie 6-9M, rentowności niżej

- Stawki FRA obniżyły się znacząco w okresie lipiec-sierpień w wyniku słabszych od oczekiwań danych z krajowej gospodarki oraz obaw o globalny wzrost. Krzywa FRA przesunęła się w dół o 9-48 pb w ciągu ostatnich dwóch miesięcy, w tym największe spadki dotyczyły FRA na długie terminy. W konsekwencji oczekiwania na pierwszą podwyżkę stóp przez RPP zostały po raz kolejny przesunięte (FRA21x24 spadł poniżej 1,90%). W tym samym czasie WIBORY pozostały względnie stabilne (wzrost o 1 pb zanotowały tylko stawki na 6M, 9M oraz 12M).

- Sytuacja nie uległa większym zmianom na początku września. Stawki WIBOR pozostały stabilne, gdyż wrześniowy komunikat RPP potwierdził, że RPP nie zmieni stóp NBP do końca swojej kadencji (I kw. 2016). W tym samym czasie stawki FRA były blisko minimów z sierpnia. Obecnie rynek wycenia z ok. 50% prawdopodobieństwem możliwość obniżek stóp w okresie 6-9 miesięcy.

- Okres wakacyjny charakteryzował się dużą zmiennością na krajowym rynku stopy procentowej. Po pierwsze, rentowności obligacji i stawki IRS spadły w wyniku spadku oczekiwań na podwyżkę stóp przez Fed we wrześniu, pomimo obaw o wpływ sytuacji w Chinach na perspektywę globalnego wzrostu. Spadek ten był również wynikiem słabszych od oczekiwań krajowych danych o aktywności gospodarczej. Jednakże, wzrost awersji do ryzyka w drugiej połowie sierpnia, który spowodował przepływ kapitału w kierunku bezpiecznych aktywów negatywnie odbił się na krajowych aktywach. Rentowność 10-latków wzrosła z ok. 2,70% (majowe minimum) w kierunku 3%. W okresie lipiec-sierpień różnica pomiędzy maksymalnym a minimalnym poziomem rentowności/stawek IRS wyniosła 20-25 pb dla środka i długiego końca krzywych. W pierwszych tygodniach września zmienność na rynkach obligacji i IRS utrzymała się na wysokim poziomie. Po dość słabym początku miesiąca (rentowność 10L ponownie wzrosła powyżej 3%), EBC i mieszane dane z rynku pracy USA pomogły rynkom nieco odreagować.

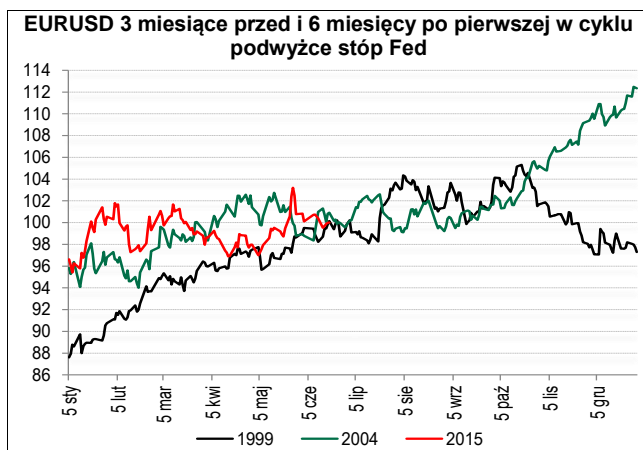
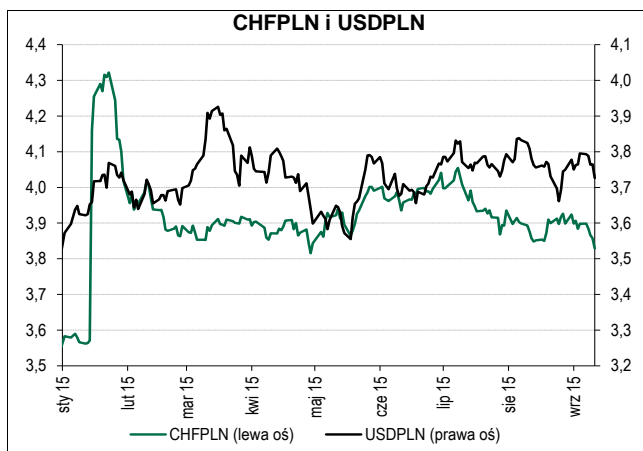
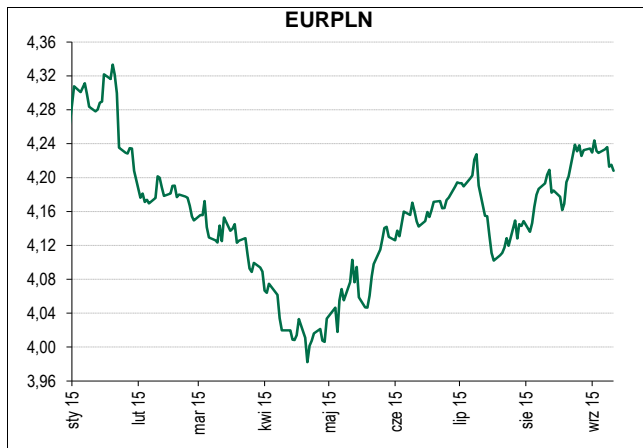
### Krótki koniec wycenia obniżki, długi pod wpływem rynków bazowych

