

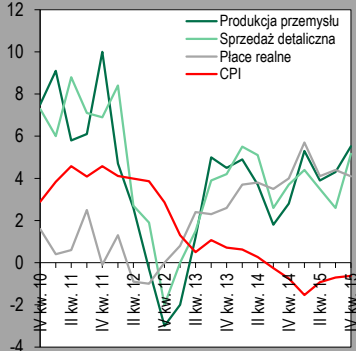
# MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

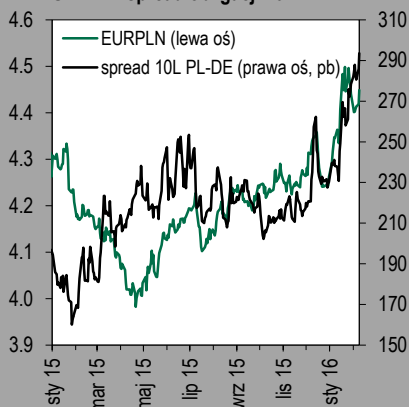
Luty 2016

## Czy NBP dołączy do globalnego luzowania?

Wskaźniki aktywności gospodarczej (% r/r)



EURPLN i spread obligacji 10L PL-DE



### 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

■ Niepokój, który zapanował na światowych rynkach na początku 2016 r., nie ustaje. Ostatnio przyczyniły się do niego nie tylko obawy o rynki rozwijające się i ogólny stan globalnej gospodarki, ale dodatkowo również o kondycję sektora finansowego. W atmosferze tak słabych nastrojów rynkowych główną rolę jako czynnika stabilizującego (już teraz bądź w przyszłości) ponownie odgrywają banki centralne: gołębia retoryka EBC, luzowanie polityki pieniężnej przez Bank Japonii i zrewidowanie oczekiwań wobec działań Fedu (brak przewidywań dot. podwyższenia stóp procentowych w marcu i niewielkie szanse na jakikolwiek ruch w całym 2016 roku). W tak skomplikowanym globalnym kontekście, polskie lokalne czynniki nadal przyczyniają się do niepewności, zamiast ją łagodzić. Choć trzeba przyznać, że od naszego ostatniego raportu nowych aktywności rządu nie było zbyt wiele (dalsze prace nad dodatkiem na dzieci, wciąż niepewny kształt tzw. podatku handlowego).

■ Złoty nieznacznie odbił po słabym początku roku, a kurs EUR/PLN tymczasowo spadł nawet do 4,37. Było to głównie spowodowane gołębimi sygnałami z globalnych banków centralnych. Okazało się to jednak krótkotrwałe, jako że kolejna fala awersji do ryzyka znów pchnęła złotego powyżej 4,40 za euro, co sprawiło, że radził sobie słabiej, niż inne waluty z naszego regionu. Wzrosła również różnica pomiędzy rentownościami polskich i niemieckich obligacji, sugerując większą premię za ryzyko. Mimo to, na lutowej aukcji długoterminowych obligacji skarbowych zanotowano bardzo duży popyt (również ze strony inwestorów zagranicznych), przy nieco wyższych rentownościach.

■ Wpływająca na złotego niepewność, które panuje na rynkach globalnych, jak również lokalne ryzyka i luźniejsza polityka fiskalna będą dla nowej RPP ważnymi argumentami za utrzymaniem stóp procentowych bez zmian. Z drugiej jednak strony, prognoza inflacji bardzo się ostatnio zmieniła i deflacja utrzyma się znacznie dłużej niż oczekiwano. Będzie to miało odzwierciedlenie w projekcji inflacji banku centralnego, która zostanie przygotowana przed następnym posiedzeniem w marcu. Nastawienie nowych członków RPP okazało się niezbyt gołębnie i wskazuje na kontynuację polityki pieniężnej. Członkowie zwracają jednak uwagę na duże znaczenie projekcji NBP. Co ciekawe, data marcowego posiedzenia RPP została zmieniona i odbędzie się ono po posiedzeniu EBC, a nie - jak wcześniej zakładano - przed nim. Istotne sygnały ze strony EBC mogą mieć wpływ na działania RPP. Rzecz jasna, bilans argumentów dla EBC jest inny niż dla RPP (szczególnie biorąc pod uwagę lokalne czynniki ryzyka).

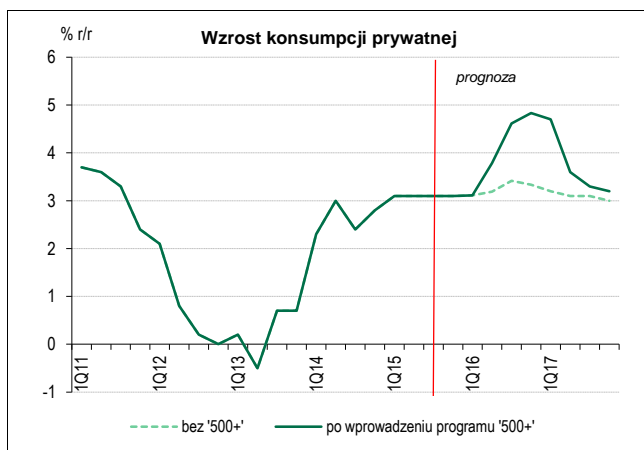
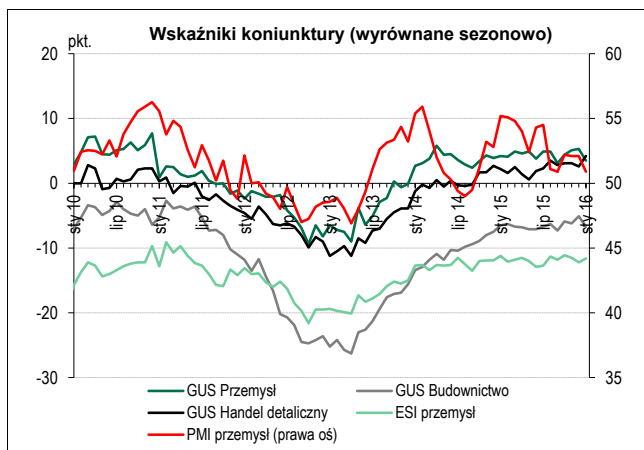
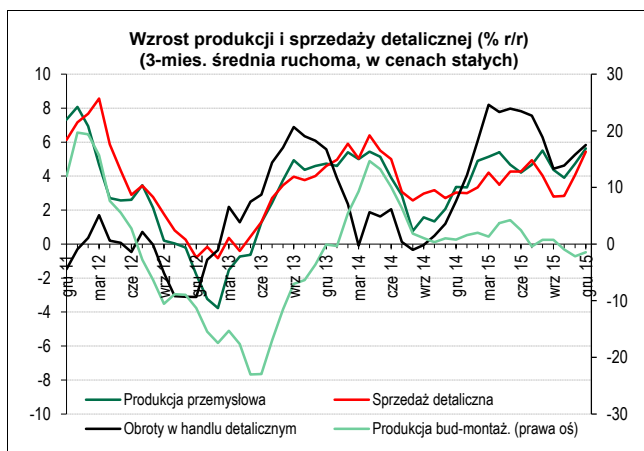
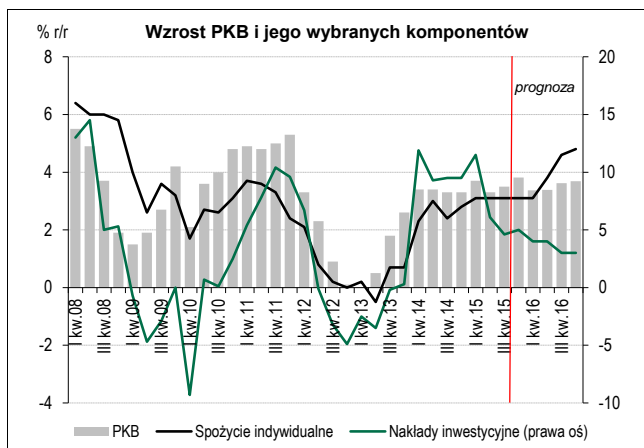
■ Jedną z obaw dotyczących polskich aktywów była kondycja systemu bankowego w kontekście pomysłów na rozwiązanie problemu kredytów frankowych. W marcu KNF opublikować ma swoje szacunki strat, na jakie narażone będą banki w przypadku, jeśli w życie wejdzie przewalutowanie kredytów przedstawione przez prezydenta Andrzeja Dudę. Ostatni [raport NBP](#) wykazał, że bezpośrednie koszty ustawy dla sektora bankowego mogą wynieść 44 mld PLN, stanowiąc zagrożenie dla stabilności sektora. KNF prawdopodobnie potwierdzi te szacunki, co będzie ważnym argumentem do poddania projektu istotnej rewizji.

### Na rynku finansowym 10 lutego 2016 r.:

Stopa depozytowa NBP	0,50	WIBOR 3M	1,69	EURPLN	4,4366
Stopa referencyjna NBP	1,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	1,47	USDPLN	3,9383
Stopa lombardowa NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	2,32	CHFPLN	4,0445

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.02.2016 r.

## Gospodarka Polski



## Podsumowanie roku 2015

Według wstępnego szacunku, wzrost polskiego PKB w 2015 r. wyniósł 3,6% wobec 3,3% w 2014 r. Konsumpcja indywidualna wzrosła o 3,1% r/r, a inwestycje zwiększyły się o 6,1% r/r. Popyt krajowy ogółem wzrósł o 3,4% r/r. Wkład eksportu netto do wzrostu PKB w całym roku wyniósł 0,3 pkt. proc.

