

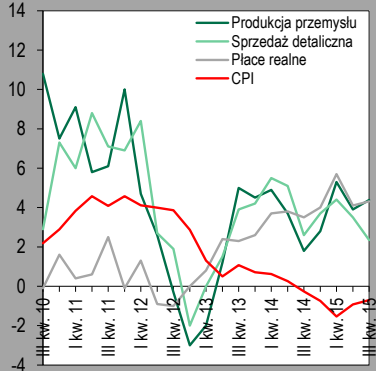
MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

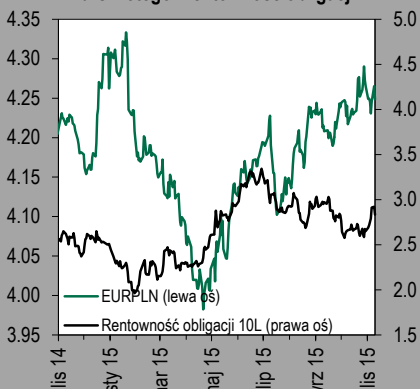
Listopad 2015

Give PiS a chance

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

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

■ Prawo i Sprawiedliwość wygrało wybory i zdobyło większość w obu izbach parlamentu. Dwie nominacje na stanowiska związane z polityką gospodarczą powinny zostać przez rynek odebrane co najmniej neutralnie, a nawet z pewnym kredytem zaufania, bowiem są to osoby znane – Mateusz Morawiecki jako wicepremier i szef Ministerstwa Rozwoju to wieloletni prezes Banku Zachodniego WBK, były członek Rady Gospodarczej w latach 2010-12; Paweł Szałamacha jako nowy minister finansów to były wiceminister skarbu w latach 2005-07 odpowiedzialny za sektor finansowy oraz współzałożyciel i prezes Instytutu Sobieskiego.

■ Nowy rząd Beaty Szydło powstanie zapewne przed końcem listopada. Exposé nowej premier może być kluczowe dla oceny programu fiskalnego PiS. Widzimy ryzyko poluzowania polityki fiskalnej i pieniężnej. W pierwszym przypadku, jeśli rząd zacznie realizować kluczowe przedwyborcze obietnice (nawet częściowo) i jeśli wpływy z podatków będą poniżej ambitnych planów, wtedy deficyt budżetowy może przynajmniej przejściowo wzrosnąć. Jednocześnie, warto zwrócić uwagę, że kandydat na ministra finansów podkreślił istotność limitu deficytu fiskalnego na poziomie 3% PKB.

■ Odnosnie polityki pieniężnej, PiS uważa, że jest jeszcze przestrzeń do obniżki stóp i skłonność do takich działań będzie jednym z kryteriów dla kandydatów na nowych członków Rady Polityki Pieniężnej. Sądzymy więc, że w I kw. 2016 stopy procentowe faktycznie mogą zostać obniżone o 50 pb. Inflacja będzie już prawdopodobnie powyżej zera i będzie w trendzie wzrostowym, podczas gdy wzrost PKB będzie się utrzymywał powyżej 3% (dzięki inwestycjom, konsumpcji i eksportowi). Jeśli więc nowa RPP będzie chciała obniżyć stopy, to najlepszą strategią będzie zrobienie tego najszybciej jak to możliwe, aby nie sprawić wrażenia działania pro-cyklicznego. Na lutym posiedzeniu RPP będzie już pięcioro nowych członków. Dodatkowo, dwaj obecni członkowie Rady, którzy byli nominowani jeszcze przez poprzedniego prezydenta Lecha Kaczyńskiego, stali się w ostatnim czasie bardziej gołębi. Jeden z nich zasugerował, że dobrym momentem na dostosowanie stóp może być marzec. Tymczasem, rynek FRA wycenia obniżkę o 50 pb w nieco dalszej perspektywie.

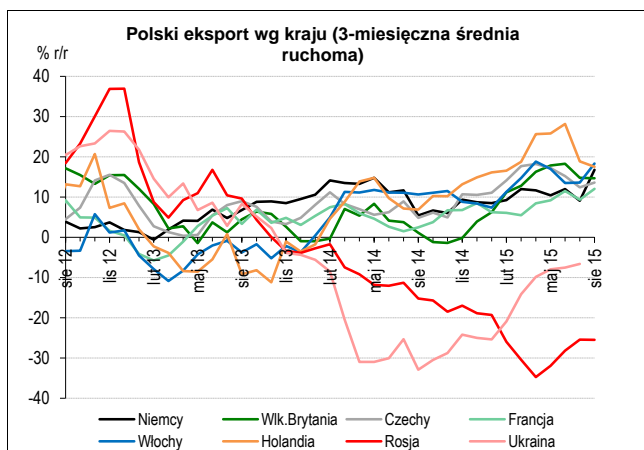
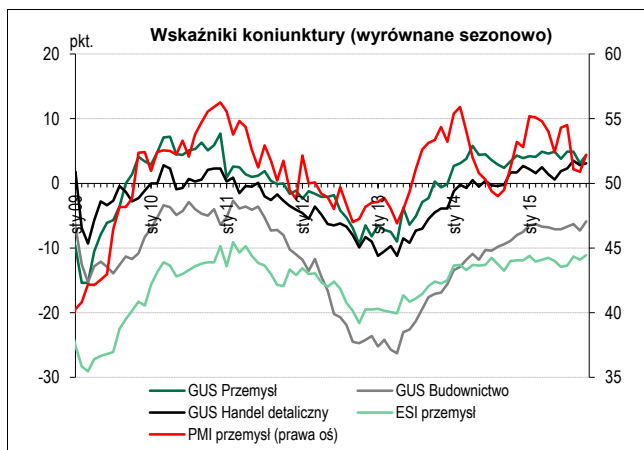
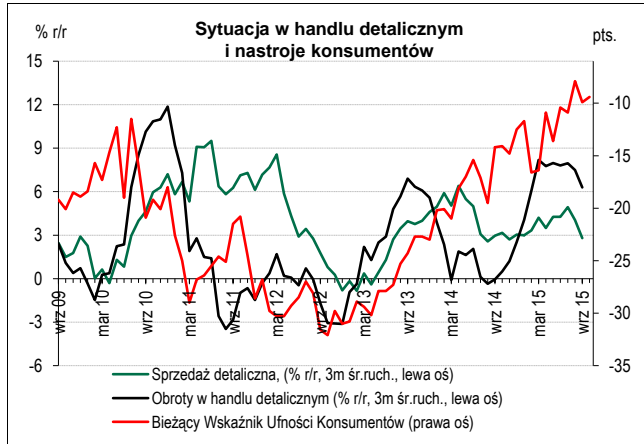
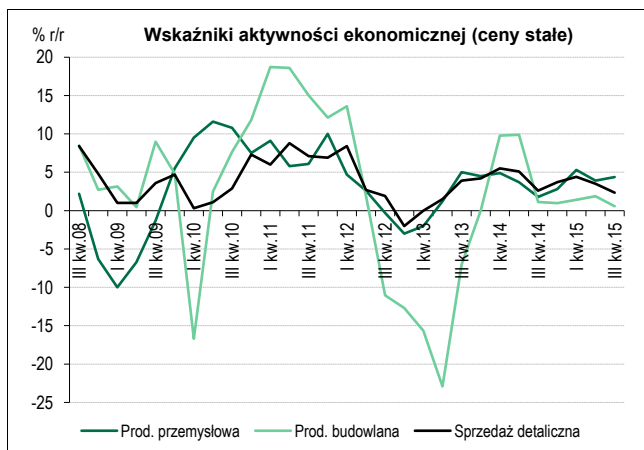
■ Powyższy scenariusz wspiera naszą prognozę wystromienia krzywej obligacyjnej w 2016. Głównym ryzykiem dla złotego jest naszym zdaniem kwestia przewalutowania kredytów walutowych i ewentualne propozycje zmiany ustawy o NBP. Nie sądzimy, aby te tematy były priorytetami dla nowego rządu i w krótkim terminie to globalne nastroje będą raczej miały największy wpływ na krajową walutę. Widzimy jednak ryzyko w górę dla EUR/PLN w 2016 jeśli nowy rząd zacznie wprowadzać bardziej kontrowersyjne reformy.

Na rynku finansowym 10 listopada 2015 r.:

Stopa depozytowa NBP	0,50	WIBOR 3M	1,73	EUR/PLN	4,2485
Stopa referencyjna NBP	1,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	1,62	USD/PLN	3,9570
Stopa lombardowa NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	2,19	CHF/PLN	3,9435

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.11.2015 r.

Gospodarka Polski



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

Wzrost PKB stabilny

Przed nami publikacja wstępnego odczytu PKB za III kw. Bazując na miesięcznych danych makroekonomicznych z tego okresu, potwierdzających stabilny wzrost popytu konsumpcyjnego i inwestycyjnego, prognozujemy stabilizację wzrostu PKB na poziomie 3,3% r/r. W naszej ocenie, wzrost gospodarczy pozostanie blisko tego poziomu również w najbliższych kwartałach.