- Ostatnie dane makro (PKB, PMI oraz wcześniejsze dane o produkcji i sprzedaży detalicznej) skłoniły nas do rewizji w dół prognozy PKB na ten rok do 3,5% r/r (z 3,8% r/r). Co więcej, sądzimy, że podwyżki stóp NBP nie nastąpią wcześniej niż w 2017 r. m.in. w wyniku rosnących obaw o wzrost gospodarczy na świecie. Z drugiej strony, nie oczekujemy aby bank centralny powrócił do obniżek stóp procentowych mimo, że rynek zaczął dyskontować już taki scenariusz. Stawki FRA powinny więc pozostać zmienne nie tylko w wyniku oczekiwanego scenariusza dla Polski, ale również globalnych nastrojów (głównie decyzji Fed). Brak podwyżki stóp przez FOMC we wrześniu mógłby wzmocnić obawy o globalne spowolnienie, a tym samym rozbudzić oczekiwania na obniżki stóp w Polsce. Przy takim scenariuszu stawki pieniężne mogłyby obniżyć się na koniec miesiąca.

- Czynniki globalne pozostaną w centrum uwagi w nadchodzącym miesiącu. Krajowy rynek obligacji, podobnie jak w poprzednich miesiącach, będzie pod wpływem nastrojów na rynkach bazowych. Kluczowym wydarzeniem będzie posiedzenie FOMC. W naszej ocenie podwyżka stóp we wrześniu (jest to wciąż nasz bazowy scenariusz) może spowodować falę wzrostów rentowności na globalnych rynkach długu. Po pierwsze, inwestorzy oczekują raczej przełożenia w czasie terminu zacieśniania polityki monetarnej przez Fed ze względu na sytuację w Chinach. Po drugie, podwyżka stóp będzie oznaczała wiarę w siłę gospodarki USA i może zmniejszyć obawy inwestorów o wzrost gospodarki światowej. Jeśli retoryka Fed osłabi oczekiwania rynkowe na kolejne podwyżki stóp to reakcja rynku może być ograniczona.

- Jeśli Fed pozostawi stopy bez zmian to globalne rynki długu, w tym polski powinny umocnić się. Widzimy jednak ryzyko, że krajowy rynek może zachowywać się gorzej niż pozostałe rynki, gdyż taka decyzja może wzmocnić obawy o globalny wzrost, a wzrost awersji do ryzyka spowoduje osłabienie krajowych aktywów, co miało miejsce w sierpniu.

## Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

## Fed kluczowy dla złotego...

W lipcu wskazywaliśmy, że w ostatnich czterech latach złoty tracił do euro w sierpniu i tym razem schemat ten powtórzył się. Impuls wzrostowy EURPLN rozpoczął się już w połowie lipca i pod koniec sierpnia kurs osiągnął chwilowo 4,26. Krajowa waluta traciła pod wpływem światowej awersji do ryzyka napędzanej przez obawy o Chiny, słabszych od prognoz danych z Polski (PKB za II kw. czy lipcowych sprzedaży detalicznej i produkcji przemysłowej) oraz niepewności związanej z polskim systemem bankowym. Na początku września globalny nastrój poprawił się, co pozwoliło złotemu odrobić jednak tylko część strat (EURPLN spadł do ok. 4,20), bowiem inwestorzy czekali na decyzję FOMC ws. stóp procentowych.

Nie zmieniliśmy znacząco naszych prognoz EURPLN na kolejne kwartały, ale widzimy dla nich pewne ryzyko w górę w horyzoncie do końca roku z powodu możliwego ponownego zamieszania w Chinach, co mogłoby wywołać wyprzedzań na rynkach wschodzących. Perspektywa wyborów parlamentarnych w Polsce także może być czynnikiem niekorzystnym dla złotego, z kolei szanse na wprowadzenie w najbliższej przyszłości ustawy o kredytach walutowych w formie bardzo niekorzystnej dla banków wydają się spadać, więc znaczenie tego czynnika dla złotego też osłabło.

Jeśli zgodnie z wezwaniami MFW i Banku Światowego (które obawiają się o kondycję globalnej gospodarki i rynków wschodzących) Fed nie podniesie stóp we wrześniu, mogłoby to wzmocnić popyt na ryzykowne aktywa bowiem korzyści z utrzymania luźnej polityki pieniężnej mogłyby dominować nad obawami o globalny wzrost gospodarczy. Przez chwilę sądziliśmy, że wrześniowa podwyżka stóp Fed mogłaby zostać odczytana jako oznaka wiary w ożywienie gospodarcze i wesprzeć złotego, ale ostatnie zmiany na światowym rynku sugerują, że taki scenariusz byłby raczej mało prawdopodobny.

W poprzednich trzech latach złoty zyskiwał we wrześniu do euro. W pewnym stopniu mogło to wynikać z faktu, że na koniec tego miesiąca następuje ustalenie kursu przewalutowania dopłat dla rolników. W roku wyborczym może być jednak inaczej biorąc pod uwagę, że rolnicy tracą z powodu panującej suszy.

Z drugiej strony, analiza techniczna sugeruje wg nas, że bieżące poziomy EURPLN mogą się okazać bliskie wrześniowemu szczytowi i na koniec miesiąca kurs będzie niższy niż obecnie.