Dane te sugerują, że dynamika PKB w ostatnim kwartale 2015 roku przyspieszyła do ok. 3,8% r/r wobec 3,5% r/r w 3 kw. 2015. W naszej ocenie, przyspieszenie to wynikało głównie ze wzrostu inwestycji. Jednakże potencjalny błąd prognozy jest dość duży, i faktyczne dane mogą wahać się w przedziale 3,7% - 4,0%.

Produkcja przemysłowa wzrosła w grudniu o 6,7% r/r. Po uwzględnieniu czynników sezonowych wzrost ten wyniósł 4% r/r (najniżej od sierpnia). Dane potwierdzają, że ogólnie kondycja polskiego sektora przemysłowego pozostaje dobra, wspierana przez rosnący popyt zagraniczny. W IV kw. wzrost produkcji wyniósł średnio 6,0% r/r i był to najlepszy kwartał w 2015 roku (roczny wynik 4,9% r/r).

Dane o sprzedaży detalicznej zaskoczyły bardzo pozytywnie, pokazując wzrost sprzedaży w cenach stałych o 7% r/r (najwyżej od kwietnia 2014 r.). Wysoką dynamikę sprzedaży zanotowano m.in. w przypadku pojazdów mechanicznych, mebli i RTV, odzieży i obuwia, a także prasy i książek. Ożywieniu popytu konsumentów sprzyja dobra sytuacja na rynku pracy. W kolejnych miesiącach należy się, naszym zdaniem, spodziewać kontynuacji pozytywnych tendencji w zakresie popytu konsumpcyjnego. Podobnie jak w przypadku produkcji, IV kw. 2015 był również najlepszym kwartałem dla sprzedaży detalicznej, która rosła o 4,4% r/r w ujęciu realnym i o 3,7% średnio w całym 2015 r.

Produkcja budowlano-montażowa rozczarowała w grudniu, spadając o 0,3% r/r, i to pomimo pozytywnego efektu dni roboczych i sprzyjających warunków pogodowych. Mogło to wynikać m.in. z osłabienia dynamiki inwestycji infrastrukturalnych. W IV kwartale produkcja budowlana obniżyła się o 1,5% r/r, co oznacza, że czwarty kwartał okazał się najgorszym w 2015 r. (średni wzrost o +0,3% r/r).

## Pierwsze sygnały w roku 2016

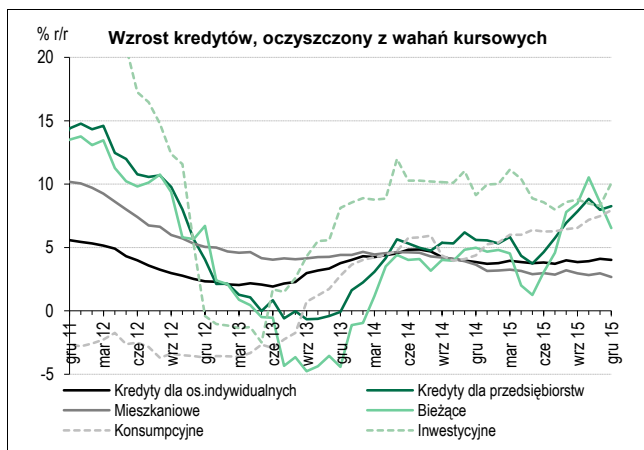
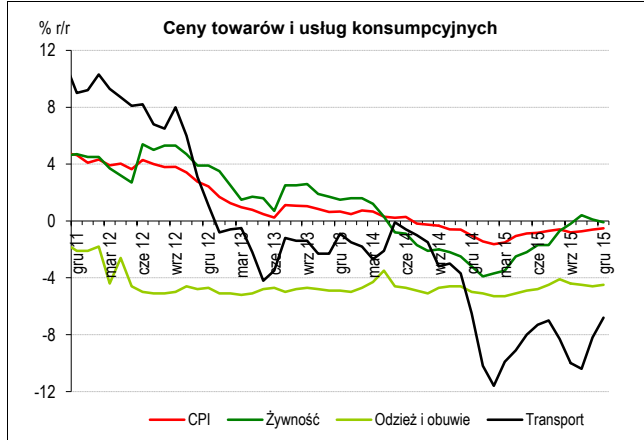
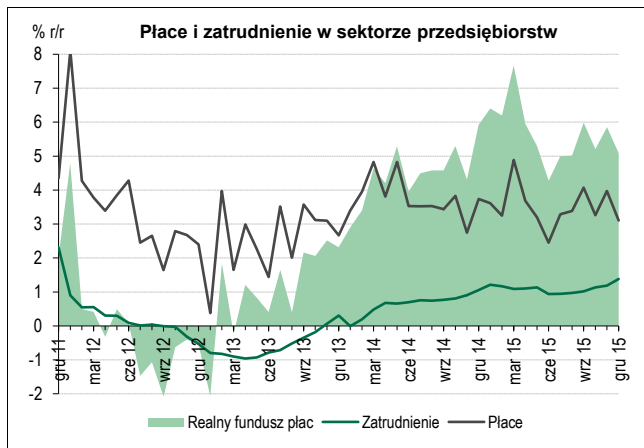
Sygnały płynące z danych o produkcji i sprzedaży detalicznej wskazują, że sektory te rozwijały się w przyzwoitym tempie, a koniec 2015 r. przyniósł przyspieszenie dynamiki wzrostu. Te tendencje powinny również utrzymać się w 2016 r. Jednakże, główne wskaźniki koniunktury obniżyły się na początku 2016 r. (indeks PMI jest na najniższym poziomie od 16 miesięcy i kształtuje się tylko nieco powyżej poziomu 50 pkt.). Naszym zdaniem, może to wynikać z wyższej niepewności dotyczącej otoczenia regulacyjnego i polityki.

Podsumowując, nie zmieniamy naszej ogólnej oceny perspektyw dla polskiej gospodarki. Nadal uważamy, że wzrost gospodarczy w Polsce powinien w 2016 r. utrzymać się na solidnym poziomie ok. 3,5%, wciąż napędzany przez trzy główne czynniki: konsumpcję, inwestycje i eksport. Widzimy ryzyko w górę dla konsumpcji prywatnej (która będzie wspierana m.in. przez nowy dodatek na dziecko), ale jednocześnie ryzyko w dół dla inwestycji i/ lub popytu zagranicznego z uwagi na niepewną prognozę globalnego wzrostu i większe ryzyko polityczne (które mogą schłodzić nastroje gospodarcze; inwestycje publiczne mogą być niższe).

Płatności z tytułu programu 500+ wyniosą 17 mld zł w 2016 r., zgodnie z wyliczeniami rządowymi. Bazując na szacunkach transferów do różnych grup gospodarstw domowych oraz ich skłonności do konsumpcji, naszym zdaniem, konsumpcja może wzrosnąć maksymalnie o 14 mld zł (1,3 pp do wzrostu konsumpcji indywidualnej w 2016 r.). Jednak w scenariuszu bazowym przyjmujemy ostrożniejsze założenie, dodając do konsumpcji 8,5 mld zł. Wyższa konsumpcja to w części będą dobra importowane (historyczna importochłonność na poziomie 40-50%), co w konsekwencji może oznaczać wkład do wzrostu PKB w 2016 r. na poziomie 0,3 pp. Kolejne 0,1 pp będzie dodane w 2017 r. kiedy nastąpi pełen efekt tego programu.

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

## Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, BZ WBK

**2016 powinien być pomyślny dla rynku pracy**

▪ 2015 był dla rynku pracy świetny i wszystkie dostępne wskaźniki były w tej kwestii zgodne. Zatrudnienie w sektorze firm zwiększyło się o 1,3% r/r, a wg BAEL o 1,2% r/r. Stopa bezrobocia rejestrowanego spadła o 1,6pp, a stopa BAEL o 1,1pp (grudzień do grudnia). W styczniu 2016 r. stopa bezr. rej. wyniosła 10,3% i był to najniższy odczyt w styczniu aż od 1991 r. Spodziewamy się, że popyt na pracę i trendy w zatrudnieniu pozostaną silne, chociaż za kilka kwartałów dojdzie do spowolnienia, jako że wyczerpuje się podaż pracy.

▪ Wzrost płac był umiarkowany (3,5% r/r) i naszym zdaniem presję na wynagrodzenia mógł łagodzić napływ imigrantów (głównie z Ukrainy). Z drugiej strony, dzięki deflacji obserwowaliśmy mocny realny wzrost płac, o 4,5% r/r. W 2016 r. spodziewamy się przyspieszenia wzrostu wynagrodzeń wobec niższej podaży pracy zarówno ze strony Polaków, jak i imigrantów.

**Deflacja może utrzymać się do III kw. 2016r.**

▪ Wskaźnik CPI wyniósł w grudniu -0,5% r/r. Niski odczyt był spowodowany cenami żywności, które spadły o 0,1% m/m, prawdopodobnie z uwagi na bardzo niskie ceny globalne (nie jest to typowe dla tej pory roku, jako że zimą ceny żywności zazwyczaj idą w górę). Ceny benzyny zanotowały silny spadek (-2,6% m/m) i ten trend był prawdopodobnie kontynuowany, a nawet pogłębił się w styczniu, kiedy średnie ceny benzyny spadły według naszych szacunków o 4% m/m. Ceny odzieży i obuwiu również spadły (-1,0% m/m) z uwagi na początek sezonowych wyprzedaży. W pozostałych kategoriach nie zanotowano większych zmian.

▪ Szacujemy, że CPI pozostanie w nadchodzących miesiącach na bardzo niskim poziomie, m.in. z uwagi na benzynę i żywność. Podtrzymujemy naszą prognozę dotyczącą deflacji, która według nas może się utrzymać do III kw. 2016 r.

