

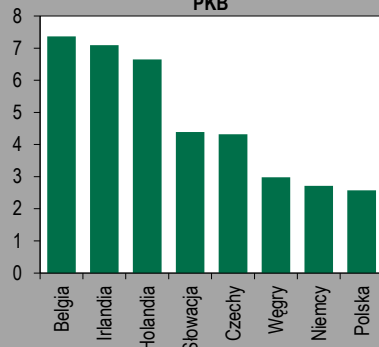
MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

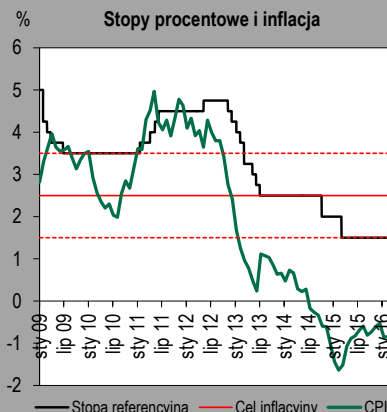
Marzec 2016

Amunicja jest, ale nie chcą strzelać

Eksport do Wielkiej Brytanii jako % PKB



Stopy procentowe i inflacja



W tym miesiącu:

Brexit – co by było, gdyby	2
Gospodarka Polski	4
Pod lupą: polityka pieniężna	6
Pod lupą: polityka fiskalna	8
Rynek stopy procentowej	9
Rynek walutowy	10
Monitor rynku	11
Kalendarz makroekonomiczny	12
Dane i prognozy ekonomiczne	13

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40
 email: ekonomia@bzwbk.pl Strona www: skarbk.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

■ Wzrost gospodarczy w Polsce utrzymuje się na solidnym poziomie: w IV kw. 2015 przyspieszył do 3,9% r/r, a w 2016 r. powinien się naszym zdaniem utrzymać średnio na poziomie 3,5%. Głównym motorem wzrostu w kolejnych kwartałach będzie zapewne konsumpcja prywatna, wspierana przez niezły wzrost dochodów z pracy i nowe dodatki na dzieci (rządowy program 500+). Jednocześnie, wzrost inwestycji może spowolnić (za sprawą niższych wydatków sektora publicznego oraz większej ostrożności firm w sektorze prywatnym), a kontynuacja szybkiego wzrostu eksportu może być zagrożona jeżeli wzrost gospodarczy w strefie euro zacznie hamować. Niepewność nt. perspektyw gospodarki światowej rośnie i wydaje się, że to może być głównym zagrożeniem dla tempa wzrostu w Polsce. Ryzyko opuszczenia UE przez Wielką Brytanię (tzw. Brexit) – więcej na ten temat piszemy w tym miesiącu na stronach 2-3 – dodatkowo komplikuje przewidywanie przyszłej sytuacji. OECD niedawno obniżyła prognozy dla gospodarki światowej, a MFW zasygnalizował, że może zrobić to samo w kwietniu. Jeśli te tendencje będą kontynuowane, może to wpłynąć negatywnie na popyt zagraniczny na polskie towary i usługi, obniżając wzrost gospodarczy.

■ Kompletowanie nowego składu Rady Polityki Pieniężnej prawie dobiegło końca (na stronie 7 prezentujemy krótką charakterystykę członków obecnej RPP). Nowa Rada w marcu pozostawiła stopy procentowe bez zmian, mimo iż nowa projekcja NBP wskazuje, że inflacja nie powróci do celu do końca 2018 r. i pomimo tego, że Europejski Bank Centralny dzień przed decyzją RPP złagodził swoją politykę pieniężną w większej skali niż oczekiwano. Polski bank centralny najwyraźniej chce „oszczędzić amunicję” na wypadek nieprzewidzianego pogorszenia sytuacji. Naszym zdaniem dwa czynniki, które mogłyby spowodować obniżenie stóp procentowych w najbliższej przyszłości to: (1) znaczące spowolnienie gospodarcze, (2) znaczny napływ kapitału portfelowego na polski rynek (wyraźne umocnienie złotego). Spodziewamy się utrzymania solidnego wzrostu gospodarczego i widzimy raczej ograniczoną przestrzeń do umocnienia polskiej waluty, dlatego nie spodziewamy się, aby stanowisko RPP zmieniło się istotnie w kolejnych miesiącach. Następną projekcję banku centralnego będzie dostępna w lipcu, kiedy Marka Belkę zastąpi na stanowisku nowy prezes NBP (zapewne Adam Glapiński). Niemniej, biorąc pod uwagę, że tym razem wyniki projekcji nie były zbyt ważne dla RPP i większość członków Rady nie wydaje się skłonna do zmiany poglądów, nie sądzimy, aby ten czynnik miał się stać decydujący w dalszej części roku.

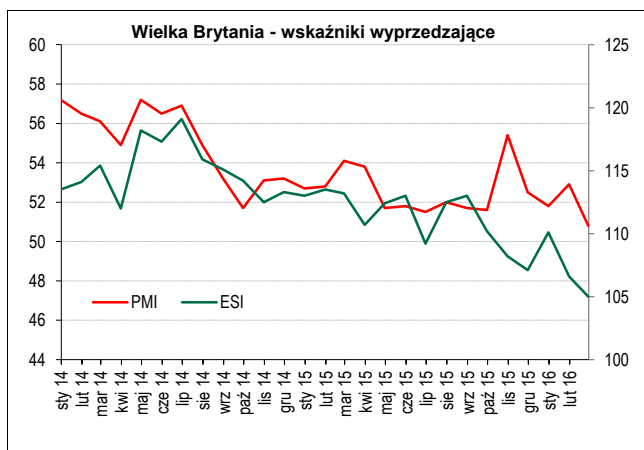
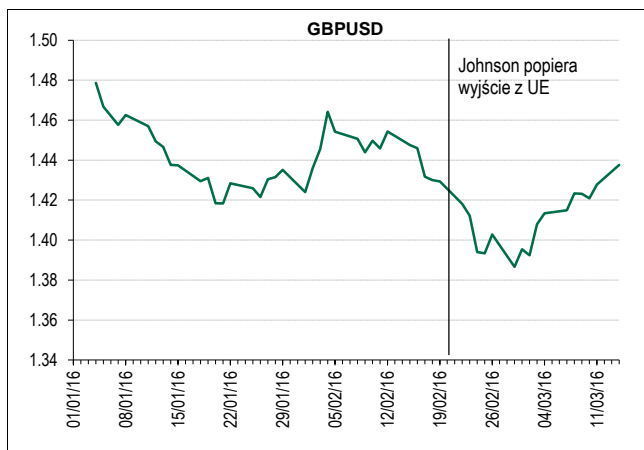
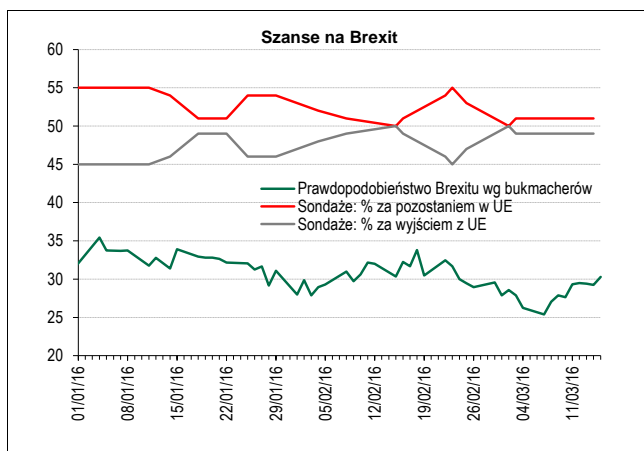
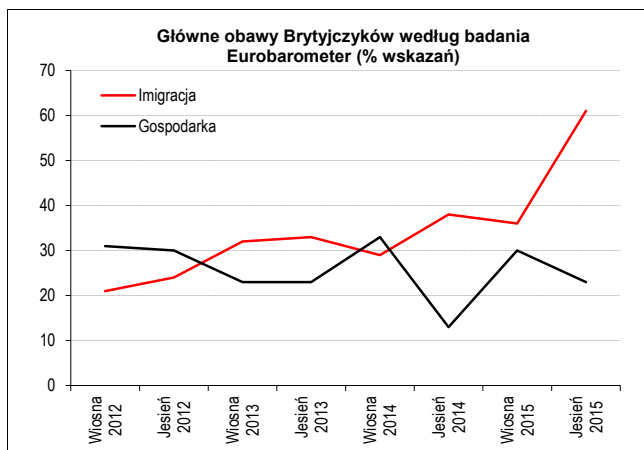
■ Polskie obligacje i złoty umocniły się dość znacznie w ostatnich tygodniach, w sytuacji gdy inwestorzy przygotowywali się na znaczne złagodzenie polityki pieniężnej przez EBC, a krajowe ryzyko polityczne i fiskalne zeszło na dalszy plan. Naszym zdaniem tempo aprecjacji złotego będzie trudne do utrzymania, ponieważ nastroje na światowych rynkach pozostają zmienne, w związku z czym zakładamy, że EURPLN może pozostać w przedziale 4,25-4,35 na przełomie pierwszego i drugiego kwartału. Jeśli chodzi o rynek długu, naszym zdaniem oczekiwania obniżek stóp w Polsce powinny osłabnąć, ale krótki koniec krzywej rentowności będzie wspierany popytem ze strony banków (efekt podatku bankowego). Jeśli chodzi o środek i długi koniec krzywej, widzimy pole do dalszego zawężenia spreadu do Bundów, szczególnie jeśli na świecie będzie dominował nastrój 'risk-on' po posiedzeniach EBC i Fed.

Na rynku finansowym 15 marca 2016 r.:

Stopa depozytowa NBP	0,50	WIBOR 3M	1,67	EURPLN	4,2824
Stopa referencyjna NBP	1,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	1,44	USDPLN	3,8649
Stopa lombardowa NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	2,14	CHFPLN	3,9107

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 15.03.2016 r.

Brexit – co by było, gdyby



Czemu może dojść do Brexitu?

- 23 czerwca 2016 r. obywatele brytyjscy zdecydowali, czy chcą, żeby ich kraj wystąpił z Unii Europejskiej. Tak zwany Brexit prawdopodobnie miałby znaczny wpływ na gospodarkę Wielkiej Brytanii, całej Unii i Polski.
- Wielka Brytania zawsze była dość sceptyczna wobec idei integracji europejskiej, zarówno jeśli chodzi o polityków, jak i mieszkańców tego kraju (udział przeciwników Unii fluktuował w okolicach 50% od samego wejścia Wielkiej Brytanii do UE od 1973). Brytyjczycy martwili się przede wszystkim o sprawy gospodarcze i utratę suwerenności. Z tego powodu zapewnili sobie specjalne zapisy traktatowe (np. w 1984 r. obniżka wpłat do budżetu, w 1992 r. możliwość niewprowadzania euro i przepisów socjalnych). Obecnie jednak co innego nurtuje mieszkańców Wielkiej Brytanii – imigracja. Według badania Eurobarometer, jest to ich zdaniem najważniejszy obecnie problem w ich kraju. Jest to dość duża zmiana nastawienia Brytyjczyków, przecież ich państwo jako jedno z niewielu w starej Unii od początku było otwarte na imigrację z nowych krajów członkowskich. Ta zmiana poglądów doprowadziła do wzmocnienia głosów za wyjściem z UE i do zarządzenia referendum w sprawie Brexitu.

Czy Brexit jest prawdopodobny?

- Badania opinii wskazują na przewagę zwolenników pozostania Wielkiej Brytanii w UE, jest ona jednak nieduża. Bukmacherzy wyceniają prawdopodobieństwo Brexitu na ok. 30% i ta wycena jest dość stabilna co najmniej od 6 miesięcy. To pokazuje, że prawdopodobieństwo Brexitu jest znaczące, ale nie jest on bazowym scenariuszem.

Efekt przed referendum

- Okres przed referendum będzie prawdopodobnie charakteryzował się zwiększoną zmiennością rynkową, a rynki będą reagowały na wiadomości wpływające na prawdopodobieństwo Brexitu. Niektóre aktywa będą szczególnie podatne na informacje tego typu, na przykład kurs funta brytyjskiego, który mocno zareagował chociażby na decyzję Borisa Johnsona (konserwatywnego burmistrza Londynu) o przystąpieniu do obozu przeciwników UE.

- Jeśli zaś chodzi o aktywność gospodarczą, wskaźniki wyprzedzające dla Wielkiej Brytanii obniżyły się ostatnio, ale wynikało to z niższego popytu z gospodarek wschodzących (np. Brazylii i Rosji) i na razie brak jest dowodów na to, że perspektywa referendum wpływa na aktywność gospodarczą w Wielkiej Brytanii.