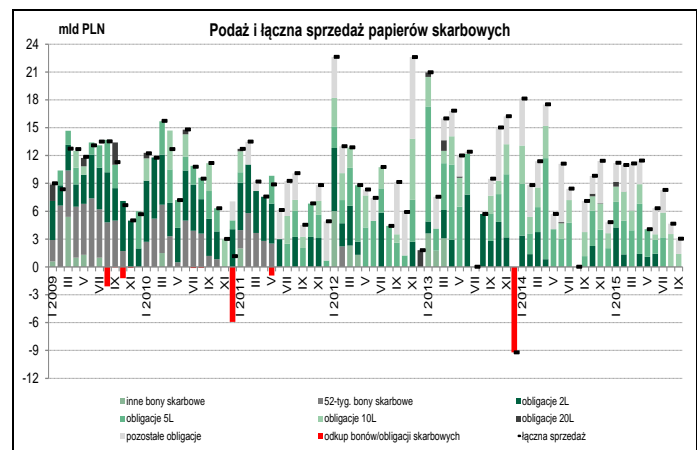
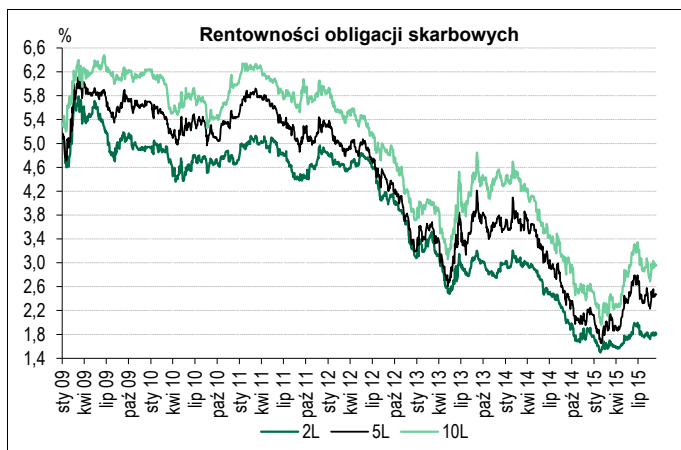
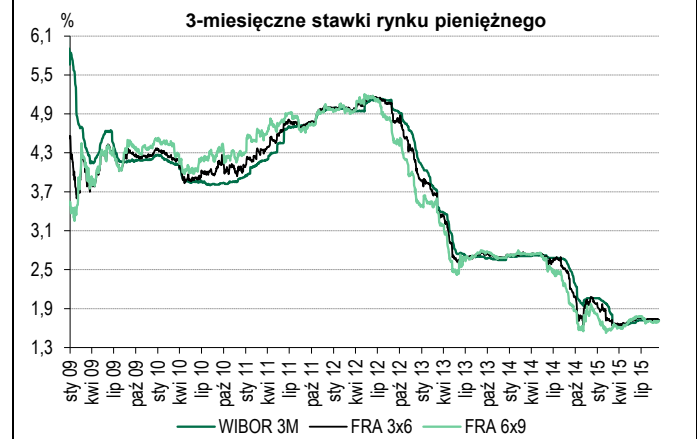
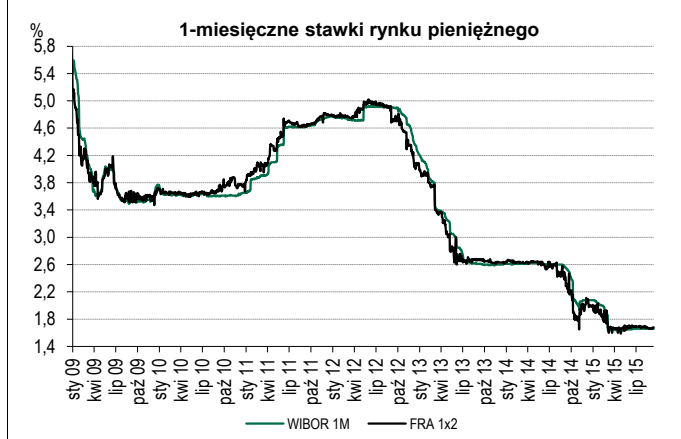
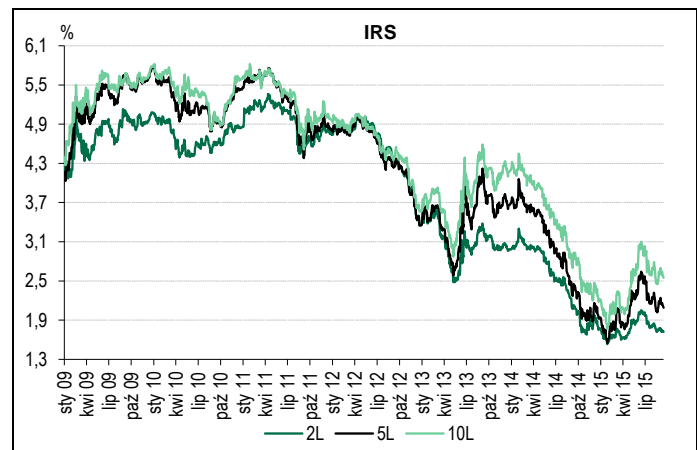
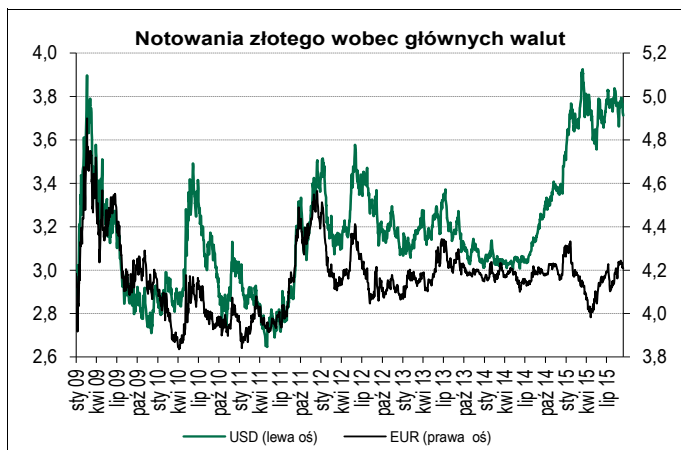
## ... i dla EURUSD