**Stabilny wzrost kredytów**

▪ Kredyty dla firm (dane skorygowane o wpływ kursu walutowego) wzrosły o 8,3% r/r w grudniu 2015 r. wobec 5,6% r/r w grudniu 2015 r. Przyspieszenie wzrostu kredytowania rozpoczęło się w II kw. 2015r., głównie dzięki przyspieszeniu wzrostu kredytów na nieruchomości (6,6% r/r w grudniu 2015r. wobec 0,8% w grudniu 2014 r.) i, w mniejszym stopniu, kredytów bieżących (6,5% r/r w grudniu 2015 r. wobec 5,0% r/r rok wcześniej). Kredyty inwestycyjne rosły przez cały rok w dość stabilnym tempie, na koniec roku osiągając 10% r/r.

▪ Wzrost akcji kredytowej dla gospodarstw domowych był wolniejszy i wyniósł 4,0% r/r w grudniu 2015 r. (wobec 4,2% r/r w grudniu 2014r.). Lekkie przyspieszenie zanotowały kredyty konsumpcyjne (6,8% r/r na koniec 2015 r. vs. 4,4% na koniec 2014 r.), natomiast wzrost kredytów hipotecznych spowolnił do 2,7% r/r z 3,8% r/r.

▪ Ankieta NBP nt. rynku kredytów pokazała, że kryteria kredytowe dla dużych firm mocno się zaostrzyły w IV kw. 2015r. z uwagi na oczekiwaną zmianę sytuacji kapitałowej banków oraz ryzyko branży. Banki spodziewają się dalszego zaostrzenia kryteriów dla dużych firm w I kw. 2016 r. Warunki kredytowania MSP nie zmieniły się i oczekiwany jest stabilny popyt na kredyty w tym sektorze.

▪ Jeśli chodzi o gosp. domowe, warunki kredytów hipotecznych zostały znacznie zaostrzone (marże w górę) z powodu zmian regulacji i prognozowanej sytuacji gospodarczej. Warunki dla kredytów konsumpcyjnych nie uległy zmianom oprócz nieznacznych podwyżek kosztów pozaodsetkowych. Spodziewane jest dalsze zaostrzenie warunków udzielania kr. hipotecznych i zmniejszenia na nie popytu, przy wzroście popytu na kredyty konsumpcyjne.

▪ Wzrost depozytów w 2015 r. był stabilny. Depozyty gospodarstw wzrosły w grudniu 2015 r. o 9,7% r/r wobec 10,1% r/r w grudniu 2014r. Kredyty dla przedsiębiorstw poszły w górę o 8,1% r/r w grudniu 2015r. wobec 7,4% r/r w grudniu 2014 r.

## Pod lupą: polityka pieniężna

### Najważniejsze fragmenty lutowego komunikatu RPP

Nasilają się obawy o możliwość dalszego osłabienia aktywności w gospodarkach wschodzących, co jest głównym ryzykiem dla światowej koniunktury. Z tego względu w ostatnim okresie obniżyły się ceny wielu aktywów na międzynarodowych rynkach finansowych. Osłabiły się także waluty rynków wschodzących, w tym kurs złotego.

Ceny ropy naftowej i innych surowców energetycznych utrzymują się na bardzo niskim poziomie. W efekcie, inflacja w wielu gospodarkach – w tym w strefie euro – pozostaje zbliżona do zera. Jednocześnie w niektórych gospodarkach rozwiniętych – w tym w USA – inflacja bazowa jest wyraźnie wyższa od dynamiki cen konsumpcyjnych.

W tych warunkach następuje dywergencja polityki pieniężnej pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a strefą euro. EBC kontynuuje zakupy aktywów finansowych, sygnalizując możliwość zwiększania skali ekspansji monetarnej w kolejnych miesiącach. Jednocześnie utrzymują się oczekiwania na dalsze podwyższenie stóp procentowych przez Rezerwę Federalną.

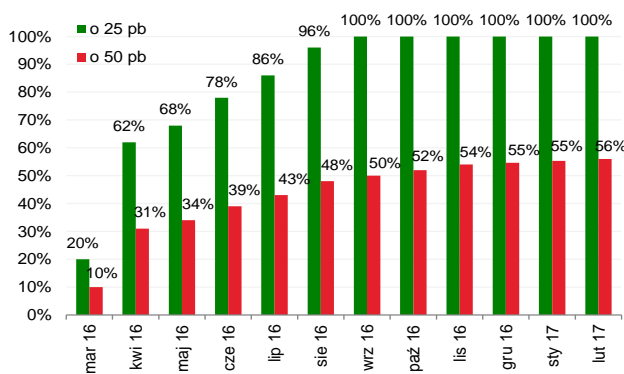
W Polsce, wstępne dane o rachunkach narodowych za 2015 r. wskazują na przyspieszenie dynamiki PKB w IV kw. Głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego pozostaje popyt krajowy, wspierany przez stabilny wzrost konsumpcji i rosnące inwestycje. Wzrostowi popytu sprzyja korzystna sytuacja na rynku pracy, pozytywne nastroje konsumentów, dobra sytuacja finansowa firm oraz wysokie wykorzystanie ich zdolności produkcyjnych.

Ze względu na wciąż ujemną lukę popytową, a także jedynie umiarkowaną dynamikę wynagrodzeń w gospodarce brak jest obecnie presji inflacyjnej. (...) Główną przyczyną utrzymywania się deflacji jest jednak silny spadek cen surowców energetycznych na rynkach światowych w ostatnich kwartałach. Oczekiwania inflacyjne są nadal bardzo niskie. Utrzymująca się deflacja nie wywiera jak dotychczas negatywnego wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych.

W ocenie Rady w najbliższych miesiącach dynamika CPI pozostanie ujemna ze względu na bardzo niski poziom cen surowców na rynkach światowych. Jednocześnie oczekiwane jest stopniowe przyspieszenie inflacji bazowej, czemu sprzyjać będzie stabilny wzrost gospodarczy, następujący w warunkach poprawy koniunktury w strefie euro i dobrej sytuacji na krajowym rynku pracy. Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, uznając, że w świetle dostępnych danych i prognoz obecny poziom stóp sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Pełniejsza ocena perspektyw kształtowania się dynamiki cen oraz wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach będzie możliwa po zapoznaniu się z marcową projekcją inflacji i PKB.

### Prawdopodobieństwo obniżki stóp NBP (w oparciu o stawki FRA z dn. 10 lutego)



### Ostatnie komentarze nowych członków RPP:

**Marek Chrzanowski, Reuters, 8 lutego;** Obecny poziom stóp procentowych gwarantuje równowagę makroekonomiczną i sprzyja stabilności polskiej gospodarki. Gdyby teraz RPP dokonała zmian w poziomie stóp naruszyłaby tę równowagę. Powinniśmy kontynuować dotychczasową politykę pieniężną.

**Eugeniusz Gatnar, Bloomberg, 8 lutego;** Musimy poczekać do nowej projekcji inflacji NBP, która będzie w marcu. Będziemy się jej przyglądać i ją analizować. Musimy też poczekać na efekty stymulacji fiskalnej, którą zapowiedział rząd. (...) Podażowy charakter deflacji w Polsce sprawia, że nie jest ona szkodliwa dla gospodarki, a wskaźniki dotyczące sprzedaży detalicznej, wzrostu kredytu i produkcji przemysłowej są dowodami na to, że koszt pieniądza jest właściwy. Nie ma potrzeby niestandardowych działań NBP.

**Jerzy Kropiwnicki, PAP, 19 stycznia;** W najbliższym czasie nie widzę konieczności zmiany ani celu inflacyjnego, ani stóp procentowych (...) tendencje deflacyjne będą w Polsce trwały dość długo. W kontekście redukcji stóp NBP jest ogromnie ważny argument. Wzrost gospodarczy w Polsce jest dość stabilny. Na ten moment deflacja nie jest szkodliwa dla gospodarki.

### RPP woli czekać.... Na projekcję?

Na lutowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian, zgodnie z oczekiwaniami. Komunikat nie uległ dużym zmianom, ale wskazał, że RPP jest mniej optymistyczna jeśli chodzi o perspektywy wzrostu inflacji w kolejnych miesiącach, sugerując złagodzenie nastawienia. Najprawdopodobniej znajdzie to odzwierciedlenie w nowej projekcji inflacji, która będzie wkrótce przygotowana przez Instytut Ekonomiczny NBP i będzie dostępna przed marcową decyzją RPP.

Rada w komunikacie lutowym powtórzyła sformułowanie z poprzedniego miesiąca, że „pełniejsza ocena perspektyw kształtowania się dynamiki cen oraz wzrostu gospodarczego w kolejnych kwartałach będzie możliwa po zapoznaniu się z marcową projekcją inflacji i PKB”. Prezes NBP Marek Belka powiedział, że obecnie nie widzi wzrostu szans na zmiany stóp NBP zarówno w górę jak i w dół. Jego zdaniem, otoczenie zewnętrzne jest niepewne, więc lepiej wstrzymać się ze zmianami w polityce pieniężnej, aby nie narażać polskiej gospodarki na dodatkowe szoki. Belka przyznał, że mylił się kiedy oczekiwał szybkiego zakończenia deflacji. Dodał, że wprowadzenie podatku bankowego będzie wzięte pod uwagę przy przygotowywaniu Raportu o Inflacji i może skutkować osłabieniem akcji kredytowej i niższymi inwestycjami.