Efekt po referendum

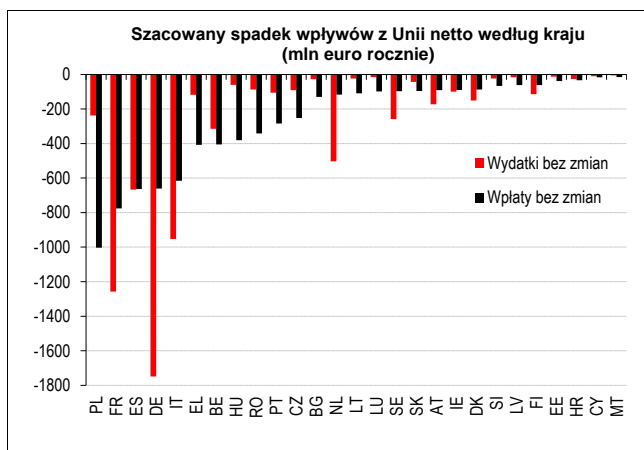
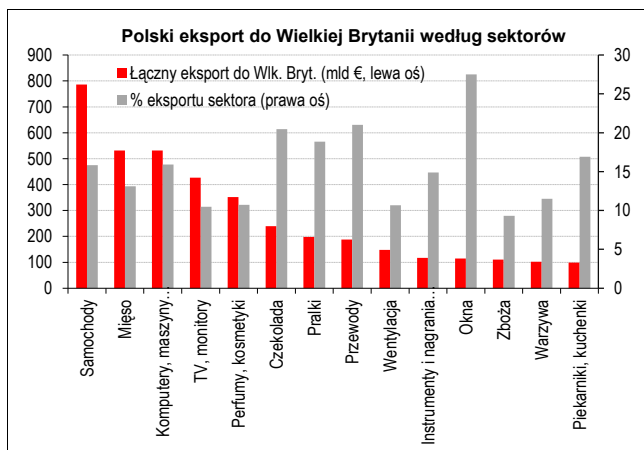
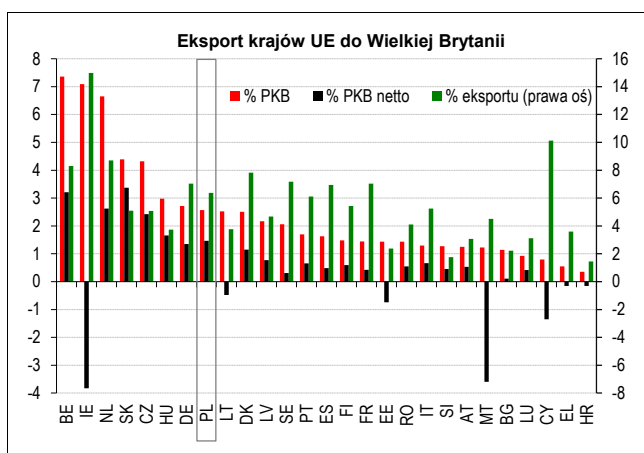
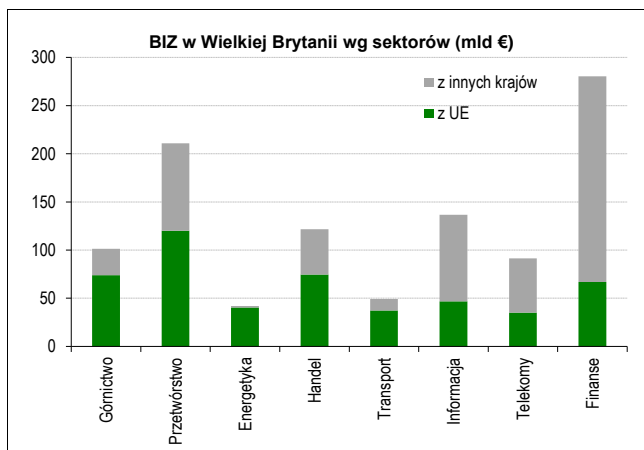
- Zwycięstwo opcji wyjścia z UE spowodowałoby wzrost niepewności na europejskich rynkach i w gospodarce. Możliwe są różne scenariusze np. Brexit może spowodować referendum w Szkocji, co może nawet doprowadzić do rozpadu Wielkiej Brytanii.

- Brexit oznaczałby konieczność renegotjacji umów handlowych, a to byłby czasochłonny proces, który mógłby spowodować zaburzenia w wymianie handlowej. Ok. 43% eksportu Wielkiej Brytanii trafia do UE (dane za 2014 r.), więc taki rozwój wydarzeń na pewno zaważyłby na brytyjskiej gospodarce, która ucierpiałaby zresztą mocniej niż UE, która wysyła ok. 7% swoich towarów na Wyspy. Jednak naszym zdaniem całkowite przerwanie więzów handlowych nie jest zbyt prawdopodobne i zakładamy, że Wielka Brytania dogada się z UE w sprawie umów handlowych przed faktycznym Brexitem. Jednak nawet jeśli założymy, że nie dojdzie do poważniejszych zaburzeń w handlu, to wzrost niepewności może przełożyć się na spowolnienie gospodarcze w Wielkiej Brytanii, co rykoszetem uderzy w inne kraje.

- Ponadto, Wielka Brytania to istotny odbiorca inwestycji bezpośrednich z krajów UE, które są właścicielami aż 48% wartości BIZ w tym kraju (520,6 mld euro w 2013 r.). Jednym z głównych odbiorców inwestycji z UE i jednocześnie filarem wzrostu PKB w Wielkiej Brytanii (8% wartości dodanej w 2014 r.) są usługi finansowe. Nie można wykluczyć, że ta działalność wyprowadzi się z londyńskiego City i przeniesie się do innego kraju UE w razie Brexitu.

Źródła: Eurobarometer, What UK Thinks, oddschecker.com, Bloomberg, Eurostat, Markit, BZ WBK

Brexit – co by było, gdyby



Źródła: Eurostat, Komisja Europejska, BZ WBK

▪ Nawet przy założeniu braku istotnego wpływu na handel, wysoka niepewność po Brexicie oznaczałaby zawieszenie planów inwestycyjnych i wstrzymanie zatrudniania, co skutkowało by spowolnieniem gospodarczym w Wielkiej Brytanii, które częściowo przeniosłoby się na całą Unię Europejską. Naszym zdaniem, w krótkim okresie Brexit miałby ujemny wpływ na brytyjską gospodarkę, w związku z czym spowodowałby deprecjację brytyjskiego funta wobec dolara. Brexit prawdopodobnie spowodowałby także wzrost obaw, że kolejne państwa będą chciały wyjść z Unii Europejskiej, więc osłabiłby euro wobec dolara. Wyższa awersja do ryzyka miałaby też ujemny wpływ na złotego.

Handel między Polską a Wielką Brytanią

▪ Wielka Brytania to jeden z najważniejszych partnerów handlowych Polski i trzeci największy odbiorca polskich towarów (10,6 mld euro w 2014 r.). Ekspozycja polskiego eksportu na Wielką Brytanię jest powyżej średniej w UE i wynosi 2,6% polskiego PKB oraz 6,4% polskiego eksportu ogółem (dane za 2014 r.). Polska ma też silnie pośrednie związki z Wielką Brytanią, na przykład poprzez Niemcy, które wysyłają aż 7% swoich towarów na Wyspy. Polski import z Wielkiej Brytanii to równowartość 1,1% PKB (4,6 mld euro w 2014 r.). Polska kupuje w Wielkiej Brytanii sporo dóbr pośrednich i kapitałowych, które są kluczowe dla przetwórstwa i działalności inwestycyjnej.

▪ Polski bilans handlowy z Wielką Brytanią jest dodatni i wynosi 1,5% PKB (piąta najwyższa wartość w całej UE). Powyższe liczby pokazują, że zerwanie więzów handlowych z Wielką Brytanią odjęłoby kilka punktów procentowych z polskiego wzrostu PKB, zwłaszcza, że znalezienie nowych rynków nie byłoby takie łatwe, biorąc pod uwagę możliwość spowolnienia w całej Unii Europejskiej.

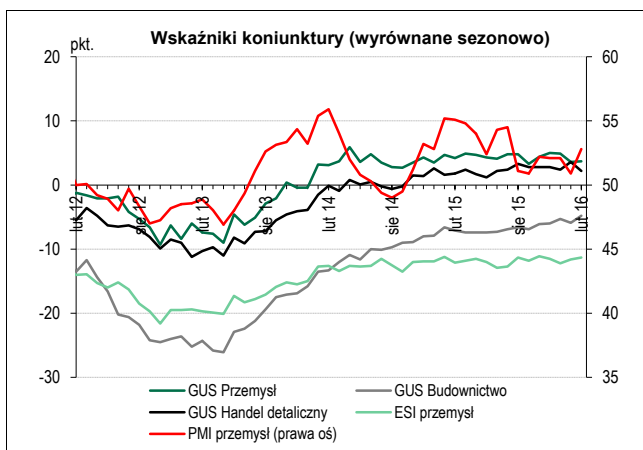
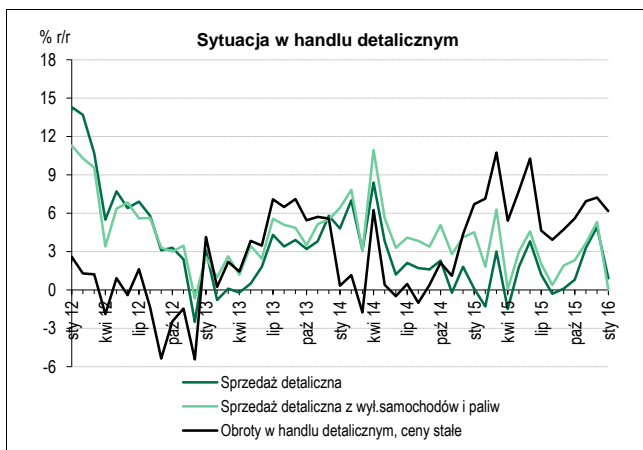
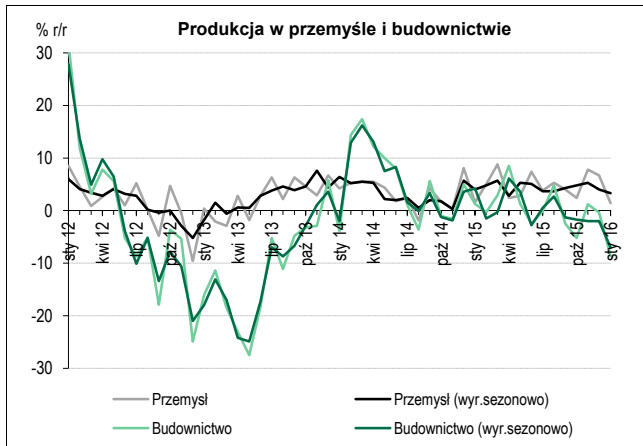
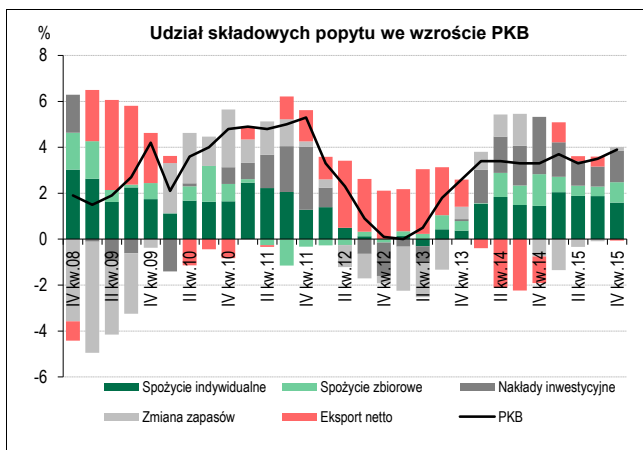
▪ Sektory polskiej gospodarki, które procentowo eksportują najwięcej do Wielkiej Brytanii, to: samochody, żywność (zwłaszcza mięso, warzywa i czekolada) oraz dobra konsumpcyjne (zwłaszcza trwałe). Polski przemysł żywnościowy jest skoncentrowany przede wszystkim na rynku krajowym (ok. 20-25% produkcji przetwórstwa żywności jest sprzedawane za granicę), w dodatku popyt na żywność jest acykliczny, więc ten sektor jest dość odporny na zakłócenia. Jednakże pozostałe dwa są mocno zależne od popytu z zagranicy i procykliczne – przemysł samochodowy uzyskuje aż 75% przychodu z eksportu, a przemysł urządzeń elektrycznych ponad 60%.

Co z budżetem UE?

▪ Wskutek Brexitu Wielka Brytania wypadłaby z budżetu UE, co oznaczałoby konieczność przebudowy perspektywy finansowej na lata 2014-2020. Polska to istotny odbiorca środków z EU, poniżej próbujemy zatem oszacować potencjalny efekt takiej przebudowy na podstawie danych o budżecie UE w 2014 r.

