

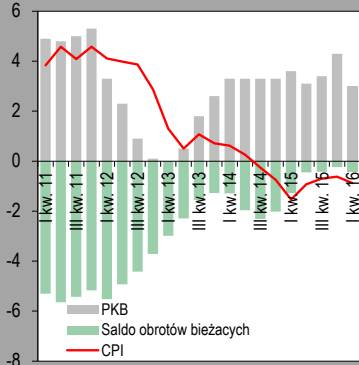
MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

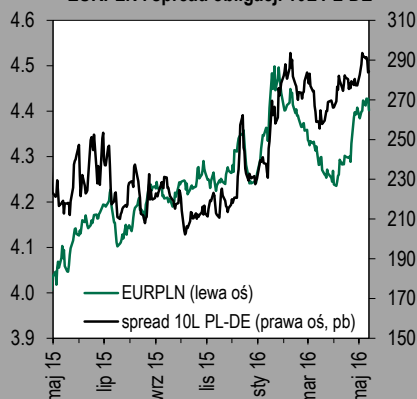
Maj 2016

Sygnaly ostrzegawcze

Wskaźniki aktywności gospodarczej (% r/r)



EURPLN i spread obligacji 10L PL-DE



W tym miesiącu:

Gospodarka Polski	2
Rynek nieruchomości	4
Pod lupą: polityka pieniężna	5
Pod lupą: polityka fiskalna	6
Rynek stopy procentowej	7
Rynek walutowy	8
Monitor rynku	9
Kalendarz makroekonomiczny	10
Dane i prognozy ekonomiczne	11

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

■ Wstępny PKB za pierwszy kwartał był znacznie słabszy niż nasze i rynkowe oczekiwania. Spowolnienie z 4,3% r/r do IV kw. 2015 do zaledwie 3,0% r/r było prawdopodobnie skutkiem słabej aktywności inwestycyjnej, zwłaszcza w sektorze publicznym. O ile słabe dane z budowlanki w I kw. 2016 były negatywnym zwiastunem, to potwierdzenie **spowolnienia wzrostu PKB o ponad jeden punkt procentowy jest bez wątpienia sygnałem ostrzegawczym.**

■ Rada Polityki Pieniężnej podkreśliła w swoim komunikacie po posiedzeniu w maju, że „osłabienie wzrostu gospodarczego na początku br. było prawdopodobnie przejściowe, choć utrzymująca się niepewność dotycząca koniunktury za granicą jest czynnikiem ryzyka dla krajowej aktywności gospodarczej”. Również uważamy, że najważniejsze ryzyka dla polskiej gospodarki pochodzą z zewnątrz, chociaż jeśli inwestycje dalej będą spowalniać, wzrost konsumpcji prywatnej może okazać się niewystarczający, by zbilansować ten efekt. Jest to szczególnie ważne w obliczu słabego wyniku eksportu w I kw. 2016. **Podtrzymujemy jednak póki co naszą prognozę wzrostu PKB powyżej 3% w dalszej części roku.** Wsparciem dla naszej prognozy jest dobra sytuacja rynku pracy, poprawa nastroju konsumentów i relatywnie wysoki wzrostu kredytów.

■ Rynek wrócił do wyceniania obniżek stóp w dalszej części roku. Kolejną decyzję w czerwcu (pożegnanie z prezesem Markiem Belką) jest łatwo przewidzieć. Następną, w lipcu, już nieco trudniej, bo Rada będzie miała do dyspozycji nową projekcję inflacyjną, która może okazać się bardziej gołębia od poprzedniej. Jednak nie uważamy, by nowy prezes Adam Glapiński był bardzo chętny do łagodzenia polityki już na pierwszym posiedzeniu w nowej roli. Zławszcza, że jego ostatnie komentarze wskazywały na potrzebę kontynuacji i stabilizacji w polityce pieniężnej. Dlatego, uważamy że spotkania po wakacjach (RPP nie spotyka się w sierpniu) będą ciekawsze. Uważamy jednak, że **obniżka stóp jest możliwa tylko jeśli wzrost PKB spadnie (wrażnie) poniżej 3% r/r.**