Uważamy, że obniżenie ścieżki inflacji i wydłużenie oczekiwanego okresu trwania deflacji może przemawiać za delikatnym dostosowaniem stóp procentowych. Wciąż możliwa jest obniżka o 25 pb w marcu, a następnie stabilizacja stóp do końca roku. Warto pamiętać, że w marcu RPP ogłosi decyzję dzień po posiedzeniu EBC i poluzowanie polityki pieniężnej w strefie euro może być argumentem za podjęciem takiej decyzji także w Polsce. Z drugiej strony, istotnym argumentem w przeciwnym kierunku jest podwyższona zmienność na polskim rynku finansowym i w jej rezultacie słabszy złoty, czy to na skutek czynników globalnych (awersja do ryzyka) czy lokalnych (decyzja S&P).

### Komplet nowych członków w marcu

Trzech nowych członków RPP wybranych przez Senat – Marek Chrzanowski, Eugeniusz Gatnar i Jerzy Kropiwnicki – wzięło udział w lutowym posiedzeniu Rady. Nie wypowiedzieli się na konferencji po posiedzeniu, ale wyrazili swoje zdanie nt. polityki pieniężnej w mediach. Pozostałych dwoje członków – Eryk Łon i Grażyna Ancyparowicz, wybrani przez Sejm – nie zostali zaprzysiężeni przed lutowym posiedzeniem. Trzeci kandydat z Sejmu miał być wybrany przed końcem kadencji Anny Zielińskiej-Głębockiej (9 lutego), ale nieoczekiwanie PiS wycofał poparcie dla Henryka Wnorowskiego. Najbardziej prawdopodobnym kandydatem w jego miejsce jest Jerzy Żyżyński, poseł PiS.

Póki co nie ma żadnych informacji nt. kandydatów jakich zaproponuje prezydent Andrzej Duda (termin upływa 19 lutego). Wszyscy nowi członkowie powinni być jednak wybrani do marcowego posiedzenia RPP (przesuniętego na 11 z 9 marca z powodu wyjazdu Marka Belki). Niezależnie od tego czy zmiana terminu jest tylko zbiegiem okoliczności, Rada Polityki Pieniężnej spotka się dzień po decyzji EBC, a nie dzień przed, jak było planowane wcześniej.

Biorąc pod uwagę wypowiedzi nowych członków (w tabeli po lewej), nie jest zaskoczeniem, że – jak powiedział Belka na lutowej konferencji – „obecność nowych członków nie zmieniła konsensusu w Radzie”.

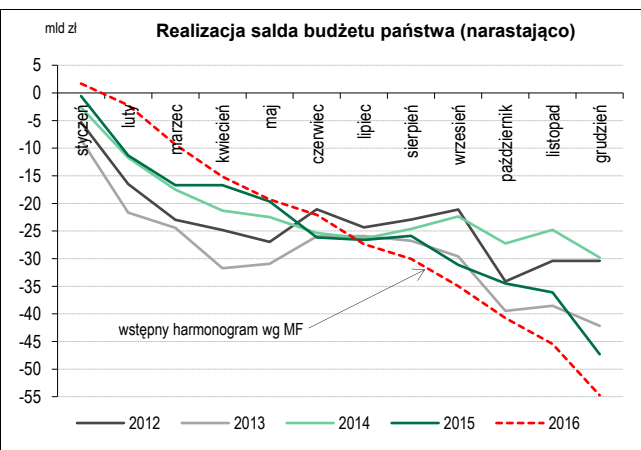
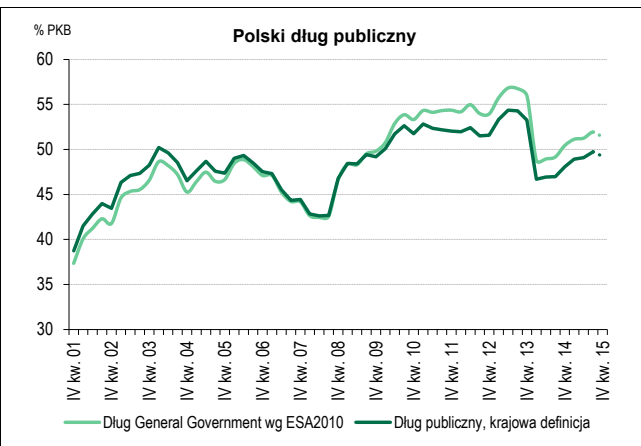
Chrzanowski, Gatnar i Kropiwnicki wydają się być zgodni, że polityka pieniężna powinna być prowadzona podobnie jak przez poprzednią Radę (nie ma potrzeby zmiany celu inflacyjnego, stopy procentowe są na odpowiednim poziomie). Jednakże, podkreślają jednocześnie istotność nowej projekcji NBP przy podejmowaniu decyzji odnośnie polityki pieniężnej.

## Pod lupą: polityka fiskalna

### Prognozy Komisji Europejskiej dla Polski

	2015	2016	2017
Wzrost PKB <sup>(a)</sup>	3,5	3,5	3,5
Spożycie indywidualne <sup>(a)</sup>	3,0	4,0	3,9
Nakłady na środki trwałe <sup>(a)</sup>	7,1	4,1	4,5
Stopa bezrobocia <sup>(b)</sup>	7,5	7,0	6,5
Inflacja HICP <sup>(a)</sup>	-0,7	0,6	1,7
Saldo obrotów bieżących <sup>(c)</sup>	-0,2	-0,7	-1,4
Saldo finansów publicznych <sup>(c)</sup>	-3,0	-2,8	-3,4
Strukturalne saldo fin.publ. <sup>(c)</sup>	-2,7	-3,2	-3,4
Dług publiczny <sup>(c)</sup>	51,4	52,5	53,5

(a) % r/r; (b) %, (c) % PKB



	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	10.02	zmiana od 15.01.16	zmiana od 31.12.15	10.02	zmiana od 15.01.16	zmiana od 31.12.15
Polska	286	37	56	91	8	16
Czechy	29	6	32	46	-4	-4
Węgry	334	45	55	164	-3	0
Grecja	1091	267	320	1323	286	332
Hiszpania	149	23	34	100	10	14
Irlandia	79	14	26	48	10	11
Portugalia	328	105	138	278	100	119
Włochy	140	34	43	134	39	44
Francja	37	-2	2	35	11	12
Niemcy				19	7	7

Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, Eurostat, BZ WBK

### KE prognozuje wyższy deficyt pomimo silnego wzrostu PKB

▪ Komisja Europejska (KE) opublikowała zimową edycję swoich prognoz gospodarczych. W przypadku Polski, Komisja przewiduje, że wzrost gospodarczy pozostanie na wysokim, stabilnym poziomie (3,5% zarówno w 2016, jak i w 2017 r.). Według prognoz, prywatna konsumpcja będzie głównym czynnikiem napędzającym wzrost gospodarczy i będzie wspierana przez wciąż poprawiające się wyniki na rynku pracy, jak również przez wzrost transferów rządowych, szczególnie w odniesieniu do nowego dodatku na dziecko. Komisja spodziewa się również umiarkowanego wzrostu inwestycji, jednak dostrzega ryzyko spowolnienia inwestycji, jeśli nowy podatek od aktywów bankowych spowoduje wzrost kosztów kredytów.

▪ Jeśli chodzi o prognozy fiskalne, eksperci Komisji spodziewają się deficytu sektora finansów publicznych na poziomie 3,0% PKB w 2015 r. (wzrost z 2,8% w prognozach opublikowanych jesienią 2015 r.), a następnie spadku do 2,8% w 2016 r. Na 2017 r. Komisja przewiduje wzrost deficytu fiskalnego do 3,4% PKB, chociaż w scenariuszu bazowym nie zostało ujęte wdrożenie dwóch kosztownych propozycji rządu: wyższa kwota wolna od podatku dla PIT-ów i niższy wiek emerytalny. Wejście tych planów w życie mogłoby skutkować dalszym pogarszaniem prognoz fiskalnych.

▪ Ministerstwo Finansów wydało komunikat, w którym stwierdziło, że rząd będzie respektować limit deficytu 3% PKB. Dodano, że szacunki Komisji nie uwzględniają planowanych działań jakie zostaną podjęte w celu zwiększenia wpływów podatkowych. Ministerstwo poinformowało, że szczegółowe informacje nt. planów rządu odnośnie polityki fiskalnej zostaną przedstawione w kwietniowej aktualizacji Programu Konwergencji.

### Brak poważnych zagrożeń dla budżetu na 2016 r.

▪ Nie ma jeszcze finalnych danych o wykonaniu budżetu za 2015 r., ale wg wstępnych informacji w Ministerstwa Finansów deficyt nie przekroczył 47 mld zł. Wygląda więc na to, że był on tylko 1 mld zł powyżej pierwotnych planów i tak jak pisaliśmy miesiąc temu grudnia rewizja ubiegłorocznego budżetu nie była tak naprawdę potrzebna.

▪ Według prasowych doniesień, wpływy z VATu były dość mocne na początku 2016 r. co może być skutkiem wzmocnienia popytu wewnętrznego – dane z rynku pracy pokazują kontynuację pozytywnych trendów. W dalszej części roku wpływy z VATu będą dodatkowo wsparte przez większe wydatki dzięki programowi „500+”. Ogólnie, nie sądzimy, aby realizacja deficytu budżetowego na ten rok była zagrożona.