▪ W 2014 r. roczne składki państw członkowskich do budżetu UE były warte łącznie 133 mld euro, z czego prawie 10% pochodziło z Wielkiej Brytanii. Jeśli założymy, że UE po wyjściu Wielkiej Brytanii będzie chciała utrzymać wydatki bez zmian i sfinansować je wyższymi składkami, które musiałyby urosnąć o 6% (zachowując dotychczasowe proporcje poszczególnych krajów), to saldo Polski netto z UE obniżyłoby się do 13,2 mld euro z 13,5 mld (czyli o 1,8% lub o 0,06% PKB). W innej wersji, UE może pozostawić składki bez zmian i obciążyć wydatki, też o 6%. W takim scenariuszu saldo Polski netto obniżyłoby się do 12,5 mld euro (7,4% czyli 0,24% PKB). W takim przypadku, Polska straciłaby najwięcej w ujęciu nominalnym w całej Unii Europejskiej. Niezależnie od tego, który wariant jest bardziej prawdopodobny, wyjście Wielkiej Brytanii z UE oznaczałoby potrzebę renegotjacji budżetu na 2014-2020. Kluczowa będzie zatem siła negocjacyjna każdego z państw, co w praktyce oznacza, że Polska mogłaby sporo stracić.

Gospodarka Polski



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

Mocny wzrost na koniec 2015...

W IV kw. 2015 PKB wzrósł 3,9% r/r, potwierdzając wstępny szacunek z połowy lutego. Wzrost gospodarczy napędzany był popytem krajowym (który wzrósł o 4% r/r, najmocniej w ub.r.), głównie dzięki przyspieszeniu inwestycji (+4,9% r/r) i rosnącym zapasom. Wzrost konsumpcji prywatnej ustabilizował się na 3,1% r/r, podczas gdy wkład eksportu netto był neutralny (przyspieszył zarówno eksport, jak i import).

Grudniowe dane o bilansie płatniczym potwierdziły dobre wyniki handlu zagranicznego. Eksport zaskoczył pozytywnie, sięgając 13,8 mld € (wzrost o 12,1% r/r), a import był poniżej prognoz i wyniósł 13,5 mld € (wzrost o 3,8% r/r). W styczniu tempo wzrostu eksportu i importu obniżyło się (odpowiednio do -0,4% r/r i 0,1% r/r), ale mogło to wynikać w dużym stopniu z efektów kalendarzowych, więc spodziewamy się ożywienia dynamiki obrotów w handlu zagranicznym w kolejnych miesiącach.

... ale umiarkowane spowolnienie możliwe na początku 2016

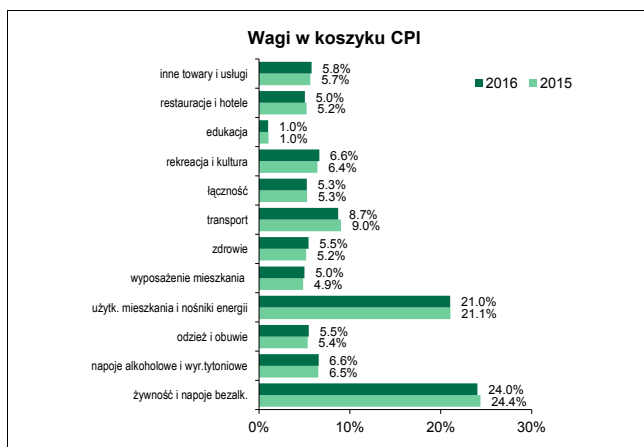
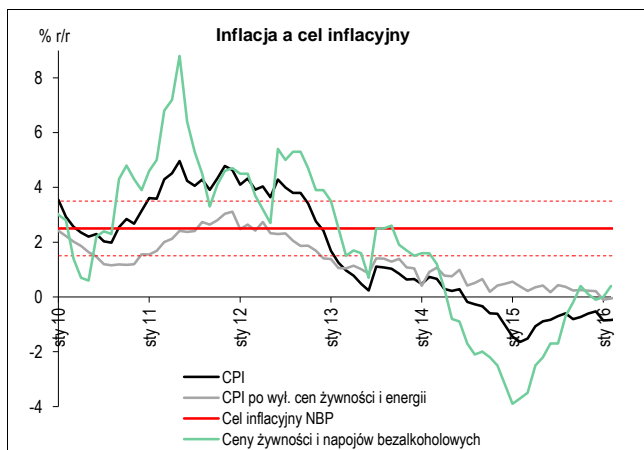
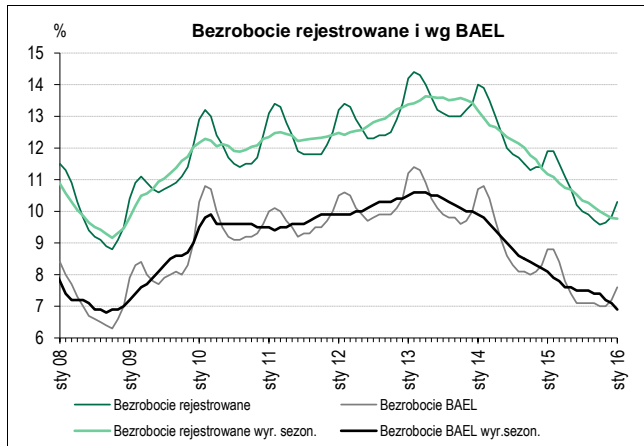
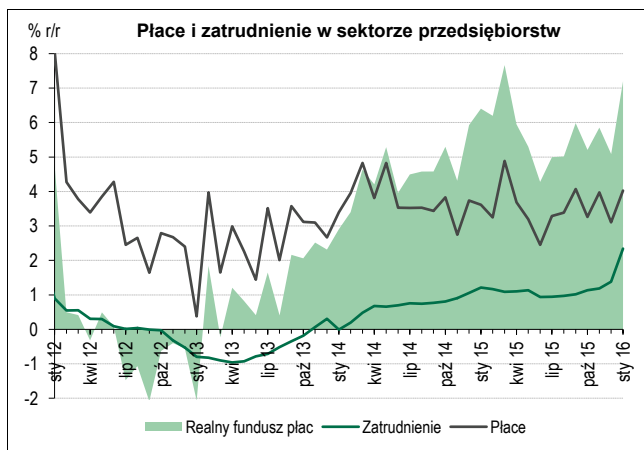
Miesięczne dane wskazują, że początek 2016 r. przyniósł pewne spowolnienie wzrostu. W styczniu produkcja przemysłowa wyhamowała do 1,4% r/r z 6,8% r/r w grudniu, a produkcja budowlana skurczyła się o 8,6% r/r wobec -0,3% r/r na koniec roku. Aktywność w przemyśle była pod negatywnym wpływem mniejszej liczby dni roboczych, ale nawet po uwzględnieniu tego efektu styczniowe odczyty pokazały pewne spowolnienie. Wg nas dane o produkcji budowlanej mogły być zakłócone przez czynniki jednorazowe.

Styczniowa sprzedaż detaliczna też rozczarowała rosnąc realnie o 3,1% r/r, wolniej niż 7% r/r w grudniu. GUS ponownie dokonał zmian w kategoriach „żywność” i „pozostałe” i po dwóch miesiącach powrócił do pierwotnej klasyfikacji. W efekcie, sprzedaż żywności wzrosła o 2,9% r/r z -6% r/r, a „pozostałe” spadły o 1,4% r/r po wzroście o 33,5% r/r. Co więcej, sprzedaż samochodów zanotowała istotne spowolnienie do 4,6% r/r z 19,7% r/r w grudniu. Ogólnie, uważamy, że spowolnienie sprzedaży w styczniu to jedynie wynik czynników jednorazowych.

Wskaźniki wyprzedzające sugerują dość optymistyczne perspektywy dla wzrostu w kolejnych miesiącach. Indeksy nastroju w przemyśle i budownictwie odbiły nieco w lutym po serii spadków. Lutowy PMI dla przemysłu zaskoczył mocno na plus rosnąc pierwszy raz od października i osiągając 52,8 pkt, najwyższy poziom od lipca. Tak istotna poprawa możliwa była dzięki odbiciu nowych zamówień i produkcji (oba subindeksy znalazły się najwyższej od siedmiu miesięcy). Te dane wspierają naszą prognozę wzrostu produkcji o 5,3% r/r (blisko konsensusu 5,5% r/r). Oczekujemy też pewnej poprawy w budownictwie ze skalą spadku mniejszą niż w poprzednim miesiącu (nasza prognoza -6,1% r/r, konsensus -4,9% r/r).

Podsumowując, spodziewamy się spowolnienia tempa wzrostu PKB w I kw. do 3,4% r/r, ale i tak nadal będzie to dość solidny wynik. Utrzymujemy nasze całoroczne prognozy bez zmian – wzrost o średnio 3,5% r/r w 2016 r. Głównym silnikiem wzrostu będzie konsumpcja prywatna, która prawdopodobnie przyspieszy w kolejnych kwartałach (znacznie powyżej 4% r/r w drugiej połowie br. z 3,5% r/r prognozowanych na pierwszą połowę) dzięki silnemu rynkowi pracy i programowi „500+”. Tempo wzrostu inwestycji może nieco spowolnić (w skutek mniejszych nakładów sektora publicznego i większej ostrożności prywatnych przedsiębiorców), podczas gdy wkład eksportu netto będzie lekko negatywny (import wzrośnie szybciej niż eksport). Wolniejszy wzrost gospodarczy w strefie euro wydaje się być głównym czynnikiem ryzyka dla tempa wzrostu polskiego PKB. Aktywność w Europie pogorszyła się istotnie na początku roku i kontynuacja tych tendencji może osłabić zagraniczny popyt na polskie towary.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, BZ WBK

Rynek pracy coraz silniejszy

▪ W styczniu zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 2,3% r/r z 1,4% r/r w grudniu. Co roku w styczniu GUS aktualizuje populację badanych przedsiębiorstw zatrudniających w poprzednim roku więcej niż 9 osób. Tym razem zatrudnienie zaskoczyło na plus rosnąc o 77 tys. m/m, co jest najlepszym wynikiem dla stycznia od 2011 i trzecim najlepszym w ostatnich 15 latach. Wynik pokazuje, że w 2015 popyt na pracowników rósł nie tylko w dużych firmach, ale także w tych małych. Spodziewamy się spowolnienia tempa wzrostu zatrudnienia w dalszej części roku z powodu kurczenia się zasobów siły roboczej (napływ imigrantów, głównie z Ukrainy, może ten proces nieco osłabić).

▪ Place w sektorze przedsiębiorstw wzrosły w styczniu o 4,0% r/r z 3,1% r/r w grudniu, blisko naszych oczekiwań. Oczekujemy utrzymania styczniowego wyniku w kolejnych miesiącach lub nawet pewnego przyspieszenia w związku z rosnącą siłą negocjacyjną pracowników. Realne tempo wzrostu funduszu wynagrodzeń wyniosło w styczniu 7,3% r/r, najwyższe od marca 2015.

▪ Stopa bezrobocia rejestrowanego wzrosła w styczniu do 10,3% i wg szacunków MRPiPS nie zmieniła się w lutym. Były(by) to najniższe wyniki dla stycznia i lutego od 1991 r. Odsezonowana stopa bezrobocia wg BAEL spadła w styczniu do 6,9%, najniższej od października 2008. Liczba osób szukających pracy wyniosła 1,2 mln, tj. 200 tys. mniej niż roku temu. Opierając się na tych danych szacujemy, że zatrudnienie wzrosło w styczniu 2,3% r/r, najmocniej od czterech lat. Jest to kolejny pozytywny sygnał z rynku pracy, po 2,3% r/r wzroście w sektorze przedsiębiorstw, sugerujący że na początku roku firmy nie tracą optymizmu i że wzrost gospodarczy pozostaje solidny.

Głębsza deflacja na początku roku

▪ Wskaźnik inflacji ponownie zaskoczył na początku roku. W styczniu inflacja CPI wyniosła -0,9% r/r, a w lutym -0,8% r/r.

▪ Zmiany wag w koszyku inflacyjnym, które GUS publikuje co roku, obniżyły wskaźnik inflacji dość znacząco (przed publikacją nowych wag wstępny szacunek styczniowego wskaźnika inflacji kształtował się na poziomie -0,7% r/r). W porównaniu z poprzednim rokiem najbardziej spadła waga cen żywności i napojów bezalkoholowych (o 0,32pp), transportu (o 0,30pp) oraz restauracji i hoteli (o 0,2pp). Najbardziej wzrosły wagi cen w kategorii zdrowie (0,25pp), rekreacja i kultura (0,21pp), wyposażenie mieszkania (0,14pp).