Okres wakacji nie przyniósł przełomowych zmian w notowaniach EURUSD i poza przejściowym wzrostem do 1,17 z końca sierpnia, kurs od maja w dalszym ciągu porusza się w przedziale 1,08-1,15. Wydaje się, że tylko decyzja FOMC może zakończyć trend boczny.

Czwarty wykres pokazuje jak EURUSD poruszał się na 3 miesiące przed oraz 6 miesięcy po pierwszej podwyżce stóp Fed w cyklu zacieśniania polityki pieniężnej. Sądzimy, że przypadek roku 2004 może dawać pewne wskazówki odnośnie kierunku dla kursu na najbliższe miesiące. W czerwcu 2004 FOMC zaczął podnosić stopy procentowe, które wzrosły z 1% do 5,25% tuż przed amerykańskim kryzysem finansowym. Tymczasem, EBC zaczął podnosić stopy dopiero pod koniec 2005 i wzrosły one w tym samym czasie z 2% do 4,25%. Sytuacja ta przypomina, naszym zdaniem, to czego obecnie rynek spodziewa się dla polityki pieniężnej w USA i strefie euro. Oczekuje się, że FOMC zacznie podnosić stopy już w tym roku, natomiast EBC nie zmieni ich przez cały 2016. Historyczne doświadczenie wskazuje więc, że nasz scenariusz rosnącego EURUSD nie jest tak kontrowersyjny, jak mogłoby się wydawać.

Ryzykiem dla naszych prognoz są greckie przedterminowe wybory parlamentarne (po których nasilić się może kontestacja warunków trzeciego pakietu pomocowego podpisanego w sierpniu) i słabszy wzrost gospodarczy (który może skłonić EBC do większej stymulacji monetarnej).

## Monitor rynku



## Przetargi obligacji skarbowych w 2014/2015 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg			Przetarg zamiany			
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	Obligacje	sprzedaż
wrzesień '14	4.09	DS0725/WS0124	2000-3000	3595,0	25.09	USD20150716**	400 mln \$	354,4 mln \$	18.09	WZ0115/PS0415	WZ0119/PS0719
październik	23.10	OK0716/PS0719	2000-6000	6062,1					2.10	WZ0115/PS0415	WZ0124/DS0725/WS0428
listopad	6.11	WZ/DS/WS	2000-4000	4495,7					20.11	WZ0115/PS0415/OK0715	WZ0119/PS0719
grudzień									18.12	WZ0115/PS0415/OK0715	PS0719/WZ0124/DS0725
styczeń '15	15.01	WZ/DS/WS	3000-5000	4198,5	22.01	OK0717/PS0420	5000-9000	7005,2			
lut	5.02	WZ/DS/WS	3000-5000	5980,0	12.02	OK0717/PS0420	3000-5000				
marzec	5.03	USD20150716/ USD20151019**	500 mln \$	400,6 mln \$	12.03	OK0717/PS0420	3000-4000	4639,0	26.03	PS0415/OK0715/DS1015	WZ0120/PS0420
kwiecień	9.04	WZ0124/DS0725	2500-4500	3788,0	23.04	OK0717/WZ0120/PS0420	5000-9000	7654,3			
maj	7.05	OK/WZ	3000-5000	odwołany	21.05	OK0717/PS0420	2000-4000	4056,0			
czerwiec	11.06	OK0717/WZ0120	2000-4000	4236,5					25.06	OK0715/DS1015	PS0420/DS0725
lipiec	9.07	WZ0120/WZ0124	1000-2000	2430,3	23.07	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	Do ogłoszenia	2000-6000				