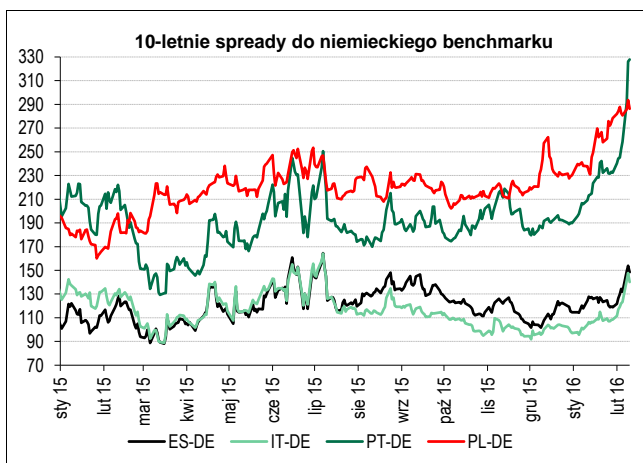
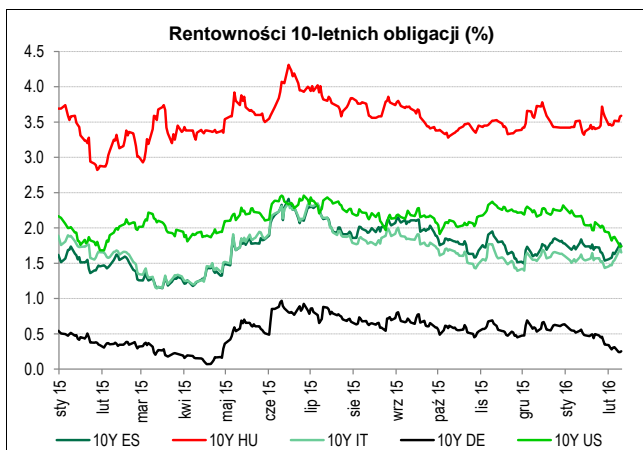
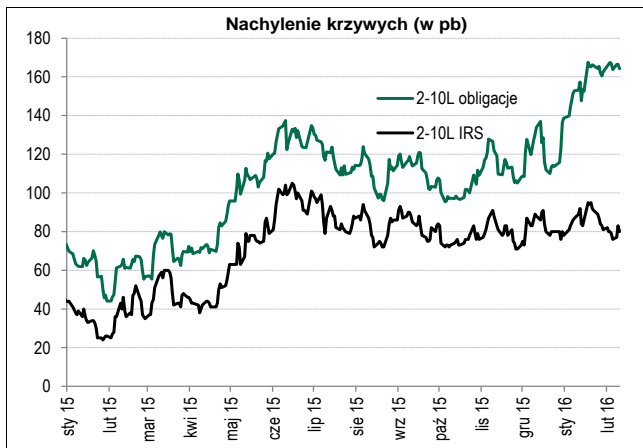
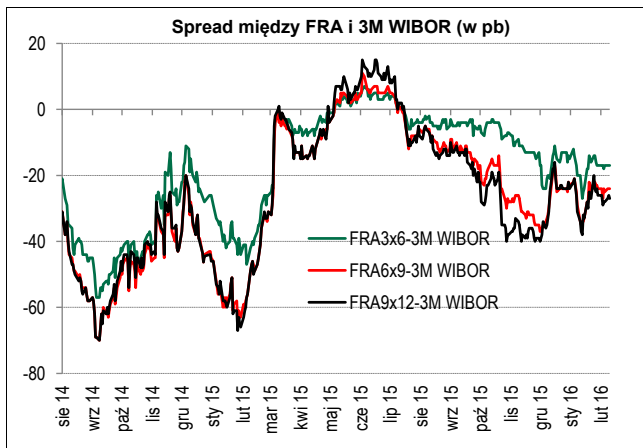
▪ Znacznie większa niepewność dotyczy roku 2017, kiedy znikną jednorazowe dochody (aukcja LTE, wysoki zysk NBP), a koszty rządowych propozycji wzrosną.

### Wciąż wysoki popyt na bezpieczne aktywa

▪ Przełom stycznia i lutego przyniósł globalny wzrost awersji do ryzyka. W konsekwencji popyt ponownie skierował się w stronę bezpiecznych aktywów. W konsekwencji rentowność 10L Bunda spadła do prawie 0,20%, a amerykańskiej 10-latki do 1,70% po raz pierwszy od roku. Dług krajów peryferyjnych osłabił się na kolejnej fali wzrostu awersji do ryzyka. W konsekwencji spread wobec niemieckich papierów rozszerzył się znacząco, głównie dla Grecji i Portugalii.

▪ Krótki koniec krzywych na rynkach bazowych jest dobrze zakotwiczone przez gołębią retorykę banków centralnych i oczekiwania na działania EBC w marcu. O ile rentowności na długim końcu krzywych powinny poruszać się w trendzie bocznym (wspierane przez popyt na bezpieczne aktywa), dług peryferii pozostanie bardziej zmienny. Sądzimy, że w średnim i długim terminie dalsze poluzowanie polityki monetarnej przez EBC i poprawa fundamentów powinny sprzyjać zacieśnieniu spreadów.

## Rynek stopy procentowej



Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, Bloomberg, BZ WBK

### Otoczenie globalne wspierające dla obligacji

- Gołębia retoryka EBC, dalsze poluzowanie monetarne przez Bank Japonii, ale również mniej gołębi Fed miały korzystny wpływ na polskie obligacje, które odrobiły całość strat poniesionych w połowie stycznia w wyniku obniżenia ratingu przez S&P. Dodatkowo trend spadkowy rentowności wsparły wyniki aukcji krajowego długu. W efekcie, rentowność 10-letniego benchmarku (DS0726) spadła tymczasowo poniżej 3,10% (vs 3,14% po decyzji S&P).

- W skali miesiąca, rynek obligacji zachowywał się słabiej niż IRS, co spowodowało rozszerzenie asset swap spreadów (dla sektora 10L spread ten wzrósł powyżej 80 pb po raz pierwszy od stycznia 2012 r.). Krzywe obligacji i IRS spłaszczyły się, w ślad za rynkami bazowymi. Jednakże premia za ryzyko mierzona spreadem do Bunda w sektorze 10L zwiększyła się znacząco na początku lutego. Spread ten rozszerzył się do ok. 290 pb, najwyższego poziomu od lutego 2014 r.

- Na rynku pieniężnym, stawki WIBOR spadły nieznacznie w skali miesiąca (o 2-6 pb wzdłuż krzywej), podczas gdy stawki FRA spadły o 7-22 pb. Inwestorzy wycofali się ze swoich oczekiwań na szybkie i znaczące poluzowanie monetarne w pierwszych miesiącach 2016 r. po niezbyt gołębiach wypowiedziach nowych członków RPP. Obecnie rynek wycenia obniżkę stop procentowych w perspektywie 6 miesięcy i nie spodziewa się obniżki stóp o 50 pb.

### Sfinansowanie 50% potrzeb pożyczkowych po marcu realne

- Plany emisyjne na luty są umiarkowane. W tym miesiącu resort finansów planuje uplasować obligacje o wartości do 14 mld zł. Pierwszą lutową aukcję można uznać za duży sukces. Ministerstwo sprzedało 2-latkę OK1018 i 10-latkę DS0726 o łącznej wartości 9 mld zł (na aukcji regularnej i dodatkowej, nieco więcej niż pierwotnie planowana oferta). Zgłoszony popyt na aukcji był solidny i na obu aukcjach wyniósł prawie 15 mld zł (w tym 3 mld zł na aukcji uzupełniającej). Znaczny popyt na 10-latkę potwierdza, że obniżenie ratingu nie miało drastycznego wpływu na popyt na polskie obligacje ze strony niezrzydentów (choć miało wpływ na ceny polskich obligacji, które zachowywały się słabiej niż inne rynki rozwijające się). Szacujemy, że po pierwszej aukcji w lutym tegoroczne potrzeby pożyczkowe netto są pokryte w ok. 36%.

- Bieżące otoczenie rynkowe jest wciąż sprzyjające dla rynku obligacji. W związku z tym uważamy, że sfinansowanie tegorocznych potrzeb pożyczkowych brutto na poziomie 50% na koniec I kw. jest realistyczne.