Przemysł kontynuuje wzrost, budownictwo pozostaje w tyle

We wrześniu produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o 4,1% r/r, blisko oczekiwań. Wzrost produkcji po wyłączeniu czynników sezonowych wyniósł 4,2% r/r, nieznacznie poniżej średniej z poprzednich miesięcy (4,4% r/r). Podobnie jak w poprzednich miesiącach przyzwoty wzrost odnotowano w sektorach proeksportowych (produkcja metali, samochodów, elektroniki) i ogólnie w przetwórstwie przemysłowym (4,6% r/r). Generalnie, wzrost produkcji wyrównanej sezonowo pozostawał dość stabilny ok. 4% r/r przez ostatni rok, nie wskazując ani na przyspieszenie ani na spowolnienie. Spodziewamy się utrzymania tego trendu.

Produkcja budowlano-montażowa rozczarowała, spadając we wrześniu o 2,5% r/r. Po korekcie sezonowej spadek wyniósł 0,9% r/r i był to najgorszy wynik od lutego, który kształtował się również znacząco poniżej tegorocznej średniej (ok. 1,5% r/r). Szczegółowe dane wskazują, że najslabiej jest w kategorii budowa budynków (spadek o 8% r/r). Warto jednak zwrócić uwagę, że dane GUS dotyczące pozwoleń na budowę wskazują na możliwość pewnej poprawy w tej kategorii.

Sprzedaż detaliczna wciąż rozczarowuje

Sprzedaż detaliczna w cenach stałych wzrosła we wrześniu do 2,9% r/r z 2,0% r/r miesiąc wcześniej. Dynamika sprzedaży pozostaje jednak znacząco poniżej poziomu z pierwszej połowy roku (4,2% r/r). Z naszych obserwacji wynika, że dane o sprzedaży detalicznej nie są dobrym prognostykiem dla popytu konsumpcyjnego, podczas gdy dane o handlu detalicznym (uwzględniające również małe sklepy) wskazują na bardziej pozytywne tendencje (wzrost o ponad 6% r/r we wrześniu). Biorąc po uwagę kontynuację poprawy na rynku pracy i dość szybki wzrost dochodów realnych spodziewamy się silnego wzrostu konsumpcji w nadchodzących kwartałach.

Poprawa wskaźników aktywności gospodarczej

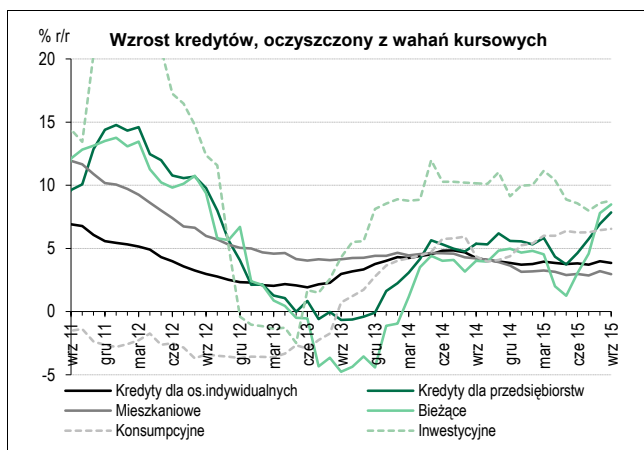
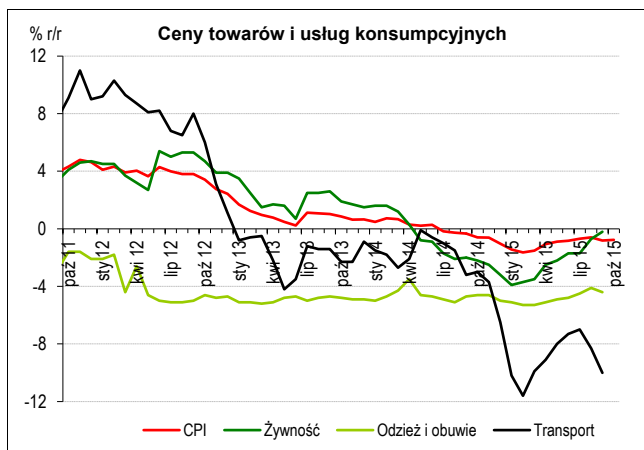
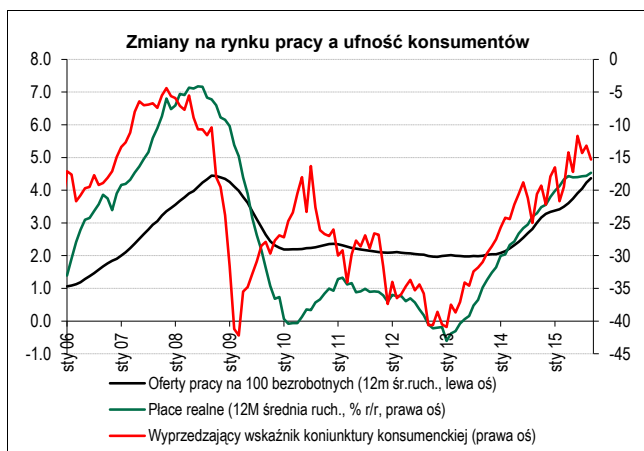
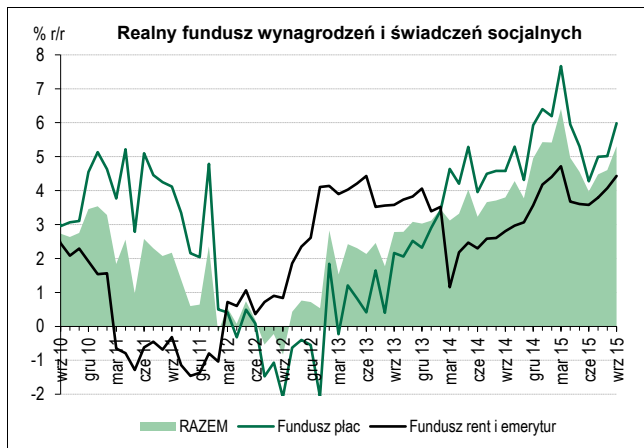
Indeks PMI dla polskiego przemysłu znowu zaskoczył, ale tym razem pozytywnie, rosnąc w październiku do 52,2 pkt. (z 50,9 pkt. we wrześniu). Miesięczne odbicie było największe od czerwca i spowodowane było głównie poprawą subindeksów produkcji i nowych zamówień, które miesiąc wcześniej zanotowały spadek. Październikowe dane pokazały jednocześnie, że w dalszym ciągu nie widać presji inflacyjnej – zanotowany spadek kosztów produkcji był najszybszy od dwóch i pół roku. Inne istotne wskaźniki aktywności ekonomicznej – ESI, publikowany przez Komisję Europejską oraz wskaźnik koniunktury wg GUS również pokazały poprawę, wspierając nasze oczekiwania stabilnego wzrostu gospodarczego.

Eksport wciąż silny

W sierpniu nastąpiła wyraźna poprawa salda obrotów bieżących bilansu płatniczego (-864 mln € z -1212 mln €) i salda obrotów towarowych (do -97 mln € z -747 mln €), przy jednoczesnym odbiciu w górę dynamiki eksportu i importu (do odpowiednio 8,6% r/r i 6,7% r/r).

Przypomnijmy, że miesiąc wcześniej dane o bilansie płatniczym zaskoczyły mocnym spadkiem eksportu i pogłębieniem deficytu w handlu zagranicznym. Po części było to tłumaczone załamaniem sprzedaży telefonów komórkowych po wprowadzeniu od lipca tzw. odwróconego VAT w handlu elektroniką. Ten efekt zapewne nadal ciążył na wynikach eksportu w sierpniu. Dane o handlu zagranicznym GUS sugerują, że za poprawą dynamiki eksportu stoi coraz szybciej rosnąca sprzedaż do największych gospodarek UE. Nadal zakładamy, że niezły wzrost gospodarczy w Europie w nadchodzących kwartałach będzie wspierać popyt na polskie produkty i usługi.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, Eurostat, BZ WBK

Rynek pracy cały czas się umacnia

▪ Dane z rynku pracy po raz kolejny sprawiły miłą niespodziankę we wrześniu – wzrost przeciętnych płac w sektorze przedsiębiorstw przyspieszył do 4,1% r/r (najwyżej od marca). Dynamika wynagrodzeń w cenach stałych wyniosła 4,9% r/r. Jednocześnie, wzrost zatrudnienia wyniósł 1,0% r/r, tyle samo co w sierpniu i zgodnie z oczekiwaniami. W porównaniu z poprzednim miesiącem liczba etatów zwiększyła się o 5,1 tys. Łączny fundusz płac w sektorze przedsiębiorstw wzrósł we wrześniu o 5,1% r/r w cenach bieżących i 6% r/r w cenach stałych (również najszybciej od marca br).