▪ Na podstawie danych o CPI szacujemy, że inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła -0,1% r/r zarówno w styczniu, jak i w lutym br., tj. kształtowała się na najniższym poziomie od dekady. Tak niski poziom inflacji wskazuje, że wciąż jest brak presji inflacyjnej mimo silnego wzrostu popytu krajowego oraz osłabienia złotego w ostatnich miesiącach.

Podtrzymujemy prognozę, wg której stopa inflacji pozostanie poniżej zera do końca III kwartału br. Warto przypomnieć, że do niedawna większość prognozujących oczekiwała deflacji do końca 2015 r. czy też do początku 2016 r., a to oznacza, że okres deflacji wydłużył się znacząco. Inflacja bazowa może również pozostać na niskim poziomie na dłużej – wg naszych szacunków może przez najbliższe pół roku oscylować w pobliżu zera i dopiero pod koniec roku przewidujemy jej lekki wzrost.

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragmenty marcowego komunikatu RPP

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany, przy czym w ostatnim okresie wzrosła niepewność dotycząca perspektyw światowej gospodarki. W strefie euro trwa ożywienie gospodarcze, choć głównym czynnikiem wzrostu pozostaje popyt konsumpcyjny, przy niskiej dynamice inwestycji i eksportu. W Stanach Zjednoczonych po kilku latach ożywienia gospodarczego, w II połowie ub.r. dynamika PKB obniżyła się i utrzymuje się ryzyko dalszego osłabienia aktywności w tej gospodarce. W Chinach z kolei w dalszym ciągu obniża się tempo wzrostu gospodarczego, podczas gdy Rosja i Brazylia pozostają w recesji. Obawy o możliwość dalszego osłabienia aktywności w gospodarkach wschodzących oraz ryzyko jego przełożenia na aktywność w gospodarkach rozwiniętych są obecnie głównym czynnikiem niepewności dla światowej koniunktury.

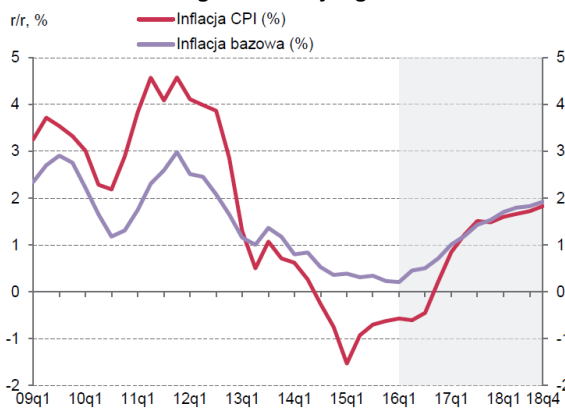
W Polsce utrzymuje się stabilny wzrost gospodarczy, a dane za IV kw. potwierdziły nawet nieznaczne przyspieszenie dynamiki PKB. Głównym czynnikiem wzrostu PKB pozostaje popyt krajowy, wspierany przez stabilny wzrost konsumpcji i rosnące inwestycje. Wzrostowi popytu sprzyja korzystna sytuacja na rynku pracy, pozytywne nastroje konsumentów, dobra sytuacja finansowa firm, wysokie wykorzystanie ich zdolności produkcyjnych oraz wzrost akcji kredytowej.

Ze względu na wciąż ujemną lukę popytową, a także jedynie umiarkowaną dynamikę nominalnych wynagrodzeń w gospodarce nie ma presji inflacyjnej. Roczna dynamika cen konsumpcyjnych oraz cen produkcji pozostają ujemne. 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 kwartałach dynamika CPI pozostanie ujemna ze względu na wcześniejszy silny spadek cen surowców na rynkach światowych. Jednocześnie oczekiwane jest stopniowe przyspieszenie inflacji bazowej, czemu sprzyjać będzie stabilny wzrost gospodarczy, w tym oczekiwany wzrost dynamiki popytu konsumpcyjnego wspierany rosnącym zatrudnieniem, prognozowanym przyspieszeniem płac oraz zwiększeniem świadczeń społecznych. Jednocześnie źródłem niepewności dla gospodarki jest ryzyko pogorszenia koniunktury na świecie.

Rada podtrzymuje ocenę, że w świetle dostępnych danych i prognoz obecny poziom stóp sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Prognoza inflacji wg NBP



Subiektywny indeks restrykcyjności członków RPP:

(na ile prawdopodobne jest poparcie obniżki stóp NBP w najbliższej przyszłości)

Zubelewicz		mniej prawdopodobne
Hardt		
Chrzanowski		
Ancyparowicz		
Kropiwnicki		
Belka		
Osiatyński		
Gatnar		
Łon		
Żyżyński		bardziej prawdopodobne

Źródła: NBP, BZ WBK

Nowa RPP kontynuuje starą politykę

▪ Rada Polityki Pieniężnej pozostawiła stopy procentowe bez zmian (stopa referencyjna na poziomie 1.50%), pomimo znacznie niższej ścieżki inflacyjnej w nowej projekcji NBP (szczegóły niżej).

▪ RPP powtórzyła stwierdzenie, że „obecny poziom stóp sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną”. Prezes NBP Marek Belka potwierdził przy tym, że RPP nadal stosuje strategię bezpośredniego celu inflacyjnego, pomimo tego, że nowa projekcja nie przewiduje powrotu inflacji do celu do końca 2018 r., a RPP nie podjęła w związku z tym żadnych działań.

▪ Widzimy dwa czynniki, które mogą w przyszłości spowodować zmianę polityki pieniężnej (obniżkę stóp): 1. Istotne spowolnienie gospodarki (Belka przyznał, że „dobrze jest mieć trochę amunicji” na taką okoliczność), 2. Konsekwencje decyzji EBC dla polskiego rynku finansowego (mocniejszy złoty, który obniżyłby perspektywy inflacji). Jako że wciąż spodziewamy się solidnego wzrostu PKB (co jest zgodne z projekcją NBP) i nie widzimy zbyt wiele miejsca dla dalszej aprecjacji złotego, w związku z tym nie spodziewamy się zmiany nastawienia RPP w kolejnych miesiącach. Uważamy także, że rynek powinien wycofać się z wyceniania obniżki stóp w 2016 r.

▪ Kolejna projekcja będzie dostępna w lipcu, kiedy w NBP będzie już nowy prezes (Marka Belkę zastąpi najprawdopodobniej Adam Glapiński, do niedawna członek RPP). Jednak biorąc pod uwagę, że obecna projekcja nie była zbyt istotna dla członków RPP i nie są oni chętni do zmiany swojego stanowiska, nie uważamy, że będzie to istotny argument w lipcu.

Raport o Inflacji: wyższe PKB, niższa inflacja

▪ Projekcja NBP pokazała nieznacznie wyższą centralną ścieżkę PKB i niższą inflacji CPI. W ocenie NBP, wzrost gospodarczy przyspieszy do 3,8% w latach 2016-2017 (głównie w wyniku implementacji rządowego programu 500+, który może dodać ok. 0,3 pp do wzrostu w 2016 r. oraz 0,5 pp w 2017 r.), a następnie spowolni w 2018 r. Inflacja będzie stopniowo rosła, ale nie przekroczy 2% przed IV kw. 2018, więc pozostanie znacząco poniżej celu przez najbliższych kilka lat. Raport wskazuje, że bilans ryzyk dla prognozy CPI jest symetryczny, podczas gdy dla PKB asymetryczny w dół (efekt rosnącego ryzyka spowolnienia za granicą).

▪ Czynniki ryzyka w górę dla inflacji w latach 2017-18, w porównaniu ze ścieżką z projekcji NBP, są niepewna obniżka VAT w 2017 r. (może na to nie pozwolić sytuacja fiskalna) oraz ewentualny wpływ podatku od handlu na ceny detaliczne.

Nowa RPP prawie w komplecie

▪ W marcowym posiedzeniu RPP wzięło udział siedmioro nowych członków Rady, plus Jerzy Osiatyński (którego kadencja trwa do 2019 r.) oraz prezes NBP Marek Belka (kadencja do czerwca 2016). Nadal do obsadzenia pozostaje jeden wakat w RPP. Sejm najprawdopodobniej wybierze brakującego członka Rady na swoim najbliższym posiedzeniu (głosowanie zaplanowano na 18 marca) i zapewne będzie to poseł PiS Jerzy Żyżyński, który otrzymał już pozytywną rekomendację od komisji finansów publicznych.

▪ Na następnej stronie prezentujemy obecnych członków RPP z krótkim podsumowaniem ich poglądów w oparciu o ostatnie wypowiedzi i komentarze.

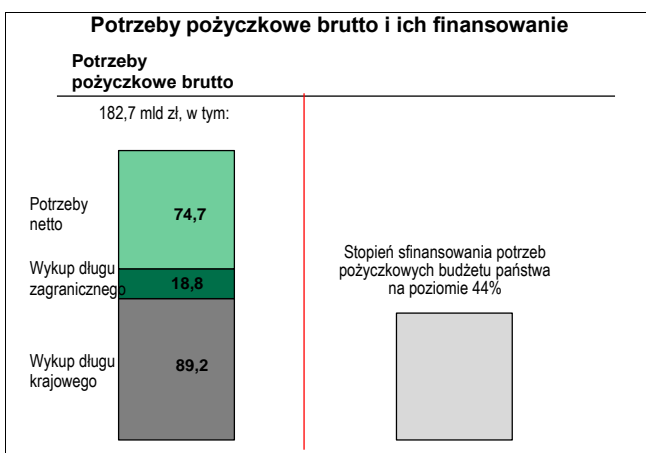
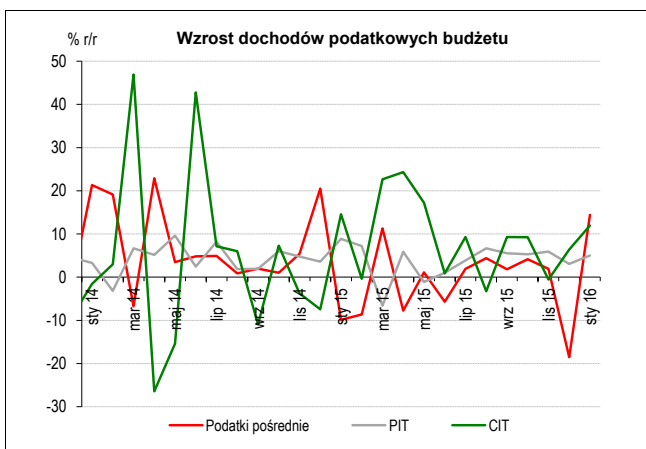
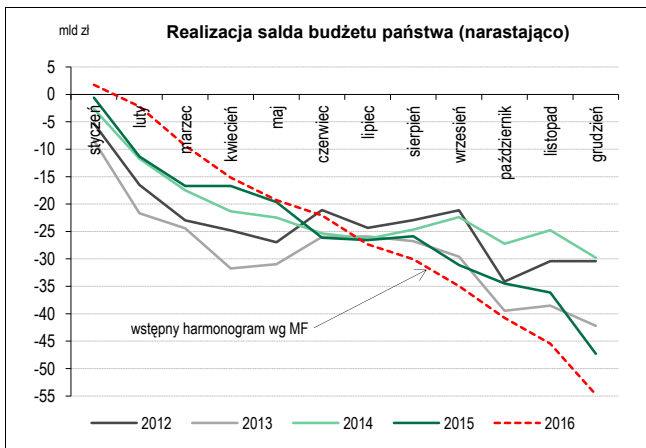
▪ Wydaje się, że tradycyjny podział na gołębi i jastrzębi, jaki stosowaliśmy ostatnio, jest póki co trudny do określenia dla obecnej RPP. Szczególnie, że poza funkcją reakcji członków RPP na odchylenie inflacji do celu (i pożądaną szybkość jej powrotu do celu) istotna wydaje się obecnie kwestia stabilności finansowej, która może być dla nich argumentem przeciw dalszemu luzowaniu polityki monetarnej. Na wykresie po lewej stronie przedstawiliśmy wskaźnik restrykcyjności poszczególnych członków Rady wg naszej subiektywnej oceny, która przy dość ograniczonej informacji dawała duży margines swobody tej oceny.