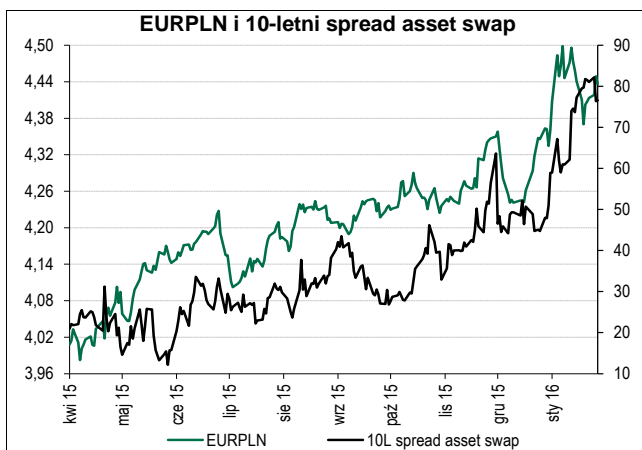
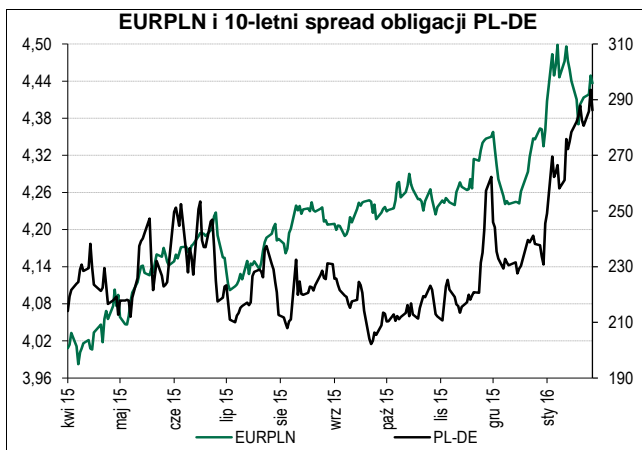
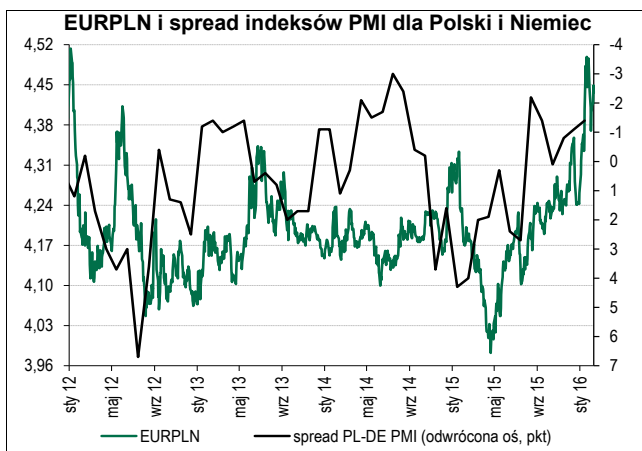
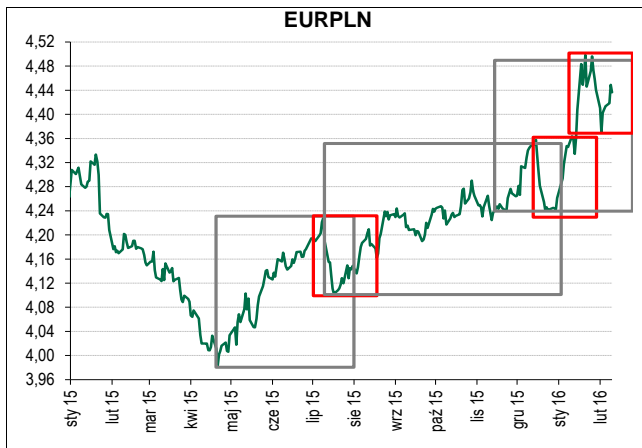
### Banki centralne wciąż w centrum uwagi

- Uważamy, że wciąż istnieje możliwość poluzowania polityki monetarnej przez RPP w marcu, choć obecne osłabienie złotego jest głównym czynnikiem ryzyka dla takiego scenariusza. Spodziewamy się, że stawki WIBOR pozostaną względnie stabilne w nadchodzących tygodniach.

- Uważamy, że jest miejsce na umocnienie na krótkim końcu krzywych. Taki scenariusz wspierają perspektywy inflacyjne (wydłużający się okres deflacji) i możliwość obniżki stóp NBP. Dodatkowo, stopniowa zamiana przez banki komercyjne bonów NBP na bony skarbowe, krótkoterminowe obligacje o stałym oprocentowaniu i/lub obligacje o zmiennym oprocentowaniu powinna również wspierać umocnienie krótkiego końca.

- Środek i długi koniec krzywych pozostaną bardzo zmienne i wrażliwe na czynniki globalne. Nastroje na rynkach światowych są bardzo kruche i presja ze strony podwyższonego ryzyka politycznego w kraju utrzymuje się. Jednakże w krótkim terminie jest możliwość umocnienia jeśli nastroje poprawią się. Wciąż obowiązuje scenariuszami na najbliższe tygodnie/miesiące są dość stroma krzywa i wysoka premia za ryzyko. W średnim terminie średnio i długoterminowy dług pozostaną pod presją niepewności politycznej oraz ryzyka kolejnych obniżek ratingu Polski przez inne agencje ratingowe.

## Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, Markit, BZ WBK

## Złoty w tyle za innymi walutami wschodzącymi

▪ Po słabym początku roku złoty odrobił część strat do euro i kurs EURPLN spadł przejściowo do 4,37 dzięki gołym sygnałom z EBC i dalszemu poluzowaniu polityki pieniężnej przez bank centralny Japonii. Co ciekawe, pierwszy wykres pokazuje, że już po raz trzeci EURPLN nie zdołał obniżyć się bardziej niż o 14-15 groszy i zostać niżej na dłużej.

▪ Od początku roku waluty regionu CEE radzą sobie lepiej niż te z Ameryki Południowej, ale jednocześnie złoty pozostaje w tyle za forintem, czeską koroną czy rumuńskim lejem. Deprecjacji krajowej waluty towarzyszy rozszerzanie się spreadu do Bunda i spreadów asset swap, co sugeruje że rosnąca premia za ryzyko ogranicza potencjał do umocnienia złotego w warunkach lepszego nastroju na globalnym rynku. 10-letnie spready do Bunda rozszerzyły się także w przypadku długu z peryferii strefy euro – 35 pb dla Hiszpanii, 45 pb dla Włoch, 26 pb dla Irlandii vs. 56 pb dla Polski – co sugeruje, że ostatnie wydarzenia na scenie politycznej i obniżka ratingu przez S&P mogła zmienić postępowanie polskich aktywów przez inwestorów zagranicznych. Warto zauważyć dywergencję w trendach aktywności ekonomicznej Polski i Niemiec. Indeksy PMI dla przemysłu podążają w przeciwnym kierunku, a szczegółowe dane dla Polski pokazują słabszy popyt wewnętrzny, podczas gdy zamówienia eksportowe są wciąż silne. Sądzymy, że pogorszenie indeksów aktywności dla Polski może być tylko tymczasowe i w naszej ocenie popyt krajowy i eksport powinny pozostać w tym roku mocne.

▪ W najbliższych tygodniach zaplanowano istotne wydarzenia w kraju. RPP ogłosi decyzję ws. stóp dzień po decyzji EBC o tym czy zwiększyć program stymulacji gospodarki. Ostatnie wypowiedzi nowych członków RPP sprawiły, że jesteśmy mniej przekonani, że w marcu stopy NBP zostaną obcięte, ale jeżeli EBC rozszerzy zakres działań na początku przyszłego miesiąca, wtedy Rada dostałaby kolejny – poza przedłużającą się deflacją – argument za obniżkami stóp. Wg nas, efekt netto tych dwóch decyzji może być na korzyść złotego – wydaje się, że EBC zbyt mocno ostatnio sugerował konieczność dalszych działań, aby teraz nie podjąć takiej decyzji, podczas gdy krajowa RPP może nie obniżyć stóp NBP w marcu, bowiem raczej nie sugerowała ostatnio takiej możliwości.

▪ W marcu KNF ma przedstawić szacunki strat jakie banki mogą ponieść wskutek przewalutowania hipotecznych kredytów walutowych wg obecnego projektu ustawy. Wg NBP, prezydencki propozycja mogłaby kosztować banki 44 mld zł i byłaby zagrażać stabilności systemu bankowego. Obawy o krajowe banki były jednym z istotnych powodów osłabienia złotego w ostatnich tygodniach więc ogłoszenie KNF będzie z uwagą śledzone przez inwestorów.