▪ Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła mocniej od oczekiwań, do 9,7% we wrześniu i do 9,6% w październiku, jak wynika z szacunków Ministerstwa Pracy i Polityki Społecznej. Dane za wcześniejsze miesiące, od grudnia 2014 r. zostały zrewidowane w dół. Uważamy, że bezrobocie będzie dalej spadać, ale spodziewamy się spowolnienia tego trendu. Dane za październik pokazują, że liczba wakatów na 100 bezrobotnych (12-miesięczna średnia ruchoma) wzrosła do 4,4, wyrównując rekord z października 2008 r. Ponadto, liczba osób wyrejestrowanych w związku z podjęciem pracy jest niższa niż rok wcześniej. To oznacza, że mimo dużej liczby wakatów, zatrudnianie idzie opornie, sugerując niedopasowanie popytu i podaży na rynku pracy, co może przełożyć się na szybszy wzrost płac.

▪ Przyspieszające tempo wzrostu dochodów z pracy będzie naszym zdaniem sprzyjać utrzymaniu wysokiej dynamiki popytu konsumpcyjnego. Jednocześnie, kontynuacja wzrostu zatrudnienia będzie skutkowała dalszym wzrostem presji na wzrost wynagrodzeń, ponieważ zasoby wolnych rąk do pracy stopniowo się wyczerpują a stopa bezrobocia zbliża się już do historycznych minimów. Będzie to naszym zdaniem jednym z czynników sprzyjających stopniowemu wzrostowi inflacji w 2016 r.

Deflacja potrwa nieco dłużej

▪ Inflacja CPI obniżyła się we wrześniu do -0,8% r/r i wg wstępnego szacunku GUS utrzymała się na tym poziomie w październiku. Trend wzrostowy CPI jest nieco słabszy niż oczekiwaliśmy, więc okres deflacji może się wydłużyć. Spodziewamy się dodatniego wzrostu CPI w grudniu lub styczniu 2016 r. (obecnie szacujemy grudniowy CPI na 0,2% r/r). Wzrostowa tendencja jest obecnie generowana przez ceny żywności, podczas gdy inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii utrzymuje się na niskim poziomie nieco powyżej zera (0,2% r/r we wrześniu i 0,3% r/r w październiku, wg naszych szacunków).

▪ Inflacja PPI obniżyła się we wrześniu do -2,9% r/r (z 2,7% r/r w sierpniu). W ujęciu miesięcznym, ceny producenta spadły o 0,1% wobec spadku o 0,7% w poprzednim miesiącu. Uważamy, że wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu utrzyma się poniżej zera do końca roku.

Wzrost kredytów wciąż mocny

▪ Wzrost kredytów utrzymuje się na solidnym poziomie i zupełnie nie wskazuje na ryzyko spowolnienia gospodarczego w Polsce.

▪ Tempo wzrostu kredytów osób prywatnych (po oczyszczeniu z wpływu wahan kursowych) jest stabilne na poziomie 4% r/r od ponad roku. Wartość kredytów hipotecznych rośnie o 3% r/r (po oczyszczeniu z efektów kursowych), ale kredyty złotowe na zakup mieszkania rosną w tempie prawie 12% r/r. Kredyty konsumpcyjne powoli przyspieszają i we wrześniu zanotowały wzrost o 6,6% r/r.

▪ Kredyty dla firm mają się nawet lepiej: łączne tempo wzrostu (po oczyszczeniu z efektów kursowych) przyspieszyło we wrześniu do prawie 8% r/r. Źródłem tego efektu był skok w kredytach bieżących (8,5% r/r we wrześniu) przy stabilnym wzroście kredytów inwestycyjnych (8-9% r/r).

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragmenty komunikatu RPP w listopadzie

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany. W strefie euro trwa ożywienie gospodarcze, a napływające dane sugerują utrzymanie stabilnego wzrostu PKB w tym obszarze walutowym. W USA wzrost PKB w III kw. obniżył się, jednak w kolejnych kwartałach oczekiwana jest kontynuacja ożywienia. Z kolei w Chinach wzrost gospodarczy po raz kolejny się obniżył, a w Rosji i Brazylii trwa recesja. Utrzymują się więc obawy dotyczące perspektyw wzrostu w gospodarkach wschodzących, co zwiększa niepewność dotyczącą globalnej koniunktury.

Spadek cen surowców w ostatnich miesiącach przyczynił się do obniżenia inflacji w wielu gospodarkach, w tym w USA i strefie euro.

W Polsce utrzymuje się stabilny wzrost aktywności gospodarczej, którego głównym czynnikiem jest popyt krajowy. Wzrostowi popytu sprzyja korzystna sytuacja na rynku pracy, dobre nastroje konsumentów, polepszenie sytuacji finansowej firm, a także stabilny wzrost akcji kredytowej. Natomiast ograniczająco na dynamikę popytu w gospodarce oddziałuje niepewność przedsiębiorstw dotycząca perspektyw wzrostu gospodarczego za granicą.

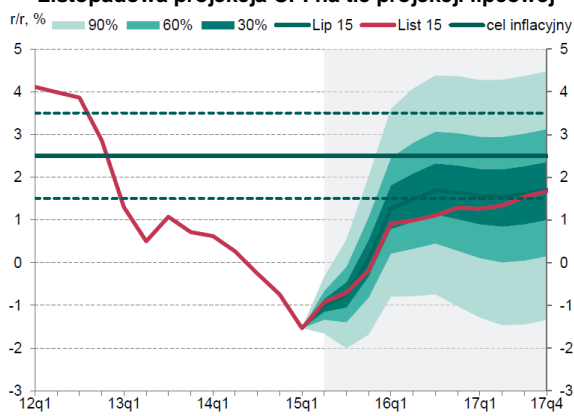
Ze względu na umiarkowane tempo wzrostu popytu i wciąż ujemną lukę popytową, w gospodarce brak jest obecnie presji inflacyjnej. Roczna dynamika cen konsumpcyjnych oraz cen produkcji pozostają ujemne. Główną przyczyną utrzymywania się deflacji pozostaje silny spadek cen surowców na rynkach światowych. Spadek ten, wraz z umiarkowaną dynamiką płac, ogranicza ryzyko wzrostu presji kosztowej. W tych warunkach oczekiwania inflacyjne pozostają bardzo niskie.

W ocenie Rady w najbliższych kwartałach dynamika cen będzie powoli rosła. Jej wzrostowi będzie sprzyjać stopniowe domykanie się luki popytowej, następujące w warunkach poprawy koniunktury w strefie euro i dobrej sytuacji na krajowym rynku pracy. Jednocześnie źródłem niepewności dotyczącej szybkości powrotu inflacji do celu pozostaje ryzyko silniejszego spowolnienia w gospodarkach wschodzących i wpływ tego na światową koniunkturę, a także możliwość utrzymania się niskich cen surowców i w efekcie również niskiej inflacji w otoczeniu polskiej gospodarki.

Kadencja członków RPP

Członek RPP:	Wybrany (rekomendowany) przez:	Data powołania:	Kończy kadencję (6-letnią):
Andrzej Bratkowski	Sejm (PO)	8 sty 2010	10 sty 2016
Elżbieta Chojna Duch	Sejm (PSL)	8 sty 2010	10 sty 2016
Jerzy Haunser	Senat (PO)	13 sty 2010	24 sty 2016
Andrzej Rzońca	Senat (PO)	13 sty 2010	24 sty 2016
Jan Winiecki	Senat (PO)	13 sty 2010	24 sty 2016
Anna Zielińska-Głębocka	Sejm (PO)	9 lut 2010	9 lut 2016
Adam Głapiński	Prezydent (PiS)	16 lut 2010	19 lut 2016
Andrzej Kaźmierczak	Prezydent (PiS)	16 lut 2010	19 lut 2016
Marek Belka, Prezes NBP	Prezydent / Sejm (PO)	10 cze 2010	10 cze 2016
Jerzy Osiatyński	Prezydent (PO)	20 gru 2013	20 gru 2019

Listopadowa projekcja CPI na tle projekcji lipcowej



Źródła: NBP, Reuters, BZ WBK

Polityka monetarna bez zmian do końca roku

Rada Polityki Pieniężnej utrzymała stopy procentowe bez zmian (stopa referencyjna na poziomie 1,5%), zgodnie z oczekiwaniami. Treść i ton komunikatu nie zmieniły się istotnie w porównaniu do poprzedniego miesiąca. Nową informacją jest aktualizacja projekcji NBP, która wskazuje – zgodnie z wcześniejszą sugestią przedstawicieli banku centralnego – na nieznacznie niższą niż poprzednio ścieżkę inflacji i PKB (szczegóły poniżej). Ogólnie, przewidywane trendy w zakresie inflacji i wzrostu gospodarczego nie uległy zasadniczej zmianie.

Rada podtrzymała w kluczowym fragmencie komunikatu stwierdzenie, że inflacja będzie powoli rosła, a luka popytowa będzie się domykała. Prezes NBP Marek Belka wyraźnie stwierdził na konferencji prasowej, że nic obecnie nie uzasadnia dalszych obniżek stóp. Wszystko wskazuje na to, że polityka pieniężna nie ulegnie zmianom przed końcem kadencji obecnej RPP.