■ Agencja ratingowa Moody's zdecydowała o utrzymaniu ratingu Polski bez zmian, zmieniając jednocześnie perspektywę ratingu na negatywną, **co jest sygnałem ostrzegawczym** dla rządu. Jak można było się spodziewać w świetle metodologii Moody's, główne powody zmiany perspektywy to ryzyko fiskalne (możliwość znaczącego zwiększenia wydatków i obniżki wieku emerytalnego) oraz „nieprzewidywalność zmian legislacyjnych” (pomoc „frankowiczom” i konflikt wokół Trybunału Konstytucyjnego). Data kolejnej oceny polskiej wiarygodności kredytowej przez Moody's jest dość bliska (9 września) i wówczas powinny być znane dalsze kroki rządu w wielu sprawach. Naszym zdaniem, właśnie dlatego agencja Moody's mogła poczekać z obniżką ratingu na konkretne działania rządu (bądź ich brak), a ryzyko wystąpienia niekorzystnych rozwiązań zostało odzwierciedlone w negatywnej perspektywie

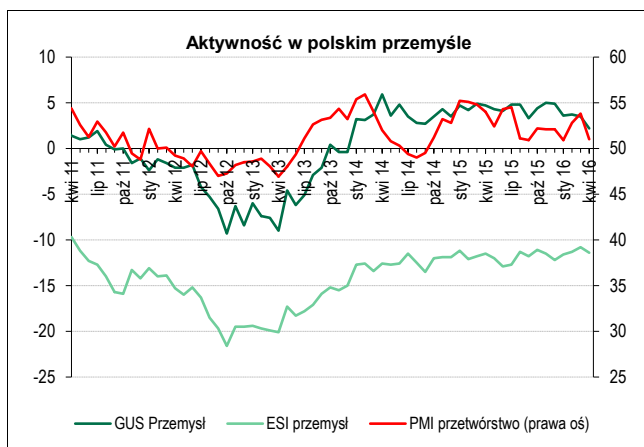
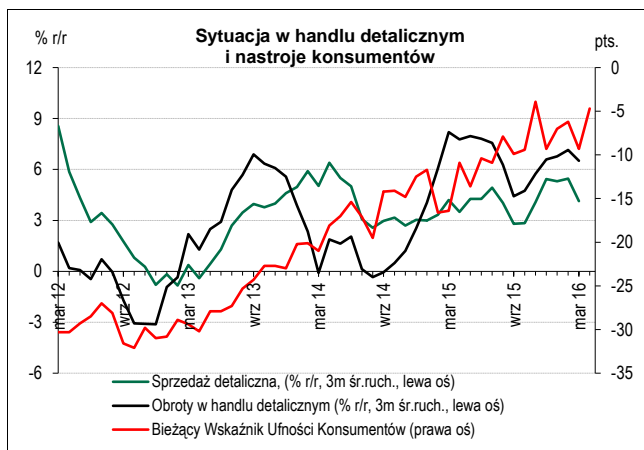
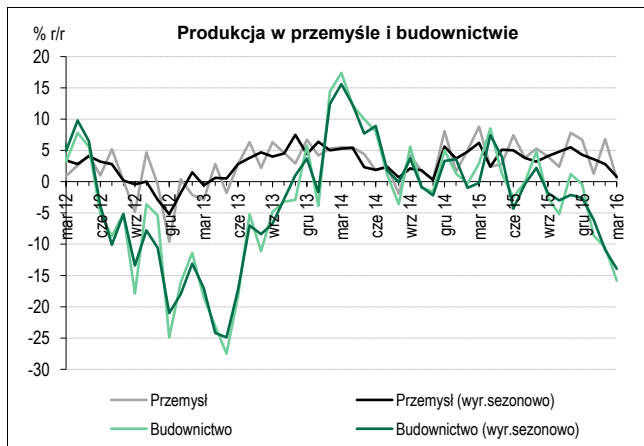
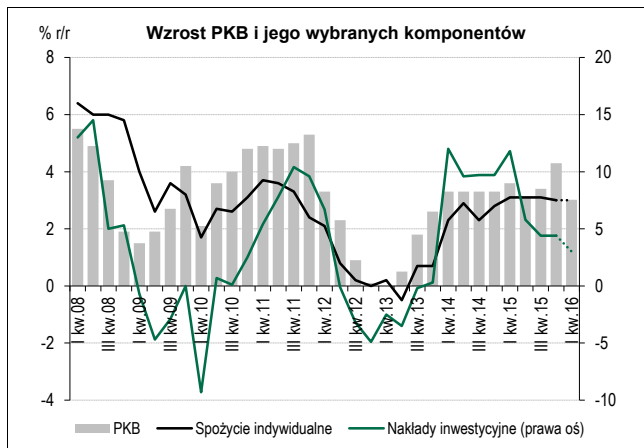
■ Polski rynek zareagował pozytywnie na decyzję Moody's, ponieważ niektórzy uczestnicy rynku spodziewali się (znacznie) bardziej krytycznej oceny, w związku z czym złoty i obligacje umocniły się (EURPLN poniżej 4,37 za euro, rentowność 10-latków do blisko 2,90%). Naszym zdaniem przestrzeń do dalszego umocnienia polskich aktywów będzie ograniczana przez szereg lokalnych czynników ryzyka. Trzy kluczowe projekty, na które trzeba zwrócić uwagę w najbliższych miesiącach to: 1. propozycje dot. kredytów walutowych; 2. zmiany wieku emerytalnego (nie tylko obniżenie, ale też dodatkowe warunki, jak np. minimalny okres składkowy czy minimalna wypracowana emerytura); 3. budżet na 2017 (które z obietnic wyborczych zostaną uwzględnione i jak będą sfinansowane?).