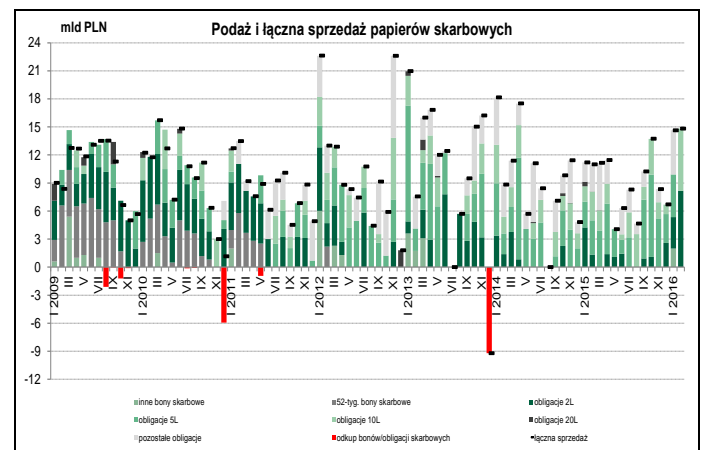
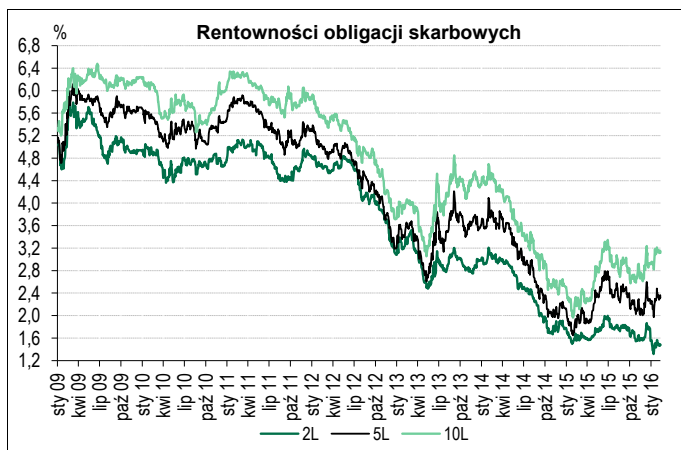
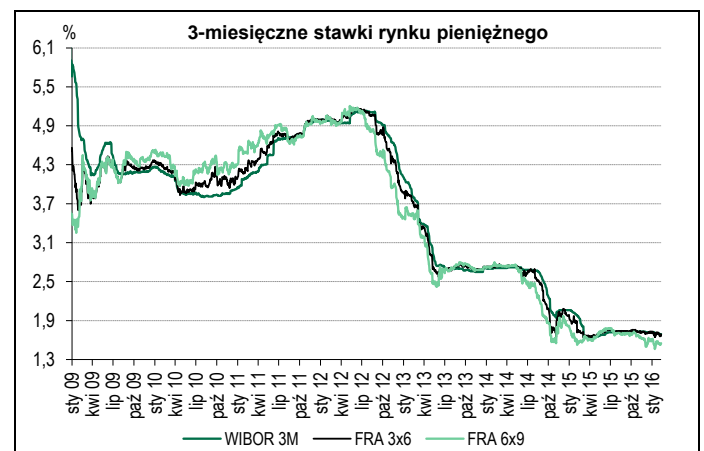
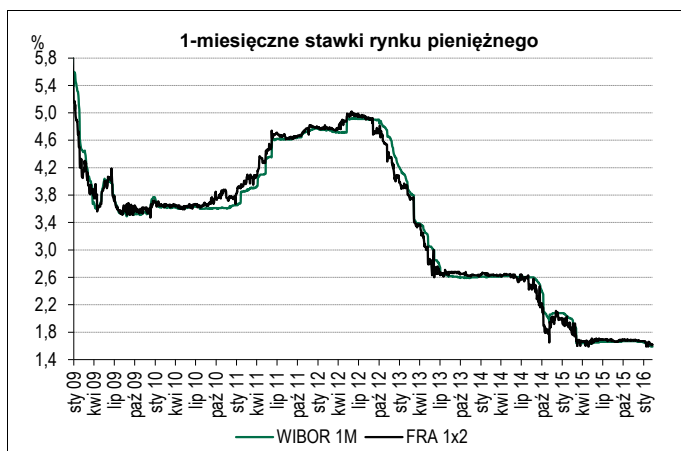
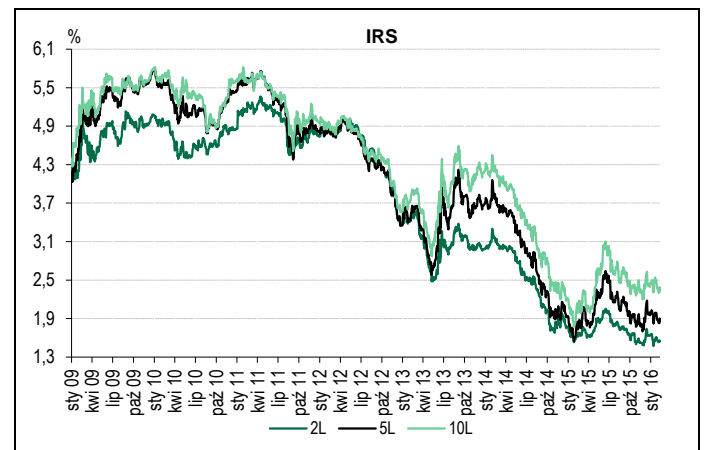
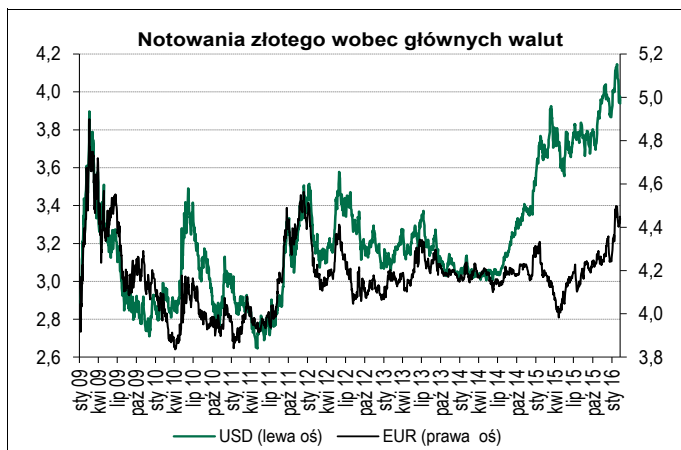
▪ Nie spodziewamy się dalszej deprecjacji złotego i oczekujemy raczej stabilizacji EURPLN poniżej ostatnich szczytów. Wciąż silna gospodarka (z możliwym dalszym wzmocnieniem konsumpcji prywatnej w trakcie roku), niższe szanse na obniżki stóp NBP oraz duże szanse na dalsze poluzowanie polityki pieniężnej przez EBC powinny pozwolić złotemu odrobić część strat, chociaż być może w mniejszym stopniu niż innym walutom z rynków wschodzących.

## Mniejsze szanse na podwyżki stóp Fed osłabiają dolara

▪ EURUSD wzrósł w lutym powyżej 1,13 w wyniku obawy o Chiny, słabych danych z USA i słów szefa Fed w Nowym Jorku, który powiedział że obecne warunki rynkowe są dużo słabsze niż jeszcze w grudniu, kiedy to FOMC podniósł stopy procentowe.

▪ Obecnie rynek nie widzi zbyt dużych szans na podwyżki stóp Fed w tym roku (poniżej 30% szans na podwyżkę o 25 pb do grudnia) i wg nas potencjał do dalszej deprecjacji dolara z tego powodu jest ograniczony. Wygląda też na to, że rynek wycenił już podjęcie dodatkowych działań przez EBC w marcu, więc sądzymy, że EURUSD mógłby teraz się lekko obniżyć. Dalej jednak oczekujemy aprecjacji euro w dalszej części roku.

# Monitor rynku



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

miesiąc	I przetarg				II przetarg			Przetarg zamiany			
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	Obligacje	sprzedaż
Luty '15	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							
listopad	26.11	EUR20160201**	Do 1 mld €	730 mln €							
grudzień									8.10	DS1015/OK0116	PS0421/DS0726
styczeń '16	07.01	PS0421	2500-4500	4555,0	28.01	OK1018/WZ0120/WZ0126	5000-8000	8074,0	19.11	OK0116/PS0416	WZ0120/PS0421/DS0726
	lut	04.02	OK1018/DS0726	4500-7500	9011,2	18.02	Do ogłoszenia	2000-6000	10.12	OK0116/PS0416	OK0717/PS0421/DS0726

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



## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>8 lutego</b> DE: Produkcja przemysłowa (XII) CZ: Produkcja przemysłowa (XII)	<b>9</b> DE: Eksport (XII)	<b>10</b>	<b>11</b> HU: CPI (I)	<b>12</b> <b>PL, DE, HU: Pierwszy szacunek PKB (IV kw.)</b> <b>PL: CPI (I)</b> <b>PL: Bilans płatniczy (XII)</b> CZ: CPI (I) EZ: Produkcja przemysłowa (XII) US: Sprzedaż detaliczna (I) US: Wstępny Michigan (II)
<b>15</b>	<b>16</b> <b>PL: Płace i zatrudnienie (I)</b> CZ: Pierwszy szacunek PKB (IV kw.) DE: Indeks ZEW (II)	<b>17</b> <b>PL: Produkcja przemysłowa (I)</b> <b>PL: Sprzedaż detaliczna (I)</b> US: Rozpoczęte budowy domów (I) US: Pozwolenia na budowę (I) US: Produkcja przemysłowa (I) US: Minutes FOMC	<b>18</b> <b>PL: Minutes RPP</b> US: Indeks Philly Fed (II)	<b>19</b> US: CPI (I)
<b>22</b> DE: Wstępny PMI – przemysł (II) EZ: Wstępny PMI – przemysł (II)	<b>23</b> <b>PL: Stopa bezrobocia (I)</b> DE: Indeks Ifo (II) DE: PKB (IV kw.) HU: Decyzja banku centralnego US: Indeks nastrojów konsumentów (II) US: Sprzedaż domów (I)	<b>24</b> US: Sprzedaż nowych domów (I)	<b>25</b> EZ: HICP (I) US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (I)	<b>26</b> US: Drugi szacunek PKB (IV kw.) US: Dochody osobiste (I) US: Wydatki konsumentów (I) US: Indeks Michigan (II)
<b>29</b> <b>PL: PKB (IV kw.)</b> <b>PL: Wstępny CPI (II)</b> <b>PL: Oczekiwania inflacyjne (II)</b> EZ: Wstępny HICP (II) US: Niezakończona sprzedaż domów (I)	<b>1 marca</b> <b>PL: PMI – przemysł (I)</b> CN: PMI – przemysł (I) DE: PMI – przemysł (I) EZ: PMI – przemysł (I) US: ISM – przemysł (I)	<b>2</b> US: Raport ADP (II) US: Beżowa księga Fed	<b>3</b> DE: PMI – usługi (II) EZ: PMI – usługi (II) US: ISM – usługi (II) US: Zamówienia przemysłowe (I)	<b>4</b> CZ: PKB (IV kw.) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (II) US: Stopa bezrobocia (II)
<b>7</b> DE: Zamówienia przemysłowe (I)	<b>8</b> DE: Produkcja przemysłowa (I) HU: CPI (II) HU: PKB (IV kw.)	<b>9</b> CZ: CPI (II)	<b>10</b> EZ: Decyzja EBC DE: Eksport (I)	<b>11</b> <b>PL: Decyzja RPP</b>
<b>14</b> EZ: Produkcja przemysłowa (I) <b>PL: Podaż pieniądza (II)</b>	<b>15</b> <b>PL: CPI (II)</b> <b>PL: Bilans płatniczy (I)</b> CZ: Produkcja przemysłowa (I) US: Sprzedaż detaliczna (II)	<b>16</b> <b>PL: Płace i zatrudnienie (II)</b> <b>PL: Inflacja bazowa (II)</b> US: Rozpoczęte budowy domów (I) US: Pozwolenia na budowę (I) US: CPI (II) US: Produkcja przemysłowa (II) US: Decyzja FOMC	<b>17</b> <b>PL: Produkcja przemysłowa (II)</b> <b>PL: PPI (II)</b> <b>PL: Sprzedaż detaliczna (II)</b> <b>PL: Minutes RPP</b> EZ: HICP (II)	<b>18</b> US: Wstępny Michigan (III)