Pod lupą: polityka pieniężna – nowa RPP w skrócie

	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Grażyna Ancyparowicz, zaprzysiężona przez Sejm, kadencja: 9.02.2016 – 9.02.2022 ▪ Wykształcenie/ doświadczenie zawodowe: doktor hab. nauk ekonomicznych, wykładowca na Uniwersytecie Ekonomicznym w Katowicach, członek Narodowej Rady Rozwoju ▪ Zainteresowania/ specjalizacja: ekonomia polityczna, finanse <p>Poglądy: Program 500+ i inne plany rządowe w połączeniu z dosyć wysokim deficytem budżetowym tworzą ryzyko inflacyjne. Polityka pieniężna powinna być stabilna i konserwatywna. Nie powinno się eksperymentować i nie ma powodów do wprowadzania w niej zmian. Na tym etapie cięcia stóp procentowych nie pobudziłyby wzrostu gospodarczego. Pogląd ten może jednak ulec zmianie za kilka miesięcy po tym, kiedy będą znane skutki wprowadzenia planów rządowych. Przeciwna podatkowi bankowemu oraz podatkowi od supermarketów. Rezerwy walutowe muszą być wysokie, Polska jest zagrożona ruchami spekulacyjnymi z uwagi na to, że ma wysokie zadłużenie walutowe. Gospodarka polska i węgierska różnią się od siebie, dlatego węgierskie rozwiązania nie pomogą Polsce. Bank centralny powinien być niezależny, jest to kluczowe i nie powinno ulec zmianie.</p>
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Marek Chrzanowski zaprzysiężony przez Senat, kadencja: 25.01.2016 – 25.01.2022 ▪ Wykształcenie/ doświadczenie zawodowe: doktor nauk ekonomicznych, adiunkt w Szkole Głównej Handlowej, członek Narodowej Rady Rozwoju ▪ Zainteresowania/ specjalizacja: finanse publiczne i polityka pieniężna <p>Poglądy: Obecny poziom stóp procentowych gwarantuje równowagę i stabilność ekonomiczną. Zmiana stopy procentowej (w górę lub w dół) zagrazi stabilności. Deflacja przedłuża się, ale nie jest poważnym zagrożeniem. RPP powinna ostrożnie podchodzić do zmian stóp procentowych. Cięcia stóp mogą nie mieć znaczącego wpływu. Nowe projekcje NBP będą bardzo ważne dla decyzji RPP. Nie ma potrzeby rozważać zmian celu inflacyjnego. Osłabienie złotego poprawia konkurencyjność polskiego eksportu. Niezależność banku podatkowi nie jest zagrożona. Nie ma potrzeby korzystania z niekonwencjonalnych narzędzi polityki pieniężnej. Polska nie jest gotowa na przyjęcie euro i na razie byłoby to niekorzystne, jednak ostatecznie powinniśmy wejść do strefy euro.</p>
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Eugeniusz Gatnar, zaprzysiężony przez Senat, kadencja: 25.01.2016 – 25.01.2022 ▪ Wykształcenie/ doświadczenie zawodowe: profesor nauk ekonomicznych, profesor w Zakładzie Analizy Danych Statystycznych na Uniwersytecie Ekonomicznym w Katowicach, członek zarządu NBP w latach 2010-2016, członek Polskiej Akademii Nauk ▪ Zainteresowania/ specjalizacja: zastosowanie metod ekonometrycznych i statystycznych w analizie finansowej <p>Poglądy: Nie ma potrzeby zmieniać celu inflacyjnego. Nie ma potrzeby zwiększania akcji kredytowej, brak miejsca dla banku centralnego na działanie na tym polu. Nie należy starać się osiągnąć celu inflacyjnego za wszelką cenę. Obecny poziom stóp procentowych jest odpowiedni i nie wymaga zmian. Polityka pieniężna działa dobrze, decyzja o zmianach stóp procentowych będzie zależna od prognoz inflacji i PKB opublikowanych w marcu oraz tego, jak gospodarka zareaguje na nową politykę gospodarczą rządu. Być może program 500+ zwiększy krajowy popyt i napędzi inflację. Eksporterzy nie potrzebują dodatkowej deprecjacji złotego, elastyczny kurs wymiany działa w Polsce dobrze. Nie ma potrzeby wykorzystania niestandardowych narzędzi polityki pieniężnej. Przeciwko wejściu do strefy euro w ciągu najbliższych lat.</p>
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Łukasz Hardt, zaprzysiężony przez Prezydenta, kadencja: 20.02.2016 – 20.02.2022 ▪ Wykształcenie/ doświadczenie zawodowe: doktor hab. nauk ekonomicznych, wykładowca na Wydziale Nauk Ekonomicznych na Uniwersytecie Warszawskim, były członek rady nadzorczej Warszawskiej GPW, członek Narodowej Rady Rozwoju. ▪ Zainteresowania/ specjalizacja: historia myśli ekonomicznej, nowa gospodarka instytucjonalna, integracja europejska. <p>Poglądy: „Absolutnie” brak powodu do obniżenia w tym momencie stóp procentowych, nawet o 25 pp. Polska wyjdzie w tym roku z deflacji, a rządowy plan dodatków rodzinnych to przyspieszy. Stopy powinny zostać niezmienną, ponieważ musimy mieć dodatkową przestrzeń na wypadek, gdyby zewnętrzne czynniki zagroziły złotemu lub naszemu wzrostowi gospodarczemu. Jeśli tempo wzrostu akcji kredytowej znacznie przekroczy wzrost PKB, rada będzie musiała rozważyć zaostrzenie polityki, jednak nie odnosi się to do obecnej sytuacji.</p>
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Jerzy Kropiwnicki, zaprzysiężony przez Senat, kadencja: 25.01.2016 – 25.01.2022 ▪ Wykształcenie/ doświadczenie zawodowe: doktor nauk ekonomicznych, wieloletni pracownik Uniwersytetu Łódzkiego; były poseł na Sejm, minister pracy, minister rozwoju regionalnego i budownictwa, kierownik Rządowego Centrum Studiów Strategicznych, prezydent Łodzi, doradca prezesa NBP w latach 2010-2016 ▪ Zainteresowania/ specjalizacja: makroekonomia, polityka gospodarcza i społeczna, finanse publiczne <p>Poglądy: Sceptyczny odnośnie do możliwości wsparcia wzrostu gospodarczego polityką pieniężną. W polityce pieniężnej należy działać ostrożnie i bez pośpiechu. Następną prognoza inflacyjna być może pokaże przedłużającą się deflację, jednak "nie ma powodu do zmiany status quo" w polityce pieniężnej, biorąc pod uwagę solidny wzrost gospodarczy. Nie ma potrzeby zmieniać celu inflacyjnego. Nie należy rozważać zastosowania niestandardowych narzędzi polityki pieniężnej. Na obecnym etapie deflacja nie jest groźna dla polskiej gospodarki. Osłabienie złotego nie jest szczególnym powodem do zmartwień, ponieważ wspiera polski eksport.</p>
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Eryk Łon, zaprzysiężony przez Sejm, kadencja: 9.02.2016 – 9.02.2022 ▪ Wykształcenie / doświadczenie zawodowe: doktor hab. nauk ekonomicznych, absolwent Wydziału Ekonomii Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, członek Narodowej Rady Rozwoju ▪ Zainteresowania / specjalizacje: rynki kapitałowe i bankowość, polityka monetarna, prawo finansowe, finanse międzynarodowe <p>Poglądy: Jest niewielkie miejsce na obniżenie stóp w Polsce. W aktualnej sytuacji cięcia stóp raczej nie miałyby istotnego wpływu na realną gospodarkę. Deflacja nie stanowi jeszcze istotnego problemu dla polskiej gospodarki. Czynnikiem, który skłoniłby go do wsparcia łagodzenia polityki monetarnej byłby na przykład krach na giełdzie w Nowym Jorku. Uważnie przygląda się sytuacji na rynkach. Obniżenie stóp byłoby bardziej prawdopodobne w przypadku istotnego umocnienia PLN. Umiarkowane osłabienie PLN nie byłoby powodem do zmartwień. Brak uzasadnienia do stosowania niestandardowych narzędzi polityki monetarnej. Sceptyczny wobec wejścia Polski do strefy euro, autor raportu „Dlaczego Polska nie powinna wchodzić do strefy euro” opublikowanego w 2010r.</p>
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Jerzy Osiatyński, zaprzysiężony przez Prezydenta, kadencja: 20.12.2013 – 20.12.2019 ▪ Wykształcenie / doświadczenie zawodowe: profesor nauk ekonomicznych, profesor w Szkole Głównej Handlowej, członek Polskiej Akademii Nauk, był ministrem finansów, poseł na Sejm, konsultantem Banku Światowego, ▪ Zainteresowania / specjalizacje: teoria ekonomii, finanse publiczne, historia myśli ekonomicznej, transformacja gospodarcza <p>Poglądy: Biorąc pod uwagę perspektywę inflacyjną, jest jeszcze miejsce do obniżek stóp procentowych, deflacja utrzyma się dłużej niż oczekiwano. Jednak, decyzja o kolejnym cięciu będzie błędna i nieefektywna. Dalsze obniżenie stóp nie przyczyniłoby się do wzrostu gospodarczego; mogłyby negatywnie wpłynąć na stabilność systemu bankowego, przyczyniając się do wzrostu spekulacji. Niższe stopy nie wpłyną do stworzenia dodatkowego popytu. Rada powinna zmienić swoje nastawienie na bardziej jastrzębie w kontekście silnego wzrostu gospodarczego i możliwej wyższej presji płacowej. Finanse publiczne od 2017 wydają się trudne do utrzymania pod kontrolą. Nie ma pewności, czy członkowie RPP będą skłonni do łagodzenia polityki pieniężnej w odpowiedzi na zbyt ekspansywną politykę fiskalną.</p>
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Kamil Zubelewicz, zaprzysiężony przez Prezydenta, kadencja: 20.02.2016 – 20.02.2022 ▪ Wykształcenie / doświadczenie zawodowe: doktor nauk ekonomicznych, absolwent Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie oraz Wydziału Prawa i Administracji na Uniwersytecie Warszawskim, współpracuje z Collegium Civitas oraz Centrum im. Adama Smitha, był adiunktem w Instytucie Studiów Politycznych Polskiej Akademii Nauk. ▪ Zainteresowania / specjalizacje: finanse publiczne, studia strategiczne <p>Poglądy: Trudno oczekiwać drastycznej zmiany w zakresie polityki RPP. Pieniądz musi kosztować. Polityka monetarna najpewniej pozostanie konserwatywna, stabilizacja to najlepszy kierunek. Przy znaczącym wzroście PKB uruchamianie kolejnego bodźca w postaci cięcia stóp lub innych niestandardowych narzędzi przez bank centralny nie ma sensu. Stopa referencyjna 1,5% daje nam bufor bezpieczeństwa, z którego możemy skorzystać. Powinniśmy być o wiele bardziej ostrożni, jeśli chodzi o wzrost inflacji powyżej celu 2,5%, niż w przypadku ruchu w drugą stronę. Bank centralny musi przewidywać skutki polityki rządu. Nic nie wskazuje na to, że w najbliższym czasie znajdziemy się w strefie euro.</p>
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Jerzy Żyżyński, kandydat proponowany przez Prawo i Sprawiedliwość, ma zostać zaprzysiężony przez Sejm 18 marca. ▪ Wykształcenie / doświadczenie zawodowe: profesor nauk ekonomicznych, profesor na Wydziale Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, członek Polskiej Akademii Nauk, poseł na Sejm ▪ Zainteresowania / specjalizacje: finanse, matematyka finansowa, polityka fiskalna i monetarna <p>Poglądy: Jest jeszcze trochę miejsca na obniżenie stóp. Polityka w zakresie stóp procentowych powinna wspierać wzrost gospodarczy. Należy być może rozważyć luzowanie ilościowe. Generalnie za obniżeniem stóp, są jednak pewne kontrargumenty. Obniżenie stóp może być ryzykowne z punktu widzenia obniżających się zysków małych banków i stabilności banków spółdzielczych. Należy przeanalizować skutki potencjalnego cięcia. Bank centralny nie powinien podejmować pochopnych decyzji.</p>

Źródła: NBP, Reuters, Bloomberg, PAP, BZ WBK

Pod lupą: polityka fiskalna



	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	15.03	zmiana od 10.02.16	zmiana od 31.12.15	15.03	zmiana od 10.02.16	zmiana od 31.12.15
Polska	256	-31	25	90	-1	15
Czechy	9	-20	13	46	0	-5
Węgry	299	-35	21	157	-6	-7
Grecja	851	-240	80	1162	-161	172
Hiszpania	120	-29	5	78	-18	-9
Irlandia	60	-19	7	59	12	22
Portugalia	249	-79	59	225	-56	65
Włochy	105	-36	8	101	-30	11
Francja	27	-10	-8	29	-6	5
Niemcy	-	-	-	18	-2	5

Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, Eurostat, BZ WBK

Wyższe wpływy podatkowe na początku roku

W styczniu nadwyżka budżetowa wyniosła 1,76 mld zł, nieco więcej niż założono w harmonogramie realizacji dochodów i wydatków na 2016 r. (1,69 mld zł). Lepsza od oczekiwań realizacja to głównie efekt niższej realizacji wydatków w porównaniu do poprzednich lat (7,9% rocznego planu wobec 9,6% średnio w latach 2012-2015) we wszystkich kategoriach. Po stronie dochodowej, łączna wartość dochodów budżetowych okazała się nieznacznie niższa od założonych (30,7 mld zł vs 30,9 mld zł) w wyniku niższych wpływów niepodatkowych.