Na rynku finansowym 16 maja 2016 r.:

Stopa depozytowa NBP	0,50	WIBOR 3M	1,67	EURPLN	4,3727
Stopa referencyjna NBP	1,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	1,49	USDPLN	3,8625
Stopa lombardowa NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	2,11	CHFPLN	3,9577

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 16.05.2016 r.

Gospodarka Polski



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

Spowolnienie wzrostu PKB w I kw. 2016

Wzrost PKB wyniósł 3,0% r/r w I kw. 2016, wyraźnie mniej od oczekiwań (3,5% r/r). W ujęciu odsezonowanym zanotowano spadek o 0,1% kw/kw. i był to najniższy odczyt od końca 2012 r. O ile ujemny wynik kw/kw wynika naszym zdaniem w znacznej mierze z wysokiej bazy IV kw. 2015 (1,3% kw/kw), to jednak odczyt był bardzo rozczarowujący. Spodziewaliśmy się spowolnienia wzrostu, m. in. pod wpływem niższych inwestycji publicznych, które złapały zadyszkę ze względu na okres przejściowy między dwoma perspektywami unijnymi (słabe wyniki budownictwa w I kw. były mocnym argumentem wspierającym tę tezę). Nie znamy jeszcze struktury wzrostu, ale tak słabe dane mogą sugerować, że spowolnienie dotknęło także inwestycji prywatnych – były pewne sygnały, że tak się może stać (np. wyniki szybkiego monitoringu NBP). Nic natomiast nie wskazuje na spowolnienie konsumpcji, która naszym zdaniem utrzymała się na poziomie ok. 3% r/r.

Spodziewamy się odbicia wzrostu do ok. 3,5% r/r w kolejnych kwartałach. Spożycie indywidualne prawdopodobnie przyspieszy pod wpływem mocnego rynku pracy i programu 500+. Największym czynnikiem ryzyka dla wzrostu w Polsce jest obecnie sytuacja na zagranicznych rynkach i obawy o spowolnienie wzrostu w strefie euro, czyli u naszego największego partnera handlowego.

Przemysł i budownictwo sugerowały słabszy I kw.