Nowa Rada może zmienić kierunek

W styczniu i lutym 2016 r. kończy się kadencja 8 z 10 członków Rady Polityki Pieniężnej (patrz tabela po lewej stronie). Chociaż nie mamy jeszcze informacji na temat potencjalnych kandydatów, to uważamy, że nowa RPP może dalej obniżyć stopy procentowe. Przedstawiciele PiS zadeklarowali wykorzystanie wszelkich dostępnych narzędzi w obszarze polityki monetarnej i fiskalnej w celu pobudzenia wzrostu gospodarczego do 5%-6%. Zdaniem przedstawicieli zwycięskiej partii jest jeszcze miejsce do obniżek stóp procentowych o 25-50 pb, a jednocześnie pojawiły się deklaracje, że kandydaci na członków nowej RPP będą wybierani m.in. na podstawie ich skłonności do łagodzenia polityki pieniężnej.

Warto zauważyć, że Adam Głapiński i Andrzej Kaźmierczak – dwaj obecni członkowie RPP wybrani przez prezydenta Lecha Kaczyńskiego – ostatnio zmienili swoje poglądy odnośnie właściwego poziomu stop procentowych i obecnie widzą miejsce do poluzowania polityki monetarnej, mimo że wcześniej nie poparli ani jednej obniżki stop procentowych od lutego 2013 r.

Uważamy, że stopy procentowe zostaną obniżone o 50 pb w I kw. 2016 r. Wskaźnik inflacji będzie wówczas powyżej zera, a wzrost PKB powinien pozostać stabilny powyżej 3%. W związku z tym jeśli nowa RPP będzie chciała obniżyć stopy procentowe, najlepszą strategią będzie zapewne zrobienie tego możliwie szybko, aby zminimalizować ewentualne ryzyko zarzutów o działanie pro-cykliczne. Na posiedzeniu w lutym 2016 będzie już obecnych pięciu nowych członków RPP (plus dwóch członków 'prezydenckich' obecnej kadencji, których poglądy zaczęły ostatnio ewoluować w gołębią stronę). Natomiast na posiedzeniu RPP w marcu (na którym będzie już dostępna nowa aktualizacja projekcji NBP) pojawi się już Rada w całkowicie odświeżonym składzie, z ośmioma nowymi członkami.

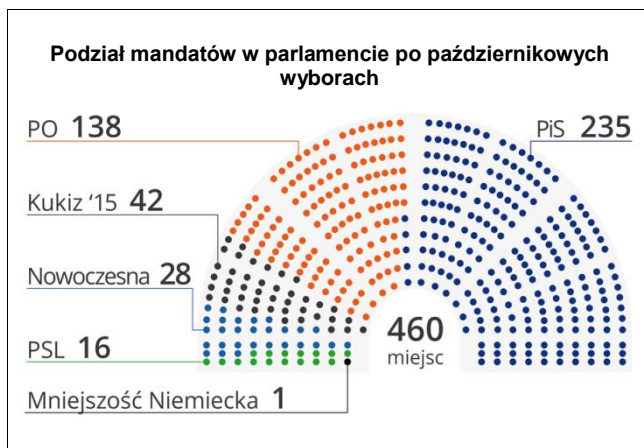
Nieznaczne zmiany w projekcji

Najnowsza projekcja NBP wskazuje na nieznacznie niższą ścieżkę inflacji i PKB w 2016 r., podczas gdy zmiany na 2017 r. są marginalne.

Niższa projekcja wzrostu PKB wynika ze słabszych niż oczekiwano danych z polskiej gospodarki oraz zmiany założeń dotyczących konsumpcji rządowej. Jednakże projekcja nie uwzględnia ewentualnych zmian w polityce gospodarczej po wyborach (gdyż plany nowego rządu nie są jeszcze znane).

Rewizja w dół ścieżki inflacji w 2016 r. wynika głównie ze spadku światowych cen energii, który będzie miał wpływ na krajowe ceny energii. Ocena luki popytowej nie zmieniła się znacząco, gdyż rewizja w dół prognoz wzrostu PKB towarzyszył niższy oczekiwany potencjalny wzrost gospodarczy.

Pod lupą: polityka fiskalna



Osoby odpowiedzialne za gospodarkę w nowym rządzie

<p>Mateusz Morawiecki, wicepremier, minister rozwoju Prezes BZ WBK w latach 2007-15, członek Rady Gospodarczej przy premierze w latach 2010-12, członek zespołu negocjującego warunki przystąpienia Polski do Unii Europejskiej.</p>
<p>Jerzy Kwieciński, wiceminister rozwoju Ekspert w Business Center Club, członek Narodowej Rady Rozwoju powołany przez prezydenta Andrzeja Dudę. Podsekretarz stanu w Ministerstwie Rozwoju Regionalnego w latach 2005-08.</p>
<p>Paweł Szalamacha, minister finansów Wiceminister Skarbu Państwa w latach 2005-07 odpowiedzialny za m.in. za sektor finansowy, współzałożyciel i prezes zarządu Instytutu Sobieskiego. Prawnik.</p>
<p>David Jackiewicz, minister skarbu sekretarz stanu w Ministerstwie Skarbu Państwa w 2007, wiceprzewodniczący Komisji Skarbu Państwa w latach 2007-11. Deputowany do Parlamentu Europejskiego od 2014.</p>

Propozycje PiS i ich finansowanie (roczne dane, wyliczenia PiS)

Propozycje	Finansowanie
<ul style="list-style-type: none"> zwiększenie kwoty wolnej od podatku PIT z obecnych 3,091 zł do 8,000 zł – koszt 7,0 mld zł bn (uwaga: koszt podwójny jeśli uwzględnimy samorządy) przywrócenie dotychczasowego wieku emerytalnego (60 lat dla kobiet i 65 lat dla mężczyzn) – koszt 5,5 mld zł (w 1 roku) wprowadzenie dodatku po 500 zł na drugie i kolejne dziecko oraz na każde dziecko w rodzinach najuboższych – koszt 21,5 mld zł <ul style="list-style-type: none"> bezpłatne leki dla osób starszych – koszt 0,25 mld zł 	<ul style="list-style-type: none"> większa ściążalność podatku VAT – 19 mld zł (uwaga: 50 mld zł w poprzedniej wersji) większa ściążalność podatku CIT – 4,5 mld zł większa ściążalność akcyzy – 8 mld zł wprowadzenie podatku bankowego (najprawdopodobniej 0,39% od aktywów) – ok. 5 mld zł oraz podatku od sklepów wielkopowierzchniowych – ok. 3,5 mld zł

	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	10.11	zmiana od 12.10.15	zmiana od 31.12.14	10.11	zmiana od 12.10.15	zmiana od 31.12.14
Polska	222	13	25	73	-3	3
Czechy	-8	-14	-29	50	1	-4
Węgry	288	12	-27	161	-5	-17
Grecja	717	-16	-189	918	-155	-41
Hiszpania	125	1	17	80	-13	-6
Irlandia	57	-2	-14	42	-4	-9
Portugalia	217	33	2	188	32	-13
Włochy	106	-3	-29	87	-19	-51
Francja	32	3	4	26	-2	-19
Niemcy	-	-	-	12	-1	-6

Źródła: PAP, PiS, Ministerstwo Finansów, Reuters, BZ WBK

Zwycięzca bierze wszystko

▪ Prawo i Sprawiedliwość wygrało w październikowych wyborach parlamentarnych, zdobywając 37,8% głosów. Do parlamentu dostały się jeszcze cztery ugrupowania: Platforma Obywatelska (24,1% głosów), ruch Kukiz'15 (8,8%), Nowoczesna (7,6%) oraz Polskie Stronnictwo Ludowe (5,13%). PiS ma absolutną większość w Sejmie (235 na 460 mandatów) i w Senacie (61 z 100 miejsc), co oznacza, że może utworzyć rząd samodzielnie (pierwszy taki przypadek od 1989 r.).

▪ Prezydent Andrzej Duda zwołał pierwszą sesję parlamentu na 12 listopada. Od tego momentu prezydent ma dwa tygodnie na mianowanie nowego premiera, ale naszym zdaniem nastąpi to o wiele szybciej, tym bardziej, że skład rządu został już zatwierdzony przez Komitet Polityczny PiS i przedstawiony publicznie. Po nominacji na premiera Beata Szydło będzie miała dwa tygodnie na przedstawienie expose i uzyskanie wotum zaufania w Sejmie. PiS będzie zapewne chciał przejść przez te procedury możliwie szybko, tym bardziej, że zamierza wnieść poprawki do projektu budżetu na 2016 r., które obejmą niektóre obietnice wyborcze.