W tym samym czasie wpływy z podatków okazały się znacznie lepsze od prognozy Ministerstwa, w szczególności wpływy z VAT. W styczniu wyniosły one 17,5 mld zł i były o 18,4% wyższe niż rok wcześniej. Jednakże, znaczący wzrost w ujęciu rocznym w głównej mierze był wynikiem słabych danych za styczeń 2015 r. w związku z wprowadzeniem zmian w zakresie rozliczania VAT z importu przez upoważnionych przedsiębiorców (AEO). Według Ministerstwa Finansów, tempo wzrostu VAT oczyszczone z tego efektu, ukształtowało się na poziomie ok. 9-10% r/r w styczniu 2016 r.

Dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw przyczyniły się do lepszej realizacji dochodów z CIT. W styczniu dochody te wyniosły 2,4 mld zł (przewyższając prognozy ministerstwa) i były o 12% wyższe niż w styczniu 2015 r. Minister finansów Paweł Szałamacha szacuje, że pozytywny trend w dochodach z CIT powinien również utrzymać się w lutym.

Realizacja potrzeb pożyczkowych blisko 50% na koniec marca

Ministerstwo Finansów nie miało problemów z plasowaniem emisji obligacji na rynku pierwotnym. Z aukcji na aukcję rósł popyt na oferowane papiery, co spowodowało wzrost wskaźnika relacji popytu do podaży w kierunku 2 z ok. 1,5 na początku roku. Był to wynik silnego popytu nie tylko ze strony krajowych, ale również i zagranicznych inwestorów. W naszej ocenie, nierezydenci, którzy w styczniu zmniejszyli swoje zaangażowanie w polskie aktywa o ok. 13 mld zł (przede wszystkim w wyniku wykupu OK0116), stali po stronie kupujących w lutym.

Uważamy, że osiągnięcie założenia Ministerstwa Finansów, że realizacja potrzeb pożyczkowych na koniec marca wyniesie 50%, jest bardzo realistyczne. Jednakże uważamy, że resort finansów nie chce osiągnąć tego celu po każdej cenie. Warto jednak zauważyć, że realizacja potrzeb pożyczkowych na koniec I kwartału na poziomie ok. 50% będzie niższa niż w analogicznym okresie 2015 r. (57% planu), ale niezbyt odległa od średniego poziomu realizacji w latach 2010-2015 (ok. 52%).

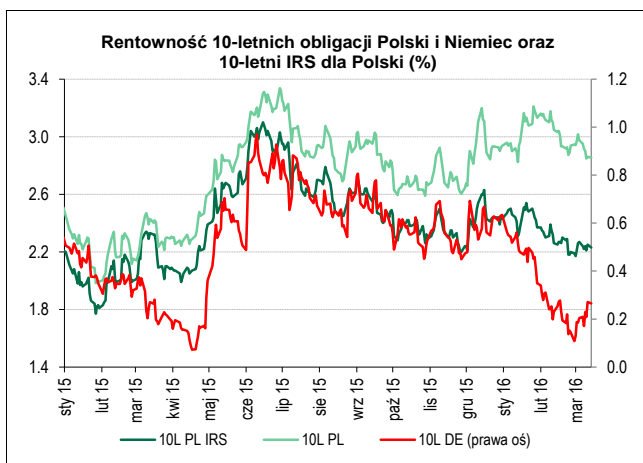
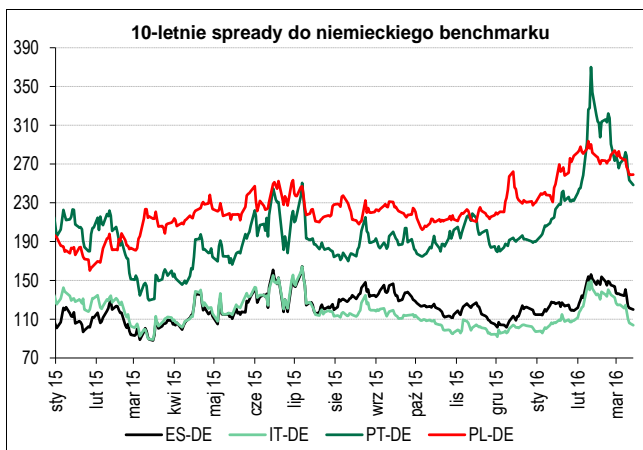
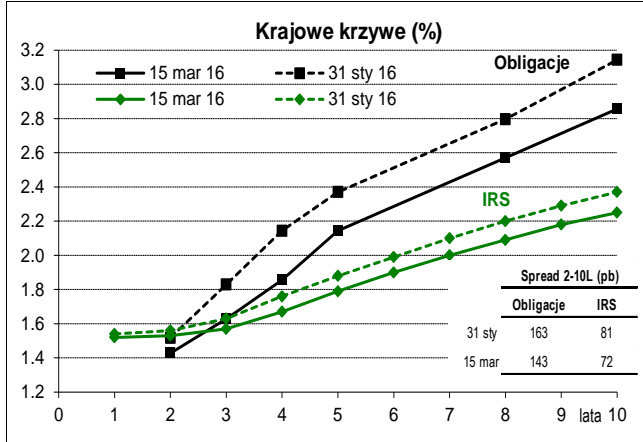
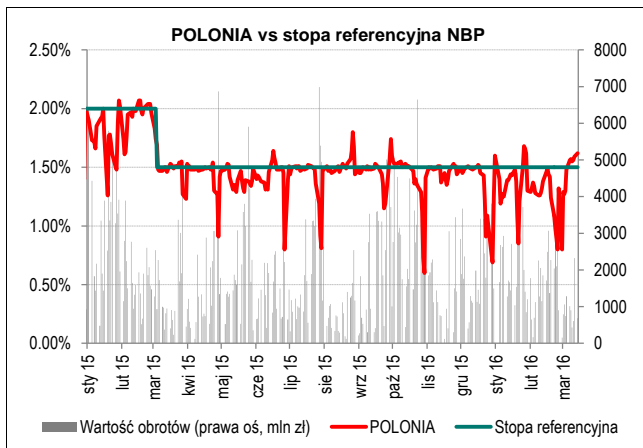
Spodziewamy się, że plany emisyjne na kwiecień wzrosną, biorąc pod uwagę sytuację płynnościową na rynku. W przyszłym miesiącu na rynek wpłyną środki w łącznej wysokości 21,4 mld zł z wykupu obligacji PS0416 i płatności odsetkowych.

Znaczące poluzowanie monetarne przez EBC wspiera peryferia

W drugiej połowie lutego i na początku marca europejski i amerykański dług zyskał na wartości m.in. w wyniku rosnących obaw o wzrost gospodarczy, braku presji inflacyjnej oraz zmian odnośnie przyszłej polityki monetarnej (dalszego poluzowania przez EBC oraz braku podwyżek stop przez Fed w nadchodzących miesiącach). W efekcie rentowności spadały, a w niektórych przypadkach zbliżyły się do tegorocznych minimów. Premia za ryzyko dla krajów peryferyjnych, ale również i CEE spadła dość znacząco na początku marca.

Wyższy program QE i nowe TLTRO po marcowym posiedzeniu EBC powoduje, że strategia „szukania rentowności” będzie kontynuowana. W związku z tym spodziewamy się dalszego spadku rentowności długu peryferii, a także zawężenia spreadu wobec Bunda jeśli nie napłyną negatywne informacje z tych krajów.

Rynek stopy procentowej



Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Zmienność na POLONII ze względu na podatek bankowy

Na koniec lutego odnotowano znaczny spadek stawki POLONIA, która odzwierciedla wahania cen depozytów O/N na rynku międzybankowym. Spadek okazał się bardziej trwały niż to miało miejsce w poprzednich miesiącach, kiedy to stawka POLONIA spadała poniżej poziomu stopy referencyjnej na dzień-dwa przed rozliczeniem rezerwy obowiązkowej. Co więcej, znacząco na koniec miesiąca spadły również obroty (do 155 mln zł w ostatnim dniu lutego). W naszej ocenie był to jeden z efektów wprowadzenia podatku bankowego. Pomimo że rynek krótkich stawek (do miesiąca) powrócił już do normalności, spodziewamy się, że obserwowana na koniec lutego sytuacja będzie powtarzała się w przyszłości.

Pozostałe stawki WIBOR w lutym i na początku marca kontynuowały nieznaczne spadki (o 1-4 pb wzdłuż krzywej). W tym samym czasie stawki FRA odzwierciedlały zmiany na rynku IRS i okazały się dość odporne na komentarze nowych członków RPP, sugerujących brak konieczności obniżek stóp NBP. Stawki FRA obniżyły się dość znacząco (o 4-13 pb) w tym czasie, wskazując na silną wiarę rynku w przyszłe poluzowanie polityki monetarnej. Marcowa decyzja RPP utrzymująca stopy procentowe na niezmiennym poziomie przyczyniła się do nieznacznego wzrostu stawek FRA do roku (o 1-2 pb wzdłuż krzywej).

Umocnienie długu w oczekiwaniu na działania EBC

Po znaczącym wzroście awersji do ryzyka na początku lutego, polskie obligacje cieszyły się dużym zainteresowaniem w kolejnych tygodniach lutego i na początku marca. Inwestorzy przetrawili krajowe czynniki i skierowali uwagę na czynniki globalne, co umożliwiło obniżenie oceny ryzyka kredytowego dla Polski. To wynikało z oczekiwań na kolejne poluzowanie polityki monetarnej przez EBC i słabych perspektyw na zacięcenie polityki monetarnej w USA. Silny popyt na krajowy dług na rynku pierwotnym również wspierał trend spadkowy rentowności.

Obie krzywe wypłaszczyły się dość znacząco, głównie w wyniku większego umocnienia na środku i długim końcu krzywych niż na krótkim końcu. Co więcej, premia za ryzyko zmniejszyła się o czym świadczy zawężenie spreadu wobec niemieckich obligacji do ok. 260 pb dla sektora 10L na początku marca (z tegorocznego maksimum na 294 pb osiągniętego na początku lutego).

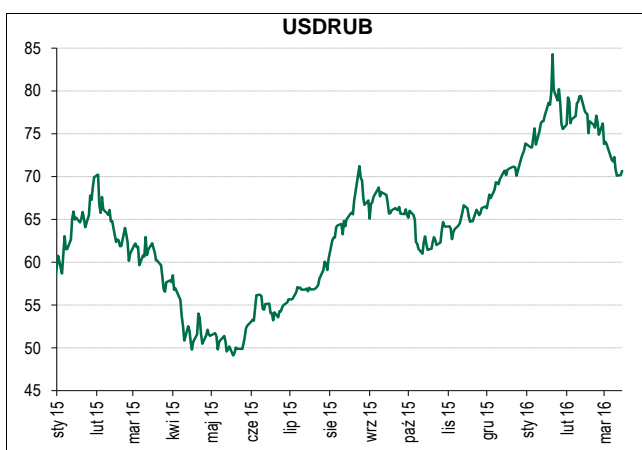
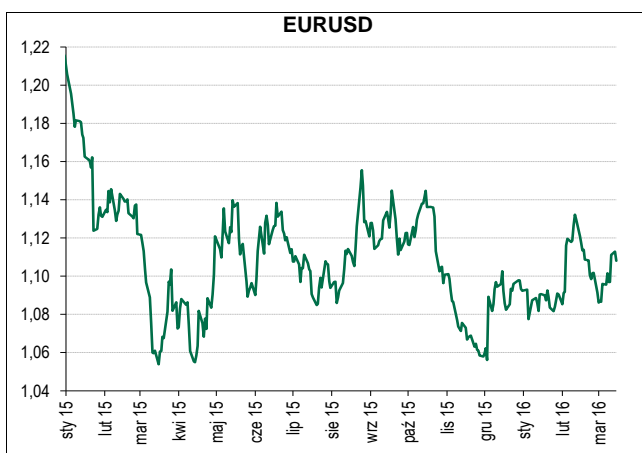
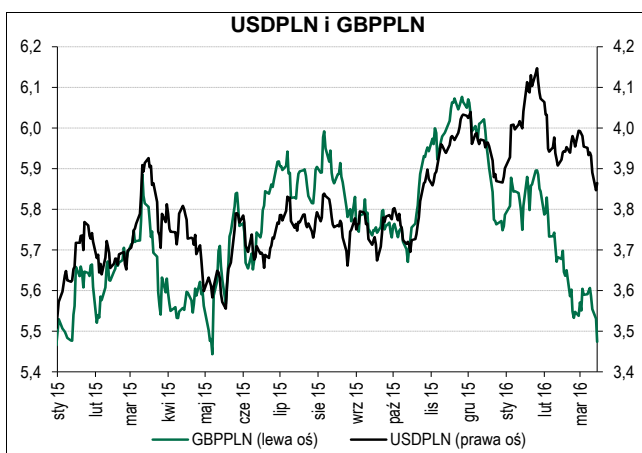
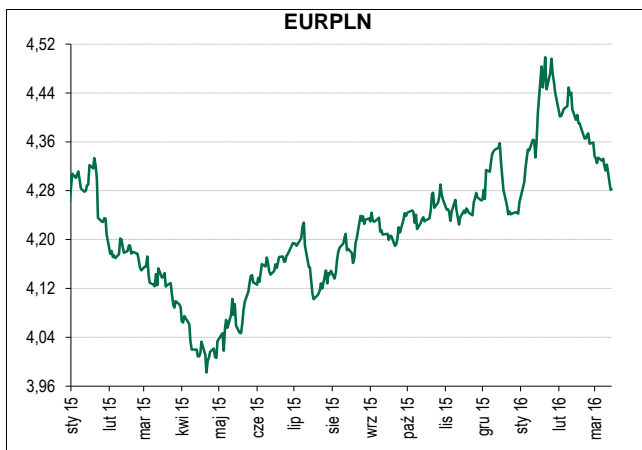
Ministerstwo Finansów z sukcesem plasowało obligacje na rynku pierwotnym. W lutym i na początku marca sprzedano obligacje o łącznej wartości 24,6 mld zł. Silny popyt na aukcjach świadczy o tym, że obniżka ratingu nie wywarła długofalowego negatywnego wpływu na popyt ze strony zagranicznych inwestorów na polskie aktywa. Podsumowując obecnie tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto są sfinansowane w ok. 44%.