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

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK



## Kalendarz wydarzeń i publikacji

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

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Bloomberg

## Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2015 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie EBC	22	-	5	15	-	3	16	-	3	22	-	3
Posiedzenie RPP	13-14	3-4	3-4	14-15	5-6	2-3	7-8	-	1-2	5-6	3-4	1-2
Minutes RPP	22	19	19	23	21	18	-	20	17	22	19	17
Szybki szacunek PKB*		13			15			14			13	
PKB*	-	27	-	-	29	-	-	28	-	-	30	-
Inflacja CPI	15	13 <sup>a</sup>	13 <sup>b</sup>	15	14	15	15	13	15	15	13	15
Inflacja bazowa	16	-	16	16	15	16	16	14	16	16	16	16
Ceny producenta	21	18	18	20	20	18	17	19	17	19	19	17
Produkcja przemysłowa	21	18	18	20	20	18	17	19	17	19	19	17
Sprzedaż detaliczna	27	18	18	20	20	18	17	19	17	19	19	17
Płace brutto, zatrudnienie	20	17	17	17	19	17	16	18	16	16	19	16
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*			31			30			30			30
Bilans płatniczy	13	13	16	13	15	15	14	13	14	14	13	14
Podaż pieniądza	14	13	13	14	14	12	14	13	14	14	13	14

\*dane kwartalne; <sup>a</sup>dane wstępne za styczeń, <sup>b</sup>dane za styczeń i luty. Źródła: GUS, NBP