▪ Dwie kluczowe nominacje PiS na stanowiska ministrów odpowiedzialnych za sprawy gospodarcze nie wywołały reakcji rynków, ponieważ są to znane nazwiska: Mateusz Morawiecki, przyszły minister rozwoju i wicepremier odpowiedzialny za sprawy gospodarcze przez wiele lat był prezesem Banku Zachodniego WBK, był też członkiem Rady Gospodarczej przy premierze w latach 2010-12; Paweł Szalamacha, przyszły minister finansów, był wiceministrem skarbu odpowiedzialnym za sektor finansowy w latach 2005-07, współzałożycielem i prezesem Instytutu Sobieskiego.

▪ Exposé nowej pani premier będzie kluczowe dla oceny planów fiskalnych PiS w praktyce. Paweł Szalamacha w pierwszych komentarzach po wyborach podkreślał znaczenie stabilności finansów publicznych i utrzymania deficytu fiskalnego pod kontrolą (możliwy jedynie nieznaczny wzrost deficytu, o 1-1,5 mld zł). Główną kwestią do uwzględnienia w budżecie na 2016 r. będzie projekt dodatków na dzieci. Szalamacha przytoczył niepublikowane wyliczenia NBP potencjalnych kosztów tych dodatków (15,5 mld zł rocznie), mówiąc jednocześnie, że nie uda się ich wprowadzić w życie od początku roku (co oznacza faktycznie mniejsze koszty dla budżetu w 2016). Projekt ma zostać sfinansowany przez podatki sektorowe (podatek bankowy, najprawdopodobniej od aktywów, plus podatek od supermarketów), lekkim wzrostem dochodów z dywidend i zwiększoną ściążalnością podatków. Drugi flagowy projekt PiS – podwyżka kwoty wolnej od podatku – będzie zapewne wprowadzony w życie później (efekt budżetowy w 2017). Te plany oznaczają pewne ryzyko wzrostu deficytu (większe niż sugeruje Szalamacha), jeśli założona szybka poprawa ściążalności podatków się nie zmaterializuje.

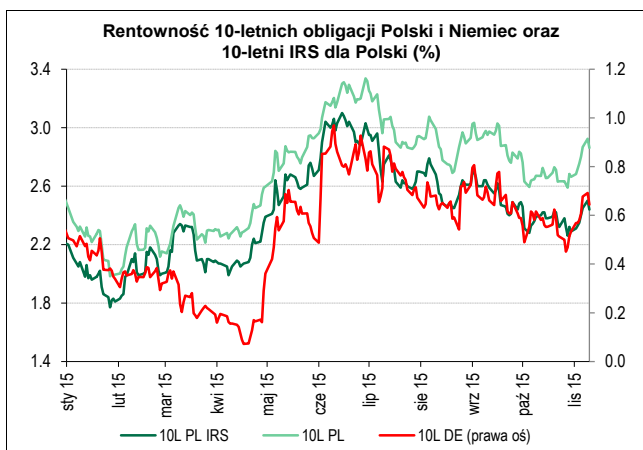
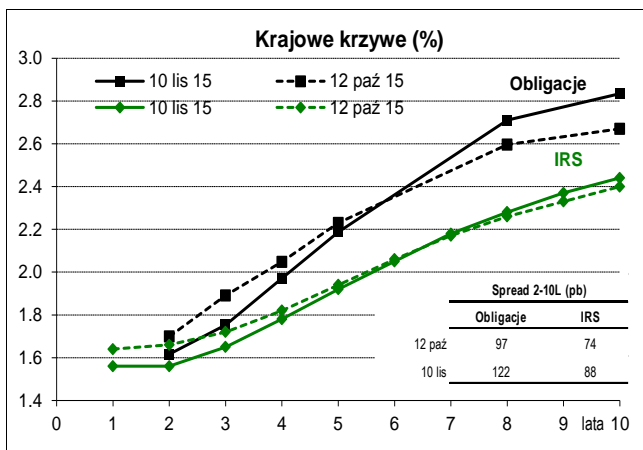
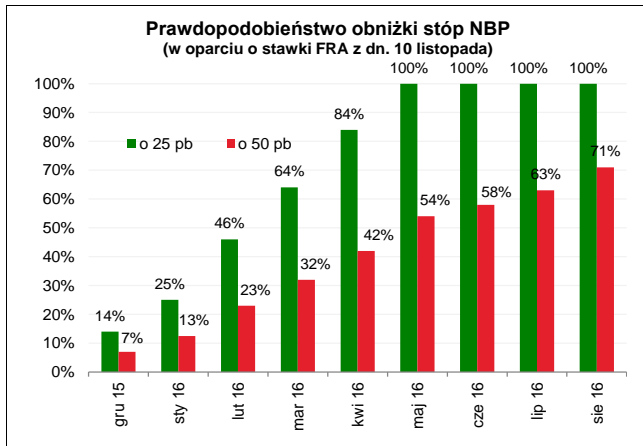
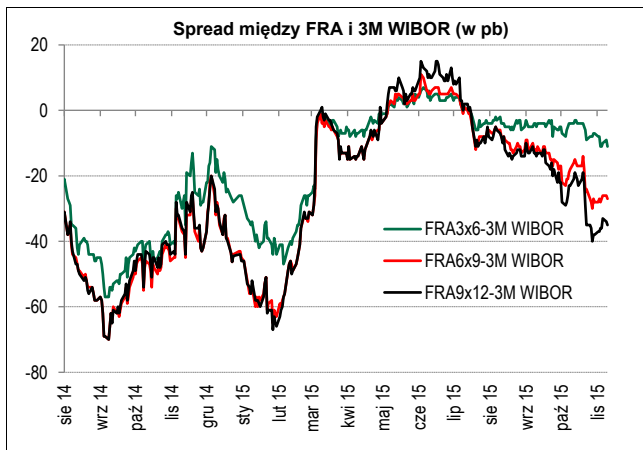
▪ Projekt ustawy obniżającej wiek emerytalny został przygotowany przez kancelarię prezydenta, podobnie jak propozycja rozwiązania problemu kredytów walutowych. Czekamy na exposé premiera aby poznać szczegółowe plany w tych tematach.

Rynki pod wpływem sygnałów z banków centralnych

▪ Sytuacja na globalnym rynku długu była mieszana w październiku. O ile większość rynków obligacyjnych w Europie zakończyła miesiąc niższymi rentownościami niż we wrześniu, to rentowność obligacji USA wzrosła pod wpływem jastrzębiej retoryki Fed. Wyprzedaż uległa wzmocnieniu na początku listopada (zwłaszcza na długim końcu krzywych) gdyż rynkowa wycena prawdopodobieństwa podwyżki na posiedzeniu FOMC w grudniu wzrosła do 70% po mocnych danych o zatrudnieniu poza rolnictwem.

▪ Dywergencja w polityce pieniężnej głównych banków centralnych będzie wciąż głównym wątkiem dla rynków obligacji. Uważamy, że globalne obawy i bardzo ostrożna polityka pieniężna w Europie będą utrzymywały rentowności na niskim poziomie w nadchodzącym tygodniu. Inwestorzy przygotowują się na możliwe zacieśnienie polityki w USA w grudniu, więc Treasuries pozostaną pod presją a rentowności mogą wzrosnąć w nadchodzących tygodniach.

Rynek stopy procentowej



Źródła: Reuters, Bloomberg, MF, BZ WBK

Krzywe coraz bardziej strome

- W październiku krajowy rynek stopy procentowej, podobnie jak rynki bazowe i peryferii strefy euro, umocnił się znacząco w wyniku utrzymania łagodnego nastawienia w polityce monetarnej EBC i rosnących oczekiwań na kontynuację luzowania polityki monetarnej przez krajową RPP po zdecydowanym zwycięstwie PiS w wyborach. Jednak trend odwrócił się na początku listopada po znacząco lepszych od oczekiwań danych z rynku pracy w USA, które zwiększyły do 70% prawdopodobieństwo podwyżki stóp przez Fed w grudniu. W konsekwencji rentowność 10-latków tymczasowo wzrosła powyżej 2,90%, najwyżej od połowy września.

- Negatywny sentyment na rynku stopy procentowej przejawia się w wystromieniu obu krzywych, gdyż długi koniec zachowuje się słabiej niż krótszy. W przypadku obligacji spread 2-10L wzrósł tymczasowo do prawie 230 pb, osiągając najwyższy poziom od lipca.

- Natomiast na rynku pieniężnym stawki WIBOR pozostały stabilne na początku listopada, podczas gdy stawki FRA nieznacznie wzrosły w wyniku rosnących stawek IRS. Rynek nie zareagował natomiast na krajowe wydarzenia (publikację wstępnej CPI, listopadowe posiedzenie RPP, które pokazało niższe ścieżki CPI i PKB). Mimo to oczekiwania na łagodzenie polityki monetarnej w 2016 r. pozostają silne. Obecnie rynek w pełni wycenia redukcję stóp o 25 pb w perspektywie 6 miesięcy i widzi prawie 70% szans na obniżkę o 50 pb w horyzoncie 9 miesięcy.