Premia za ryzyko może się jeszcze zmniejszyć

Retoryka RPP po marcowym posiedzeniu schłodziła oczekiwania na obniżki stop procentowych w dalszej części roku. W związku z tym, zakładając, że stopy NBP pozostaną stabilne dostosowaliśmy ścieżkę WIBOR na nadchodzące miesiące. W naszej ocenie WIBOR 3M pozostanie względnie stabilny w najbliższych miesiącach, a dopiero koniec roku może przynieść nieznaczny wzrost tej stawki. Natomiast stawki FRA mogą wzrosnąć w wyniku oddalenia oczekiwań na poluzowanie monetarne przez RPP.

Podczas gdy oczekiwania na kolejne redukcje stóp NBP osłabły się, to krótki koniec krzywych powinien pozostać pod pozytywnym wpływem podatku bankowego (który zachęca banki do zmniejszania zaangażowania w bonach NBP i wzrost popytu na krótkoterminowe SPW, które tym podatkiem nie są objęte). Środek i długi koniec krzywych pozostanie pod wpływem czynników globalnych, dlatego też decyzja Fed i dane makro za granicą będą istotne dla kierunku rynku. Widzimy miejsce do zawężenia spreadu wobec Bundów dla 10L, w szczególności jeśli pozytywne nastroje utrzymają się po decyzjach EBC i Fed.

Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, Markit, BZ WBK

Niewielki potencjał do umocnienia

▪ Złoty zyskał dość wyraźnie do euro w lutym – spadek EURPLN był największy od marca 2015 – i w zeszłym miesiącu był ósmą najmocniejszą walutą z państw rozwijających się do euro i dolara. Tylko rubel, chilijskie peso, indonezyjska rupia, meksykańskie peso, południowoafrykański rand, kolumbijskie peso i singapurski dolar radziły sobie lepiej niż złoty. Co ciekawe, pięć spośród tych ośmiu walut zanotowało silne osłabienie w styczniu. Tak więc, ich wyróżniający się wynik w lutym to, obok pozytywnego nastroju na globalnym rynku, nadziei na dalsze poluzowanie polityki pieniężnej przez EBC w marcu i zwiększenie skali działań przez Bank Japonii, skutek słabszego poziomu startowego niż w przypadku innych walut.

▪ Wydaje nam się, że w najbliższej przyszłości może być trudno złotemu utrzymać takie tempo aprecjacji i nie spodziewamy się, aby EURPLN na trwałe utrzymał się poniżej 4,30 nawet w dalszej części roku. Od 2011 był tylko jeden rok (2015) kiedy złoty zyskał do euro w marcu, a okres wakacyjny również nie jest zbyt korzystny dla krajowej waluty. Z drugiej strony, fakt że waluty z rynków wschodzących szybko odrabiają straty po silnym osłabieniu sugeruje, że postrzeganie rynków rozwijających się nie jest takie złe dopóki globalny nastrój nie pogarsza się zbyt mocno.

▪ KNF przedstawił szacunki strat jakie mogą ponieść banki jeśli projekt ustawy o kredytach walutowych zostanie wprowadzony w obecnej formie. Wg Komisji możliwe straty są jeszcze większe niż szacował NBP i mogą wynieść nawet prawie 67 mld zł, co zmniejsza wg nas szanse na przyjęcie projektu w obecnej formie. Powinno to być umiarkowanie pozytywna okoliczność dla złotego, chociaż dyskusja nt. finalnego kształtu ustawy będzie zapewne kontynuowana i niepewność nie zniknie zupełnie. Warto pamiętać, że obawy o polski system bankowy były jednym z czynników wspierających wzrost EURPLN w poprzednich miesiącach.

▪ Sądymy, że EURPLN może pozostać blisko 4,25-4,35 na przełomie pierwszego i drugiego kwartału.

Banki centralne wspierają wahania EURUSD

▪ EURUSD był dość zmienny w lutym kiedy najpierw wzrósł do 1,14 wskutek spadku szans na podwyżki stóp Fed, a później spadł do 1,08 dzięki słabszym obawom o Chiny i niezłym danym z USA. Początek marca też przyniósł spore wahania po decyzji EBC.

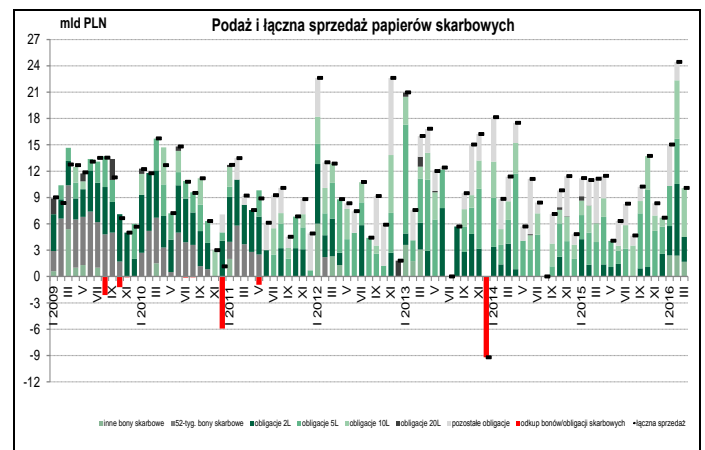
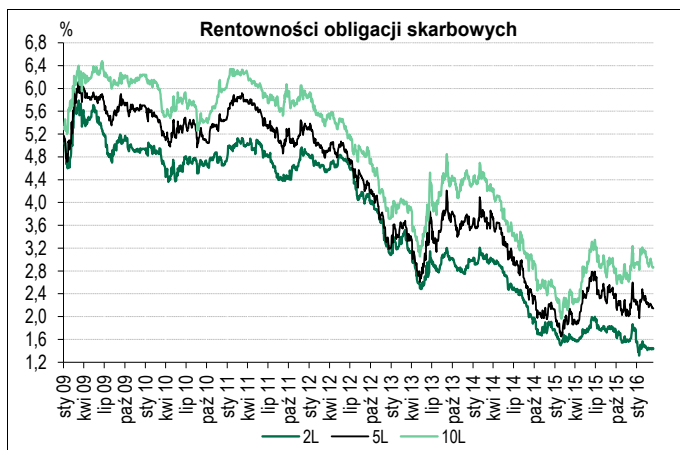
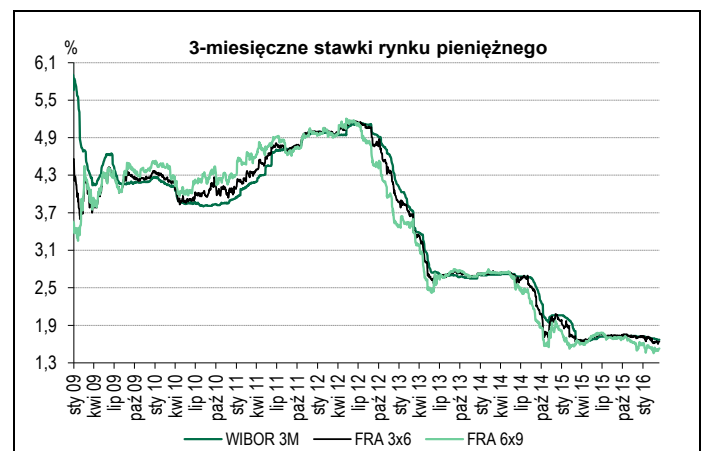
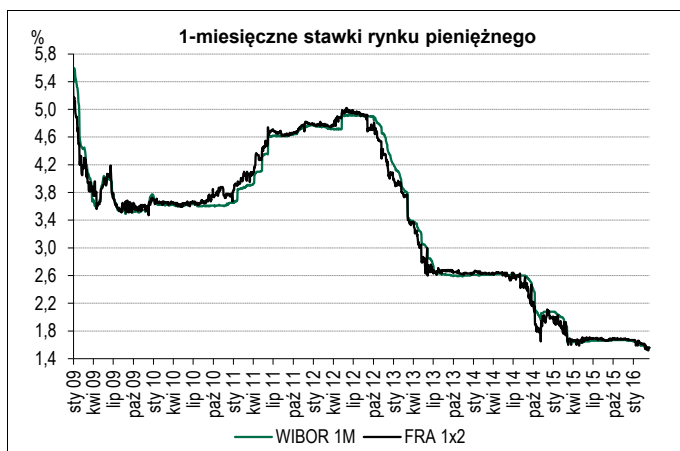
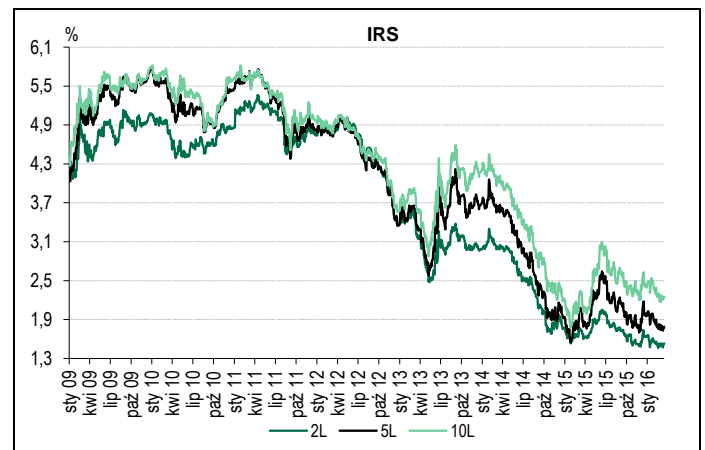
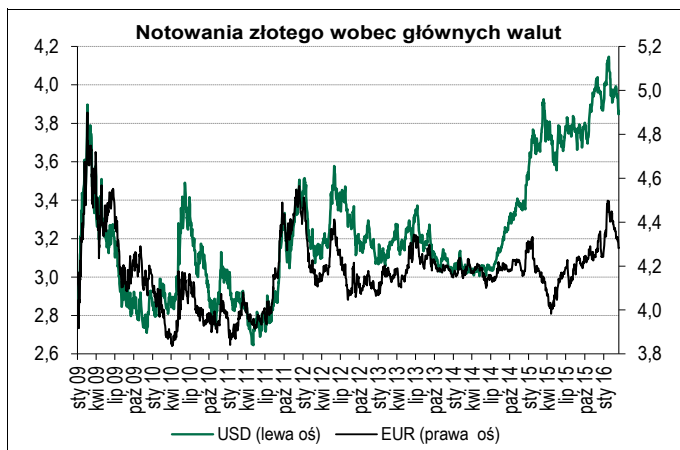
▪ Nadal oczekujemy aprecjacji euro w kolejnych miesiącach roku, ale w krótkim terminie kursowi EURUSD może być trudno utrzymać tempo wzrostów. Sądymy, że ostatnie niezbyt dobre dane z Europy, istotne poluzowanie polityki pieniężnej przez EBC i pozytywne sygnały z gospodarki USA mogą ograniczyć tempo aprecjacji euro w pierwszej połowie 2016 r.