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Bloomberg

## Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2016 roku

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

		sty 15	lut 15	mar 15	kwi 15	maj 15	cze 15	lip 15	sie 15	wrz 15	paź 15	lis 15	gru 16	sty 16	lut 16
PMI	pkt.	55,2	55,1	54,8	54,0	52,4	54,3	54,5	51,1	50,9	52,2	52,1	52,1	50,9	50,6
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,6	5,0	8,8	2,4	2,8	7,4	3,8	5,3	4,0	2,4	7,8	6,7	1,7	6,3
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	1,3	-0,3	2,9	8,5	1,3	-2,5	-0,1	4,8	-2,5	-5,2	1,2	-0,3	-5,4	-5,5
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	0,1	-1,3	3,0	-1,5	1,8	3,8	1,2	-0,3	0,1	0,8	3,3	4,9	4,8	5,0
Stopa bezrobocia	%	11,9	11,9	11,5	11,1	10,7	10,2	10,0	9,9	9,7	9,6	9,6	9,8	10,3	10,3
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw <sup>a</sup>	% r/r	3,6	3,2	4,9	3,7	3,2	2,5	3,3	3,4	4,1	3,3	4,0	3,1	3,9	3,9
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2	1,4	1,6	1,6
Eksport (w euro)	% r/r	4,4	10,9	14,3	8,6	7,8	10,6	5,2	8,1	3,0	3,0	12,6	9,8	2,9	6,3
Import (w euro)	% r/r	-2,1	3,9	8,7	7,7	0,5	10,3	7,3	6,7	5,2	-2,9	5,4	5,7	9,3	10,8
Bilans handlowy	mIn EUR	639	526	485	-117	500	-165	-726	-150	19	499	756	-160	-162	-34
Rachunek bieżący	mIn EUR	-228	93	1 054	929	928	-963	-1 110	-654	-768	-163	620	-1 144	-888	-646
Rachunek bieżący	% PKB	-1,7	-1,5	-1,3	-0,9	-0,7	-0,4	-0,5	-0,3	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,5	-0,7
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-0,6	-11,3	-16,7	-16,7	-19,6	-26,1	-26,6	-25,9	-31,1	-34,5	-36,1	-47,3	1,7	-2,2
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	1,3	24,6	36,2	36,2	42,6	56,7	57,7	56,1	67,6	74,8	78,4	102,6	-3,1	4,0
Inflacja (CPI)	% r/r	-1,4	-1,6	-1,5	-1,1	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	0,6	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3	0,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-2,8	-2,8	-2,5	-2,7	-2,1	-1,4	-1,8	-2,7	-2,8	-2,3	-1,8	-0,8	-0,5	-0,3
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	8,6	8,7	8,9	7,2	7,6	8,3	8,6	7,3	8,4	9,1	9,4	9,1	9,4	9,6
Zobowiązania	% r/r	9,1	9,0	9,2	7,8	7,8	8,7	8,8	7,7	8,9	9,2	9,7	9,1	9,5	10,0
Należności	% r/r	8,0	7,7	7,8	6,4	7,7	7,9	7,9	7,6	7,9	7,7	7,0	6,9	6,6	6,8
EUR/PLN	PLN	4,28	4,18	4,13	4,02	4,08	4,16	4,15	4,19	4,22	4,25	4,25	4,29	4,41	4,40
USD/PLN	PLN	3,68	3,68	3,81	3,73	3,66	3,71	3,78	3,77	3,75	3,78	3,96	3,95	4,06	4,03
CHF/PLN	PLN	3,96	3,93	3,89	3,88	3,93	3,98	3,96	3,89	3,86	3,91	3,92	3,96	4,03	3,99
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	2,00	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 3M	%	2,03	1,92	1,67	1,65	1,67	1,70	1,72	1,72	1,72	1,73	1,73	1,72	1,71	1,68
Rentowność obligacji 2L	%	1,60	1,60	1,62	1,60	1,74	1,91	1,82	1,79	1,79	1,65	1,58	1,71	1,46	1,45
Rentowność obligacji 5L	%	1,82	1,88	1,99	1,98	2,38	2,68	2,45	2,40	2,43	2,18	2,10	2,28	2,24	2,24
Rentowność obligacji 10L	%	2,21	2,20	2,32	2,36	2,83	3,20	3,00	2,88	2,91	2,66	2,73	2,93	3,04	3,09

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	1 656,3	1 719,1	1 790,8	1 852,2	414,6	432,2	438,6	505,5	426,2	445,1	452,9	528,0
PKB	% r/r	1,3	3,3	3,6	3,5	3,7	3,3	3,5	3,8	3,4	3,4	3,6	3,7
Popyt krajowy	% r/r	-0,7	4,9	3,4	4,0	2,9	3,1	3,2	4,2	4,6	3,8	4,0	3,6
Spożycie indywidualne	% r/r	0,2	2,6	3,1	4,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,8	4,6	4,8
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-1,1	9,8	6,1	3,4	11,5	6,1	4,6	5,0	4,0	4,0	3,0	3,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	2,3	3,4	4,8	5,8	5,3	3,9	4,3	6,0	5,0	6,9	6,7	4,7
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-10,3	4,3	0,3	-3,5	1,4	1,9	0,5	-1,5	-5,4	-3,5	-3,6	-2,4
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	2,6	3,1	1,5	7,3	0,7	1,4	0,4	3,2	5,4	5,5	9,1	9,1
Stopa bezrobocia <sup>b</sup>	%	13,4	11,4	9,8	9,0	11,5	10,2	9,7	9,8	10,0	9,1	8,8	9,0
Place brutto w gospodarce narodowej <sup>a</sup>	% r/r	3,4	3,6	3,3	5,1	4,1	3,1	3,0	3,2	4,0	5,4	5,3	5,8
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	-1,1	0,2	0,8	1,0	0,8	0,8	0,7	0,8	1,1	1,0	1,0	0,7
Eksport (w euro)	% r/r	5,7	6,4	8,1	9,2	9,8	9,0	5,3	8,3	7,5	9,0	10,0	10,3
Import (w euro)	% r/r	0,2	8,3	4,6	11,0	3,5	6,2	6,4	2,5	11,0	11,0	11,0	11,0
Bilans handlowy	mIn EUR	-335	-3 255	2 111	-728	1 651	216	-851	1 095	345	-614	-1 363	904
Rachunek bieżący	mIn EUR	-5 031	-8 303	-1 450	-3 931	900	864	-2 527	-687	-406	-113	-3 048	-365
Rachunek bieżący	% PKB	-1,3	-2,0	-0,3	-0,9	-1,3	-0,4	-0,5	-0,3	-0,6	-0,9	-1,0	-0,9
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-4,0	-3,2	-3,1	-3,3	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	0,9	0,0	-0,9	-0,1	-1,5	-0,9	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4	-0,3	0,6
Inflacja (CPI) <sup>b</sup>	% r/r	0,7	-1,0	-0,5	1,0	-1,5	-0,8	-0,8	-0,5	-0,6	-0,3	0,0	1,0
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	1,2	0,6	0,3	0,6	0,4	0,3	0,3	0,2	0,4	0,5	0,5	0,9
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,3	-1,5	-2,2	0,0	-2,7	-2,1	-2,4	-1,6	-0,5	-0,9	0,4	0,8
Podaż pieniądza (M3) <sup>b</sup>	% r/r	6,2	8,2	9,1	4,9	8,9	8,3	8,4	9,1	8,1	7,0	6,0	4,9
Zobowiązania <sup>b</sup>	% r/r	6,6	9,0	9,1	4,4	9,2	8,7	8,9	9,1	7,9	6,7	5,6	4,4
Należności <sup>b</sup>	% r/r	3,5	7,2	6,9	5,4	7,8	7,9	7,9	6,9	6,6	6,2	5,8	5,4
EUR/PLN	PLN	4,20	4,18	4,18	4,34	4,20	4,09	4,19	4,26	4,39	4,31	4,36	4,32
USD/PLN	PLN	3,16	3,15	3,77	3,88	3,72	3,70	3,77	3,90	4,02	3,88	3,86	3,76
CHF/PLN	PLN	3,41	3,45	3,92	3,78	3,93	3,93	3,90	3,93	3,98	3,80	3,73	3,62
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	2,50	2,00	1,50	1,25	1,50	1,50	1,50	1,50	1,25	1,25	1,25	1,25
WIBOR 3M	%	3,02	2,52	1,75	1,50	1,87	1,67	1,72	1,73	1,62	1,45	1,45	1,46
Rentowność obligacji 2L	%	2,98	2,46	1,70	1,47	1,61	1,75	1,80	1,65	1,44	1,43	1,45	1,55
Rentowność obligacji 5L	%	3,46	2,96	2,21	2,45	1,90	2,35	2,43	2,19	2,24	2,35	2,53	2,67
Rentowność obligacji 10L	%	4,04	3,49	2,69	3,25	2,24	2,79	2,93	2,77	3,08	3,17	3,30	3,45

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 10.02.2016 r. zostało przygotowane przez:

### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

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

Email: [ekonomia@bzwbk.pl](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)