Ograniczona podaż SPW do końca roku

- W październiku Ministerstwo Finansów zakończyło finansowanie potrzeb pożyczkowych na ten rok i rozpoczęło prefinansowanie potrzeb pożyczkowych brutto na 2016 r. w ramach aukcji zamiany. Pomimo znacznych płatności odsetkowych i wykupu DS1015 na koniec października wartość środków w PLN i walutach obcych na koniec miesiąca wyniosła 44 mld zł.

- Ministerstwo potwierdziło plany emisji na listopad. W tym miesiącu odbędzie się aukcja zmiany, na której do odkupu resort finansów przedstawi OK0116 i PS0416. Zaplanowano również odkup do 1 mld € euroobligacji wykupywanych w lutym 2016 r. Wartość odkupu stanowi ok 20% wykupów obligacji/kredytów ogółem w 2016 r. w wysokości 4,6 mld €. W związku z tym oczekujemy nieznacznego przyspieszenia procesu prefinansowania i szacujemy, że na koniec roku potrzeby pożyczkowe brutto na 2016 r. (180 mld zł) zostaną prefinansowane na poziomie 20-30%.

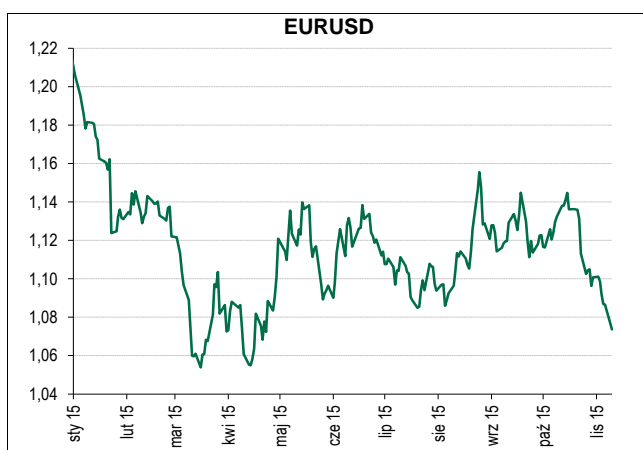
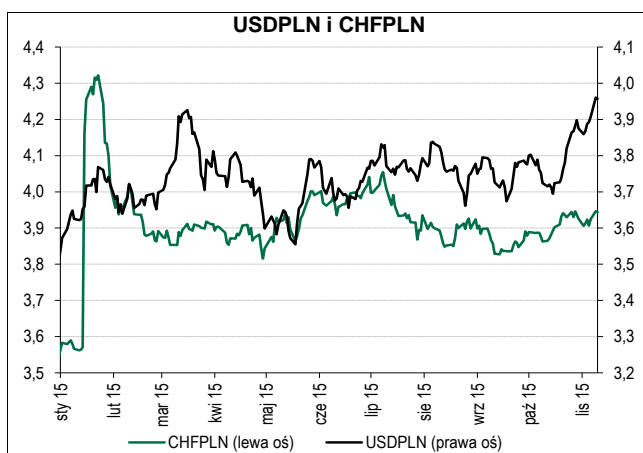
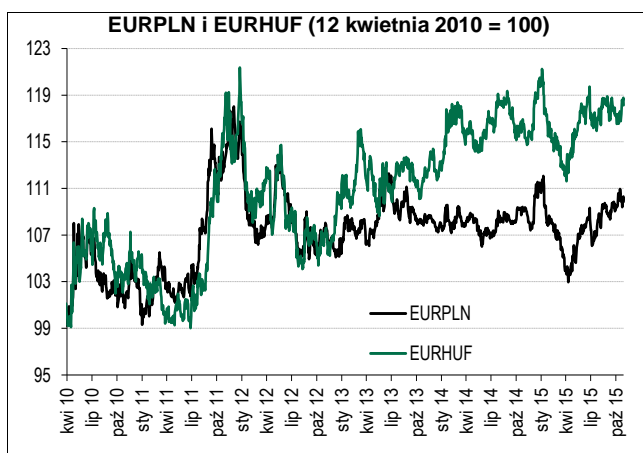
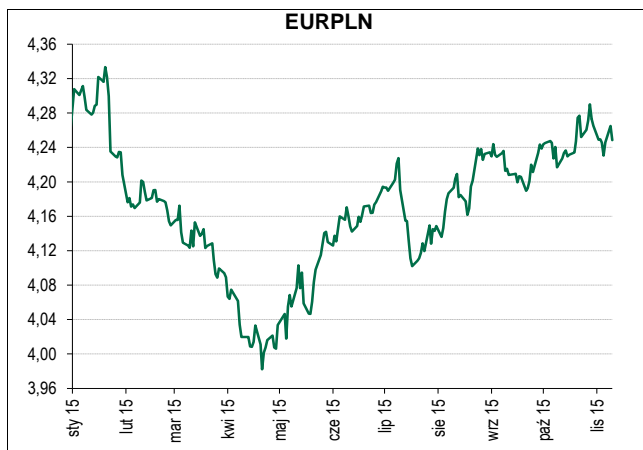
Banki centralne wyznaczają kierunek rynkowi

- Zwycięstwo PiS i jasny przekaz, że nowi członkowie RPP będą wybierani pod względem ich skłonności do obniżek stóp skłoniły nas do zmiany ścieżki stóp na 2016. Oczekujemy, że stopa referencyjna zostanie obniżona do 1% w 2016. (redukcja o 50 pb w I kw. 2016) z 1,50% wcześniej prognozowanych. W efekcie ścieżka WIBOR na 2016 jest niższa, podczas gdy do końca br. stawki powinny pozostać relatywnie stabilne. Na przełomie roku oczekujemy, że będzie dość drogo na rynku pieniężnym, podczas gdy początek 2016 przyniesie większe spadki stawek WIBOR.

- W naszej ocenie bilans ryzyk jest wspierający dla krótkiego końca krzywych. Wciąż widzimy miejsce dla spadku rentowności/stawek IRS do 5L gdyż najbliższe miesiące mogą wzmocnić oczekiwania na redukcję stóp na początku 2016. Spread do WIBOR dla sektora 2L również wskazuje na umocnienie, biorąc pod uwagę, że ścieżka wychodzenia z deflacji może być dłuższa niż wcześniej założyliśmy. W efekcie rentowność 2L może testować historyczne minimum na 1,49% w najbliższych miesiącach. Sądymy, że sektor 5L może także skorzystać na silniejszych oczekiwaniach na obniżki stóp w 2016.

- Długi koniec krzywych będzie bardziej zmienny i pozostanie pod wpływem czynników zewnętrznych, głównie sygnałów z banków centralnych. Oczekujemy wzrostu rentowności/stawek IRS na koniec miesiąca gdyż inwestorzy będą dyskontowali możliwość podwyżki stóp przez Fed w grudniu (obecnie rynek wycenia 70% szans na taką decyzję). Podsumowując, zmienność na długim końcu pozostanie wysoka, a krzywe mogą być bardziej strome.

Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Wyniki wyborów neutralne dla złotego

W październiku zwracaliśmy uwagę na obniżoną zmienność panującą na polskim rynku i sugerowaliśmy, że wkrótce wahania mogą się nasilić i mieć przejściowo negatywny wpływ na złotego. Kolejne tygodnie przyniosły materializację naszych przypuszczeń. EURPLN wzrósł do ok. 4,295, najwyższej od końca stycznia, na fali przedwyborczej niepewności (plotek o pomysłach PiS na rozwiązanie kwestii „frankowiczów” czy rosnących szans na poluzowanie polityki pieniężnej w Polsce po wyborach). Złoty szybko jednak odrobił straty i kurs spadł tymczasowo nawet do 4,20 dzięki gołębiym sygnałom z EBC i słabszym obawom o globalny wzrost.

Rynek nie zareagował zbyt wyraźnie ani na wynik wyborów ani na ogłoszenie nazwisk ministrów odpowiedzialnych za sprawy gospodarcze. Przypomnijmy, że analiza reakcji na wynik wyborów parlamentarnych w 2005, kiedy wygrał PiS i zawiązał koalicję z Samoobroną oraz LPR, również nie wskazuje, aby polityka miała w tamtym czasie kluczowe znaczenie dla złotego. Sądzymy, że w najbliższych tygodniach sytuacja w kraju może być podobna do tej na Węgrzech, gdy w 2010 Fidesz zdobył parlamentarną większość. W pierwszych trzech latach po wygranej EURPLN i EURHUF poruszały się w tym samym kierunku i dopiero w 2014 forint zaczął sobie radzić słabiej, gdy węgierski rząd podjął temat konwersji kredytów walutowych, a stopy procentowe były dalej obniżane.