## Dane i prognozy ekonomiczne

## Wskaźniki miesięczne

		sie 14	wrz 14	paź 14	lis 14	gru 14	sty 15	lut 15	mar 15	kwi 15	maj 15	cze 15	lip 15	sie 15	wrz 15
PMI	pkt.	49,0	49,5	51,2	53,2	52,8	55,2	55,1	54,8	54,0	52,4	54,3	54,5	51,1	54,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	-1,9	4,2	1,7	0,3	8,1	1,6	5,0	8,8	2,4	2,8	7,4	3,8	7,1	5,7
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-3,6	5,6	-1,0	-1,6	5,0	1,3	-0,3	2,9	8,5	1,3	-2,5	-0,1	4,0	-1,1
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	1,7	1,6	2,3	-0,2	1,8	0,1	-1,3	3,0	-1,5	1,8	3,8	1,2	1,3	2,8
Stopa bezrobocia	%	11,7	11,5	11,3	11,4	11,5	12,0	12,0	11,7	11,2	10,8	10,3	10,1	10,0	9,9
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw <sup>a</sup>	% r/r	3,5	3,4	3,8	2,7	3,7	3,6	3,2	4,9	3,7	3,2	2,5	3,3	3,6	3,4
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	0,7	0,8	0,8	0,9	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	0,9	0,9	0,9	0,9
Eksport (w euro)	% r/r	-1,2	5,8	4,7	3,5	4,3	4,4	10,2	13,9	9,2	9,4	10,9	1,1	11,0	11,0
Import (w euro)	% r/r	0,7	7,0	5,6	5,0	9,8	-2,1	2,6	7,8	7,8	-0,2	10,0	6,9	7,0	7,0
Bilans handlowy	mIn EUR	-215	492	-42	10	-792	766	721	702	119	922	56	-1 071	235	1 098
Rachunek bieżący	mIn EUR	-1 063	14	-374	-24	-1 245	-60	-7	1 743	1 129	1 225	-849	-1 660	-443	60
Rachunek bieżący	% PKB	-1,4	-1,2	-1,3	-1,1	-1,3	-1,0	-0,9	-0,6	-0,4	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-24,6	-22,4	-27,2	-24,8	-29,8	-0,6	-11,3	-16,7	-16,7	-19,6	-26,1	-28,1	-28,0	-34,6
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	51,9	47,1	57,4	52,1	62,7	1,3	24,6	36,2	36,2	42,6	56,7	60,9	60,7	75,1
Inflacja (CPI)	% r/r	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-1,0	-1,4	-1,6	-1,5	-1,1	-0,9	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	0,5	0,7	0,2	0,4	0,5	0,6	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,4	0,4	0,7
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,5	-1,6	-1,3	-1,6	-2,7	-2,8	-2,8	-2,5	-2,7	-2,1	-1,4	-1,7	-1,9	-1,4
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	7,4	7,9	7,7	8,4	8,2	8,6	8,7	8,9	7,2	7,6	8,3	8,6	7,3	7,3
Zobowiązania	% r/r	8,5	8,1	8,4	9,0	9,0	9,1	9,0	9,2	7,8	7,8	8,7	8,8	7,9	7,9
Należności	% r/r	5,5	5,2	6,5	6,8	7,2	8,0	7,7	7,8	6,4	7,7	7,9	7,9	7,6	8,0
EUR/PLN	PLN	4,19	4,19	4,21	4,21	4,21	4,28	4,18	4,13	4,02	4,08	4,16	4,15	4,19	4,22
USD/PLN	PLN	3,15	3,25	3,32	3,38	3,42	3,68	3,68	3,81	3,73	3,66	3,71	3,78	3,77	3,73
CHF/PLN	PLN	3,46	3,47	3,48	3,50	3,50	3,96	3,93	3,89	3,88	3,93	3,98	3,96	3,89	3,98
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	2,50	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 3M	%	2,65	2,45	2,07	2,03	2,06	2,03	1,92	1,67	1,65	1,67	1,70	1,72	1,72	1,72
Rentowność obligacji 2L	%	2,30	2,02	1,77	1,78	1,84	1,60	1,60	1,62	1,60	1,74	1,91	1,82	1,79	1,79
Rentowność obligacji 5L	%	2,73	2,40	2,12	2,04	2,16	1,82	1,88	1,99	1,98	2,38	2,68	2,45	2,40	2,48
Rentowność obligacji 10L	%	3,23	2,98	2,63	2,54	2,55	2,21	2,20	2,32	2,36	2,83	3,20	3,00	2,88	3,03

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK;

<sup>a</sup> nominalnie; <sup>b</sup> wartość na koniec okresu;