Droższa ropa wspiera rubla

▪ Rubel był najsilniejszą walutą wschodzącą w lutym, głównie dzięki odbiciu ceny ropy Brent powyżej 40\$ za barykę, ale także dzięki czynnikom wewnętrznym. Pod koniec stycznia bank centralny Rosji utrzymał stopy procentowe bez zmian, główną na 11%. Komunikat wskazał, że znaczny spadek cen surowców generuje ryzyko w górę dla inflacji i jeśli surowce odbiją, bank może rozważyć podwyżki stóp. Ostatnie sygnały z banku potwierdzają, że CPI jest głównym zmartwieniem banku centralnego, którego retoryka stała się ostatnio bardziej jastrzębia. Jeszcze w grudniu sugerował on bowiem, że możliwe są obniżki stóp procentowych. Mniejsze szanse na luzowanie polityki pieniężnej mogą wspierać rubla i ograniczać szanse do wznowienia deprecjacji.

▪ W przypadku danych makro, roczne dynamiki produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej pozostają na niskich poziomach, ale nie pogarszają się (od połowy 2015 widać nawet lekką poprawę). PMI dla przemysłu zbliży się do 50 pkt dając nadzieję, że sytuacja w rosyjskiej gospodarce ustabilizuje się.

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
Marzec '15	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 mld €	730 mln €					19.11	OK0116/PS0416	WZ0120/PS0421/DS0726
grudzień									10.12	OK0116/PS0416	OK0717/PS0421/DS0726
styczeń '16	7.01	PS0421	2500-4500	4555,0	28.01	OK1018/WZ0120/WZ0126	5000-8000	8074,0			
luty	4.02	OK1018/DS0726	4500-7500	9011,2	18.02	WZ0120/PS0421	4000-6000	7210,0			
marzec	3.03	OK1018/DS0726	4000-7000	8387,5					24.03	PS0416/OK0716/PS1016	Do ogłoszenia

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja odkupu

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
14 marca PL: Podaż pieniądza (II) EZ: Produkcja przemysłowa (I)	15 PL: CPI (II) PL: Bilans płatniczy (I) CZ: Produkcja przemysłowa (I) US: Sprzedaż detaliczna (II)	16 PL: Płace i zatrudnienie (II) PL: Inflacja bazowa (II) US: Rozpoczęte budowy domów (II) US: Pozwolenia na budowę (II) US: CPI (II) US: Produkcja przemysłowa (II) US: Decyzja FOMC	17 PL: Produkcja przemysłowa (II) PL: PPI (II) PL: Sprzedaż detaliczna (II) PL: Minutes RPP EZ: HICP (II) US: Indeks Philly Fed (III)	18 US: Wstępny Michigan (III)
21 US: Sprzedaż domów (II)	22 DE: Indeks Ifo (III) DE: Indeks ZEW (III) HU: Decyzja banku centralnego	23 PL: Stopa bezrobocia (II) US: Sprzedaż nowych domów (II)	24 DE: Wstępny PMI – przemysł (III) EZ: Wstępny PMI – przemysł (III) US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (II)	25 US: Trzeci szacunek PKB (IV kw.)
28 US: Dochody osobiste (II) US: Wydatki konsumentów (II) US: Niezakończona sprzedaż domów (II)	29 US: Indeks nastrojów konsumentów (III)	30 US: Raport ADP (III)	31 PL: Wstępny CPI (III) PL: Oczekiwania inflacyjne (III) EZ: Wstępny HICP (III) CZ: PKB (IV kw.) CZ: Decyzja banku centralnego	1 kwietnia PL: PMI – przemysł (III) CN: PMI – przemysł (III) DE: PMI – przemysł (III) EZ: PMI – przemysł (III) US: ISM – przemysł (III) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (III) US: Stopa bezrobocia (III) US: Indeks Michigan (III)
4 US: Zamówienia przemysłowe (II)	5 DE: Zamówienia przemysłowe (II) DE: PMI – usługi (III) EZ: PMI – usługi (III) US: ISM – usługi (III)	6 PL: Decyzja RPP DE: Produkcja przemysłowa (II) US: FOMC minutes	7 CZ: Produkcja przemysłowa (II)	8 DE: Eksport (II) HU: CPI (III)
11 PL: CPI (III) CZ: CPI (III)	12 PL: Inflacja bazowa (III)	13 PL: Bilans płatniczy (II) EZ: Produkcja przemysłowa (II) US: Sprzedaż detaliczna (III) US: Beżowa księga Fed	14 PL: Podaż pieniądza (III) EZ: HICP (III) US: CPI (III)	15 US: Produkcja przemysłowa (III) US: Wstępny Michigan (IV)
18 PL: Płace i zatrudnienie (III)	19 PL: Produkcja przemysłowa (II) PL: PPI (II) PL: Sprzedaż detaliczna (II) DE: Indeks ZEW (IV) US: Rozpoczęte budowy domów (III) US: Pozwolenia na budowę (III)	20 US: Sprzedaż domów (III)	21 PL: Minutes RPP EZ: Decyzja EBC US: Indeks Philly Fed (IV)	22 DE: Wstępny PMI – przemysł (IV) EZ: Wstępny PMI – przemysł (IV)

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 ^a	15 ^b	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	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*			31									
Bilans płatniczy	13	15	15	13								
Podaż pieniądza	14	12	14	14								

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

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		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	mar 16
PMI	pkt.	55,1	54,8	54,0	52,4	54,3	54,5	51,1	50,9	52,2	52,1	52,1	50,9	52,8	53,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	5,0	8,8	2,4	2,8	7,4	3,8	5,3	4,0	2,4	7,8	6,7	1,4	5,3	5,8
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-0,3	2,9	8,5	1,3	-2,5	-0,1	4,8	-2,5	-5,2	1,2	-0,4	-8,6	-6,1	-6,1
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	-1,3	3,0	-1,5	1,8	3,8	1,2	-0,3	0,1	0,8	3,3	4,9	0,9	3,3	4,3
Stopa bezrobocia	%	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	10,1
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	3,2	4,9	3,7	3,2	2,5	3,3	3,4	4,1	3,3	4,0	3,1	4,0	4,3	4,3
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	1,2	1,1	1,1	1,1	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2	1,4	2,3	2,4	2,4
Eksport (w euro)	% r/r	10,9	14,3	8,6	7,8	10,6	5,2	8,1	3,0	3,0	12,3	12,1	-0,4	3,0	18,0
Import (w euro)	% r/r	3,9	8,7	7,7	0,5	10,3	7,3	6,7	5,2	-2,9	5,3	3,8	0,1	1,5	28,4
Bilans handlowy	mIn EUR	526	485	-117	500	-165	-726	-150	19	499	717	373	576	743	-975
Rachunek bieżący	mIn EUR	93	1 054	929	928	-963	-1 110	-654	-768	-163	582	-410	764	234	-345
Rachunek bieżący	% PKB	-1,5	-1,3	-0,9	-0,7	-0,4	-0,5	-0,3	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	0,1	0,1	-0,2
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-11,3	-16,7	-16,7	-19,6	-26,1	-26,6	-25,9	-31,1	-34,5	-36,1	-47,3	1,8	-2,2	-9,3
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	24,6	36,2	36,2	42,6	56,7	57,7	56,1	67,6	74,8	78,4	102,6	-3,2	4,0	17,0
Inflacja (CPI)	% r/r	-1,6	-1,5	-1,1	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,9	-0,8	-0,8
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	-0,1	-0,1	0,0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-2,8	-2,5	-2,7	-2,1	-1,4	-1,8	-2,7	-2,8	-2,3	-1,8	-0,8	-1,2	-1,4	-1,8
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	8,7	8,7	7,1	7,5	8,2	8,5	7,2	8,3	8,9	9,3	9,1	10,2	10,0	9,1
Zobowiązania	% r/r	9,0	9,2	7,8	7,8	8,7	8,8	7,7	8,9	9,2	9,7	9,1	9,9	10,3	9,2
Należności	% r/r	7,7	7,8	6,4	7,7	7,9	7,9	7,6	7,9	7,7	7,0	6,9	6,2	5,8	5,6
EUR/PLN	PLN	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	4,35
USD/PLN	PLN	3,68	3,81	3,73	3,66	3,71	3,78	3,77	3,75	3,78	3,96	3,95	4,06	3,96	3,97
CHF/PLN	PLN	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	3,97
Stopa referencyjna ^b	%	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	1,50
WIBOR 3M	%	1,92	1,67	1,65	1,67	1,70	1,72	1,72	1,72	1,73	1,73	1,72	1,71	1,69	1,67
Rentowność obligacji 2L	%	1,60	1,62	1,60	1,74	1,91	1,82	1,79	1,79	1,65	1,58	1,71	1,46	1,46	1,40
Rentowność obligacji 5L	%	1,88	1,99	1,98	2,38	2,68	2,45	2,40	2,43	2,18	2,10	2,28	2,24	2,26	2,25
Rentowność obligacji 10L	%	2,20	2,32	2,36	2,83	3,20	3,00	2,88	2,91	2,66	2,73	2,93	3,04	3,03	3,06

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK;

^a nominalnie; ^b wartość na koniec okresu;

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2013	2014	2015	2016	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16
PKB	mld PLN	1 656,3	1 719,1	1 790,1	1 851,1	414,6	432,2	438,6	504,8	425,1	444,2	451,8	529,9
PKB	% r/r	1,3	3,3	3,6	3,5	3,7	3,3	3,5	3,9	3,4	3,3	3,6	3,6
Popyt krajowy	% r/r	-0,7	4,9	3,3	4,0	2,9	3,1	3,2	4,0	4,7	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	3,5	11,5	6,1	4,6	4,9	4,5	4,0	3,0	3,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	2,3	3,4	4,8	4,9	5,3	3,9	4,3	6,0	4,3	5,9	5,7	3,8
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-10,3	4,3	0,3	-4,2	1,4	1,9	0,5	-1,5	-6,8	-4,1	-4,3	-3,0
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	2,6	3,1	1,5	5,4	0,7	1,4	0,4	3,2	2,9	3,7	7,3	7,3
Stopa bezrobocia ^b	%	13,4	11,4	9,8	9,0	11,5	10,2	9,7	9,8	10,1	9,1	8,8	9,0
Place brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	3,4	3,6	3,3	5,4	4,1	3,1	3,0	3,2	4,2	5,7	5,6	6,1
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	-1,1	0,2	0,8	1,6	0,8	0,8	0,7	0,8	1,7	1,7	1,6	1,4
Eksport (w euro)	% r/r	5,7	6,4	8,2	9,2	9,8	9,0	5,3	8,9	7,5	9,0	10,0	10,3
Import (w euro)	% r/r	0,2	8,3	4,4	11,0	3,5	6,2	6,4	1,9	11,0	11,0	11,0	11,0
Bilans handlowy	mIn EUR	-335	-3 255	2 605	-181	1 651	216	-851	1 589	345	-614	-1 363	1 451
Rachunek bieżący	mIn EUR	-5 031	-8 303	-754	-3 043	900	864	-2 527	9	-403	-109	-3 044	513
Rachunek bieżący	% PKB	-1,3	-2,0	-0,2	-0,7	-1,3	-0,4	-0,5	-0,2	-0,5	-0,7	-0,8	-0,7
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-4,0	-3,2	-3,1	-3,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	0,9	0,0	-0,9	-0,4	-1,5	-0,9	-0,7	-0,6	-0,8	-0,6	-0,5	0,4
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	0,7	-1,0	-0,5	0,7	-1,5	-0,8	-0,8	-0,5	-0,7	-0,5	-0,2	0,7
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	1,2	0,6	0,3	0,1	0,4	0,3	0,3	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,3	-1,5	-2,2	-1,1	-2,7	-2,1	-2,4	-1,6	-1,4	-1,9	-0,7	-0,2
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	6,2	8,2	9,1	4,9	8,7	8,2	8,3	9,1	8,1	7,0	6,0	4,9
Zobowiązania ^b	% 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 ^b	% 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	3,87	3,72	3,70	3,77	3,90	4,00	3,88	3,86	3,76
CHF/PLN	PLN	3,41	3,45	3,92	3,79	3,93	3,93	3,90	3,93	4,00	3,82	3,73	3,62
Stopa referencyjna ^b	%	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 3M	%	3,02	2,52	1,75	1,68	1,87	1,67	1,72	1,73	1,69	1,67	1,67	1,69
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	2,25	2,35	2,53	2,67
Rentowność obligacji 10L	%	4,04	3,49	2,69	3,24	2,24	2,79	2,93	2,77	3,04	3,15	3,30	3,45

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 15.03.2016 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

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

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

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

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

Piotr Bielski 22 534 18 87

Agnieszka Decewicz 22 534 18 86

Marcin Luziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5
61-894 Poznań

tel. 61 856 58 14/30

fax 61 856 44 56

Warszawa

al. Jana Pawła II 17
00-854 Warszawa

tel. 22 586 83 20/38

fax 22 586 83 40

Wrocław

ul. Rynek 9/11
50-950 Wrocław

tel. 71 369 94 00

fax 71 370 26 22

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

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