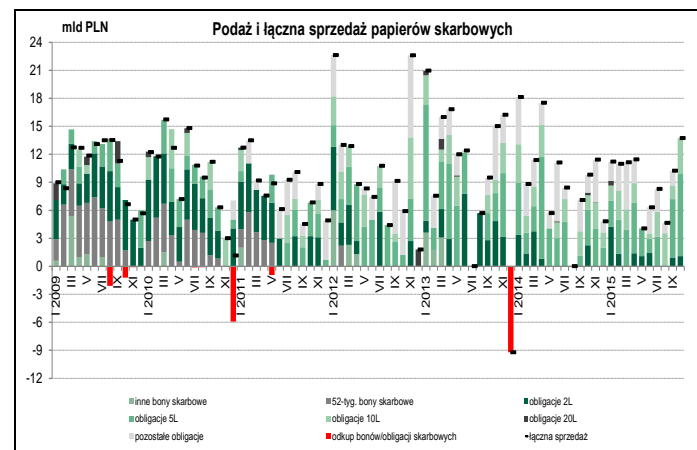
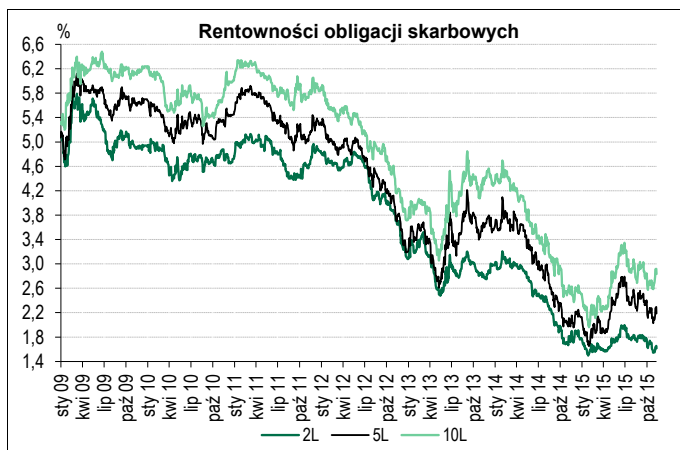
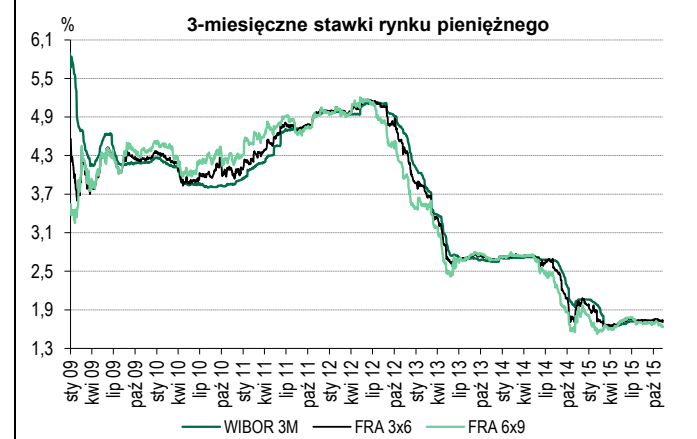
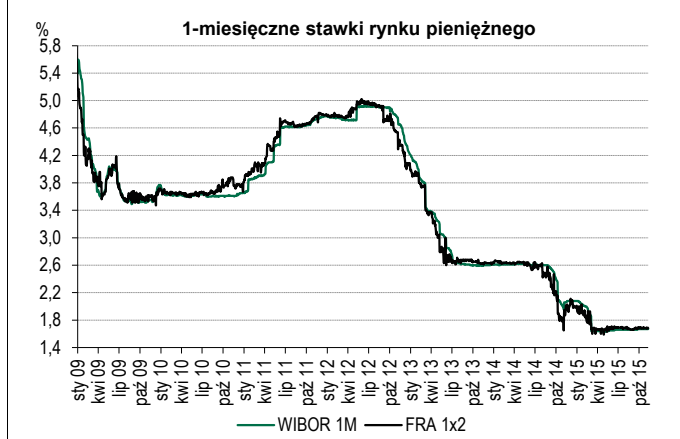
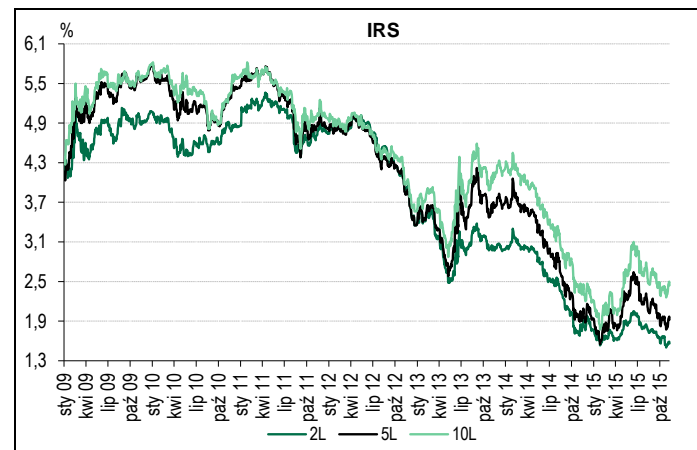
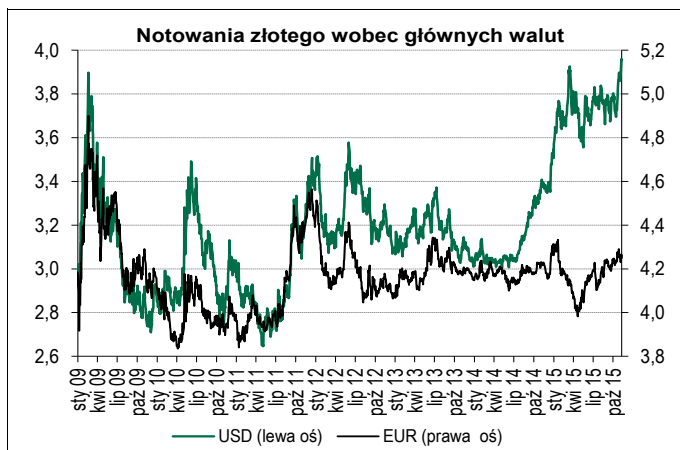
Spodziewamy się raczej ograniczonego wpływu wyborów na złotego w krótkim terminie i widzimy szanse na oddalenie się EURPLN od lokalnego szczytu dzięki czynnikom globalnym i osiągnięcia ok. 4,20 na koniec roku. Jest natomiast ryzyko, że krajowa waluta będzie sobie radziła słabiej niż inne w regionie w 2016 jeśli tempo wprowadzania w życie wyborczych obietnic przyspieszy. Głównym czynnikiem ryzyka jest kwestia kredytów walutowych i zmiana zakresu zadań NBP. Nie sądzymy jednak, aby były to priorytety dla nowego rządu, więc minie zapewne trochę czasu zanim kwestie te będą miały szansę wpłynąć na złotego. Widzimy ryzyko w górę dla EURPLN w 2016 kiedy rząd zacznie wprowadzać bardziej kontrowersyjne reformy.

Dolar wsparty przez Fed, euro osłabione przez EBC

Od połowy października dolar zyskał dość istotnie do euro i EURUSD spadł z ok. 1,14 do 1,07, najniższej od kwietnia, a głównym czynnikiem napędzającym trend spadkowy była polityka pieniężna. EBC zasugerował, że w grudniu dokona przeglądu programu stymulacji i że możliwe jest dalsze poluzowanie polityki pieniężnej. Szefowa Fed powiedziała tymczasem, że drzwi do podwyżki stóp przed końcem roku pozostają otwarte. Szanse na taki ruch rynek wycenia na ok. 70% wobec 50% tuż przed publikacją wyjątkowo silnych październikowych danych z rynku pracy USA.

Połączenie poluzowania polityki pieniężnej przez EBC i podwyżki stóp Fed generuje istotne ryzyko dla naszej prognozy 1,16 dla EURUSD na koniec roku. Na razie utrzymujemy ją jednak bez zmian, bowiem sądzymy, że do końca roku bardziej prawdopodobny jest wzrost kursu w kierunku sierpniowego szczytu (1,17) niż spadek do rocznego dołka z marca (1,045). Szanse na grudniową podwyżkę stóp USA są już dość wysokie, więc potrzebny może być dodatkowy impuls by pchnąć kurs poniżej tegorocznego dołka. Dodatkowo, członkowie FOMC mogą chcieć werbalnie ograniczać potencjał do aprecjacji dolara, bowiem zbyt silna waluta może ciężać wzrostowi i trzymać inflację nisko.