## Wskaźniki kwartalne i roczne

		2013	2014	2015	2016	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16
PKB	mld PLN	1 662,1	1 728,7	1 794,4	1 887,9	417,8	433,8	443,4	499,4	439,5	457,7	466,0	524,8
PKB	% r/r	1,7	3,4	3,5	3,5	3,6	3,3	3,5	3,6	3,3	3,6	3,6	3,6
Popyt krajowy	% r/r	0,2	4,9	3,3	3,6	2,6	3,3	3,2	3,9	3,3	3,6	3,6	3,6
Spożycie indywidualne	% r/r	1,1	3,1	3,2	3,2	3,1	3,0	3,4	3,5	3,3	3,2	3,1	3,1
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	0,9	9,2	6,9	6,0	11,4	6,4	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	2,3	3,4	4,9	4,8	5,3	3,9	5,5	4,8	3,7	5,6	4,9	4,9
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-10,3	4,3	0,9	2,6	1,4	1,9	0,8	0,0	1,1	3,2	2,7	2,9
Sprzedż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	2,6	3,1	1,7	3,8	0,7	1,4	1,9	2,7	2,0	2,5	5,1	5,4
Stopa bezrobocia <sup>b</sup>	%	13,4	11,5	10,0	9,5	11,7	10,3	9,9	10,0	10,4	9,2	9,0	9,5
Płace brutto w gospodarce narodowej <sup>a</sup>	% r/r	3,4	3,6	3,4	4,9	4,1	3,1	3,2	3,4	3,2	5,1	5,6	5,5
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	-1,1	0,2	0,6	0,6	0,8	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7
Eksport (w euro)	% r/r	5,7	5,6	10,6	10,7	9,5	9,8	11,0	12,0	11,0	11,0	10,5	10,3
Import (w euro)	% r/r	0,2	7,2	5,9	10,8	2,8	5,9	7,0	8,0	10,0	11,0	11,0	11,0
Bilans handlowy	mIn EUR	635	-1 629	5 590	6 071	2 189	1 097	1 582	722	2 830	1 218	1 538	485
Rachunek bieżący	mIn EUR	-5 148	-5 250	1 213	2 137	1 648	1 505	-723	-1 217	2 414	1 549	-758	-1 068
Rachunek bieżący	% PKB	-1,3	-1,3	0,3	0,5	-0,6	-0,1	0,2	0,3	0,4	0,5	0,4	0,5
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-4,0	-3,2	-2,7	-2,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	0,9	0,0	-0,8	1,8	-1,5	-0,9	-0,8	0,1	1,4	1,7	1,9	2,1
Inflacja (CPI) <sup>b</sup>	% r/r	0,7	-1,0	0,6	2,1	-1,5	-0,8	-0,8	0,6	1,5	1,8	2,2	2,1
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	1,2	0,6	0,6	1,3	0,4	0,3	0,5	1,0	1,2	1,4	1,3	1,2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,3	-1,5	-1,9	-0,6	-2,7	-2,1	-1,7	-1,1	-1,1	-0,9	-0,6	0,2
Podaż pieniądza (M3) <sup>b</sup>	% r/r	6,2	8,2	7,6	7,7	8,9	8,3	7,3	7,6	7,6	7,6	7,7	7,7
Zobowiązania <sup>b</sup>	% r/r	6,6	9,0	6,9	8,1	9,2	8,7	7,9	6,9	7,2	7,5	7,8	8,1
Należności <sup>b</sup>	% r/r	3,5	7,2	6,5	5,5	7,8	7,9	8,0	6,5	6,3	6,0	5,7	5,5
EUR/PLN	PLN	4,20	4,18	4,15	4,08	4,20	4,09	4,19	4,12	4,04	4,06	4,09	4,10
USD/PLN	PLN	3,16	3,15	3,69	3,43	3,72	3,70	3,76	3,58	3,44	3,44	3,43	3,42
CHF/PLN	PLN	3,41	3,45	3,90	3,53	3,93	3,93	3,94	3,79	3,65	3,59	3,50	3,39
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	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	1,75	1,87	1,67	1,72	1,73	1,74	1,75	1,75	1,75
Rentowność obligacji 2L	%	2,98	2,46	1,75	2,02	1,61	1,75	1,80	1,81	1,84	1,95	2,07	2,17
Rentowność obligacji 5L	%	3,46	2,96	2,30	2,69	1,90	2,35	2,45	2,53	2,58	2,63	2,72	2,82
Rentowność obligacji 10L	%	4,04	3,49	2,79	3,43	2,24	2,79	2,97	3,15	3,23	3,35	3,50	3,65

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 14.09.2015 r. zostało przygotowane przez:

### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

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

Email: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl) Serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.skarb.bzwbk.pl>

**Maciej Reluga – Główny Ekonomista**

tel. 22 5341888, Email: [maciej.reluga@bzwbk.pl](mailto:maciej.reluga@bzwbk.pl)

**Piotr Bielski** 22 534 18 87

**Agnieszka Decewicz** 22 534 18 86

**Marcin Luziński** 22 534 18 85

**Marcin Sulewski** 22 534 18 84

## DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

### Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5  
61-894 Poznań

tel. 61 856 58 14/30

fax 61 856 44 56

### Warszawa

al. Jana Pawła II 17  
00-854 Warszawa

tel. 22 586 83 20/38

fax 22 586 83 40

### Wrocław

ul. Rynek 9/11  
50-950 Wrocław

tel. 71 369 94 00

fax 71 370 26 22

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Bank Zachodni WBK S.A., Obszar Skarbu, Departament Analiz Ekonomicznych, Al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)