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
grudzień '14									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	OK0717/PS0420	4000-6000	7214,0			
październik	29.10	OK/PS/DS	5000-8000	8082,0					8.10	DS1015/OK0116	PS0421/DS0726
listopad	26.11	EUR20160201**	Do 1 ml €						19.11	OK0116/PS0416	do ogłoszenia
grudzień									10.12	OK0116/PS0416	do ogłoszenia

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja odkupu

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

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

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 ^a	13 ^b	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	Około 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; ^a dane wstępne za styczeń, ^b dane za styczeń i luty. Źródła: GUS, NBP

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		paź 14	lis 14	gru 14	sty 15	lut 15	mar 15	kwi 15	maj 15	cze 15	lip 15	sie 15	wrz 15	paź 15	lis 15
PMI	pkt.	51,2	53,2	52,8	55,2	55,1	54,8	54,0	52,4	54,3	54,5	51,1	50,9	52,2	52,6
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,7	0,3	8,1	1,6	5,0	8,8	2,4	2,8	7,4	3,8	5,3	4,1	1,4	5,2
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-1,0	-1,6	5,0	1,3	-0,3	2,9	8,5	1,3	-2,5	-0,1	4,8	-2,5	-3,5	-6,2
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	2,3	-0,2	1,8	0,1	-1,3	3,0	-1,5	1,8	3,8	1,2	-0,3	0,1	0,5	2,2
Stopa bezrobocia	%	11,3	11,4	11,4	11,9	11,9	11,5	11,1	10,7	10,2	10,0	9,9	9,7	9,6	9,7
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	3,8	2,7	3,7	3,6	3,2	4,9	3,7	3,2	2,5	3,3	3,4	4,1	3,6	5,6
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	0,8	0,9	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
Eksport (w euro)	% r/r	4,3	3,8	9,8	4,4	10,9	14,3	8,5	7,8	10,4	3,5	8,6	6,8	10,0	10,0
Import (w euro)	% r/r	7,0	6,5	13,1	-2,1	3,9	8,7	7,8	0,3	9,2	5,8	6,7	6,0	8,0	8,0
Bilans handlowy	mIn EUR	-384	-231	-629	639	526	485	-142	539	-47	-747	-91	446	-117	26
Rachunek bieżący	mIn EUR	-319	114	-1 011	-228	93	1 054	1 642	1 124	-1 602	-1 212	-864	-519	-772	21
Rachunek bieżący	% PKB	-2,2	-2,0	-2,0	-1,7	-1,5	-1,3	-0,8	-0,5	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-27,2	-24,8	-29,8	-0,6	-11,3	-16,7	-16,7	-19,6	-26,1	-26,6	-25,9	-31,1	-39,8	-41,8
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	57,4	52,1	62,7	1,3	24,6	36,2	36,2	42,6	56,7	57,7	56,1	67,6	86,4	90,6
Inflacja (CPI)	% r/r	-0,6	-0,6	-1,0	-1,4	-1,6	-1,5	-1,1	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-0,8	-0,3
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	0,2	0,4	0,5	0,6	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,3	0,6
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,3	-1,6	-2,7	-2,8	-2,8	-2,5	-2,7	-2,1	-1,4	-1,8	-2,7	-2,9	-2,4	-1,8
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	7,7	8,4	8,2	8,6	8,7	8,9	7,2	7,6	8,3	8,6	7,3	8,4	8,5	8,1
Zobowiązania	% r/r	8,4	9,0	9,0	9,1	9,0	9,2	7,8	7,8	8,7	8,8	7,7	8,9	9,2	8,7
Należności	% r/r	6,5	6,8	7,2	8,0	7,7	7,8	6,4	7,7	7,9	7,9	7,6	7,9	7,8	7,8
EUR/PLN	PLN	4,21	4,21	4,21	4,28	4,18	4,13	4,02	4,08	4,16	4,15	4,19	4,22	4,25	4,24
USD/PLN	PLN	3,32	3,38	3,42	3,68	3,68	3,81	3,73	3,66	3,71	3,78	3,77	3,75	3,78	3,86
CHF/PLN	PLN	3,48	3,50	3,50	3,96	3,93	3,89	3,88	3,93	3,98	3,96	3,89	3,86	3,91	3,89
Stopa referencyjna ^b	%	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 3M	%	2,07	2,03	2,06	2,03	1,92	1,67	1,65	1,67	1,70	1,72	1,72	1,72	1,73	1,73
Rentowność obligacji 2L	%	1,77	1,78	1,84	1,60	1,60	1,62	1,60	1,74	1,91	1,82	1,79	1,79	1,65	1,50
Rentowność obligacji 5L	%	2,12	2,04	2,16	1,82	1,88	1,99	1,98	2,38	2,68	2,45	2,40	2,43	2,18	2,05
Rentowność obligacji 10L	%	2,63	2,54	2,55	2,21	2,20	2,32	2,36	2,83	3,20	3,00	2,88	2,91	2,66	2,63

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

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2013	2014	2015	2016	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16
PKB	mld PLN	1 662,1	1 728,7	1 792,7	1 881,4	417,8	433,8	442,7	498,3	438,4	455,7	463,1	524,2
PKB	% r/r	1,7	3,4	3,4	3,5	3,6	3,3	3,3	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Popyt krajowy	% r/r	0,2	4,9	3,3	3,6	2,6	3,3	3,4	3,9	3,8	3,5	3,5	3,7
Spożycie indywidualne	% r/r	1,1	3,1	3,2	3,2	3,1	3,0	3,3	3,3	3,3	3,2	3,1	3,1
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	0,9	9,2	7,0	6,0	11,4	6,4	6,2	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	2,3	3,4	4,5	5,0	5,3	3,9	4,4	4,4	3,9	5,8	5,5	4,7
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-10,3	4,3	-0,6	-0,1	1,4	1,9	0,6	-4,1	-3,0	-1,0	-1,2	2,9
Sprzedż detaliczna ^a	% r/r	2,6	3,1	0,9	4,1	0,7	1,4	0,4	0,9	1,6	1,7	5,2	7,5
Stopa bezrobocia ^b	%	13,4	11,4	9,9	9,1	11,5	10,2	9,7	9,9	10,1	9,2	8,9	9,1
Płace brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	3,4	3,6	3,7	5,4	4,1	3,1	3,4	4,1	3,9	5,9	6,2	5,5
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	-1,1	0,2	0,7	0,7	0,8	0,8	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8	0,7
Eksport (w euro)	% r/r	5,7	6,4	9,6	10,7	9,8	8,9	9,6	10,0	11,0	11,0	10,5	10,3
Import (w euro)	% r/r	0,2	8,3	6,0	10,8	3,5	5,7	6,7	8,0	10,0	11,0	11,0	11,0
Bilans handlowy	mIn EUR	-335	-3 255	2 206	2 324	1 651	350	729	-524	2 241	389	592	-898
Rachunek bieżący	mIn EUR	-5 031	-8 303	-1 198	-802	900	1 110	-1 474	-1 734	1 429	965	-1 580	-1 616
Rachunek bieżący	% PKB	-1,3	-2,0	-0,3	-0,2	-1,3	-0,4	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-4,0	-3,2	-2,7	-3,2	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	0,9	0,0	-0,9	1,4	-1,5	-0,9	-0,7	-0,3	0,9	1,2	1,4	2,0
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	0,7	-1,0	0,2	2,0	-1,5	-0,8	-0,8	0,2	1,0	1,3	1,7	2,0
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	1,2	0,6	0,4	1,0	0,4	0,3	0,3	0,5	0,7	0,9	1,0	1,2
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,3	-1,5	-2,2	-0,7	-2,7	-2,1	-2,5	-1,7	-1,5	-1,3	0,0	0,0
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	6,2	8,2	7,5	7,4	8,9	8,3	8,4	7,5	7,5	7,5	7,4	7,4
Zobowiązania ^b	% r/r	6,6	9,0	6,8	7,8	9,2	8,7	8,9	6,8	7,1	7,3	7,5	7,8
Należności ^b	% r/r	3,5	7,2	6,5	5,5	7,8	7,9	7,9	6,5	6,3	6,0	5,7	5,5
EUR/PLN	PLN	4,20	4,18	4,18	4,20	4,20	4,09	4,19	4,23	4,17	4,20	4,25	4,21
USD/PLN	PLN	3,16	3,15	3,75	3,55	3,72	3,70	3,77	3,82	3,54	3,56	3,57	3,51
CHF/PLN	PLN	3,41	3,45	3,91	3,64	3,93	3,93	3,90	3,87	3,76	3,71	3,63	3,48
Stopa referencyjna ^b	%	2,50	2,00	1,50	1,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,00	1,00	1,00	1,00
WIBOR 3M	%	3,02	2,52	1,75	1,30	1,87	1,67	1,72	1,73	1,42	1,25	1,25	1,26
Rentowność obligacji 2L	%	2,98	2,46	1,67	1,35	1,61	1,75	1,80	1,54	1,36	1,30	1,33	1,42
Rentowność obligacji 5L	%	3,46	2,96	2,20	2,51	1,90	2,35	2,43	2,11	2,27	2,45	2,60	2,72
Rentowność obligacji 10L	%	4,04	3,49	2,66	3,08	2,24	2,79	2,93	2,66	2,76	2,97	3,18	3,42

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 10.11.2015 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

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

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

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

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

Piotr Bielski 22 534 18 87

Agnieszka Decewicz 22 534 18 86

Marcin Luziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5
61-894 Poznań

tel. 61 856 58 14/30

fax 61 856 44 56

Warszawa

al. Jana Pawła II 17
00-854 Warszawa

tel. 22 586 83 20/38

fax 22 586 83 40

Wrocław

ul. Rynek 9/11
50-950 Wrocław

tel. 71 369 94 00

fax 71 370 26 22

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

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