Słaby (choć nie aż tak) wzrost PKB w I kw. był sugerowany przez słabe wyniki przemysłu i budownictwa: produkcja przemysłowa urosła o 3,0% r/r wobec 6,0% r/r w IV kw. 2015, a produkcja budowlana obniżyła się o 12,2% r/r wobec spadku o 1,5% r/r w IV kw. 2015. Wzrost eksportu (w euro) był tylko nieznacznie powyżej zera w skali rocznej (a w IV kw. 2015 r. urosł o 10% r/r).

W samym marcu, produkcja przemysłu wzrosła zaledwie o 0,5% r/r. Wyniki sektora zostały zaburzone przez efekt wysokiej bazy w górnictwie (w lutym 2015 r. w jednej z dużych kopalni miał miejsce strajk, potem odrabiany w marcu 2015 r.), ale i tak przetwórstwo urosło zaledwie o 1,8% r/r. Jeszcze bardziej rozczarowały wyniki budownictwa, gdzie produkcja spadła o 15,8% r/r. Budowa obiektów inżynierii lądowej pokazała spadek o 21,9%. Sektor ten jest pod wpływem spowolnienia inwestycji publicznych i projektów infrastrukturalnych współfinansowanych przez fundusze UE. Spodziewamy się poprawy produkcji budowlanej w dalszej części roku jako że wydatki środków UE nabiorą rozpędu, a budownictwo mieszkaniowe powinno przyspieszać (szczegóły na stronie 4).

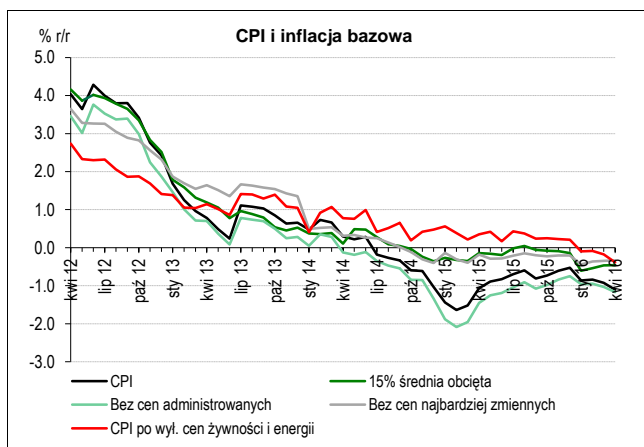
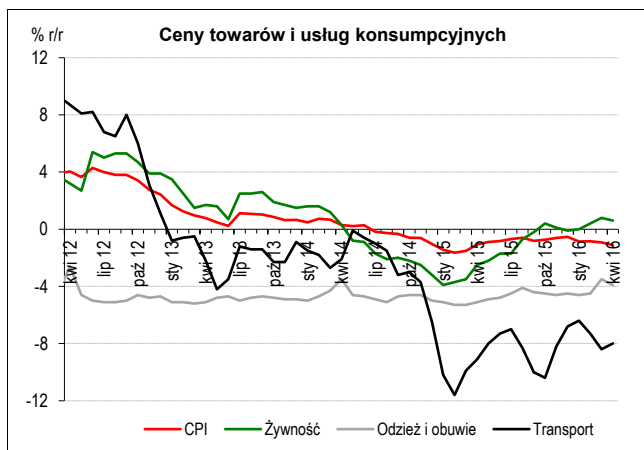
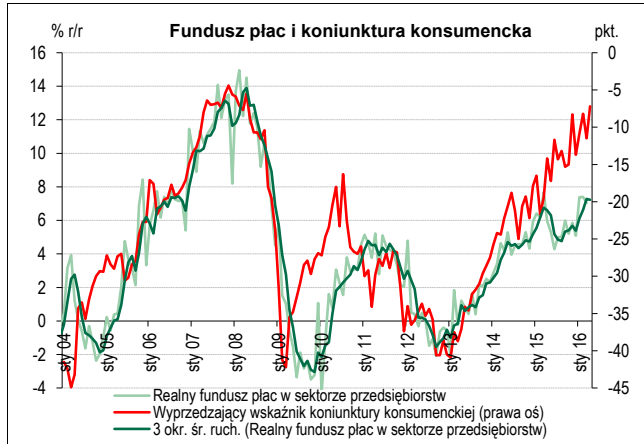
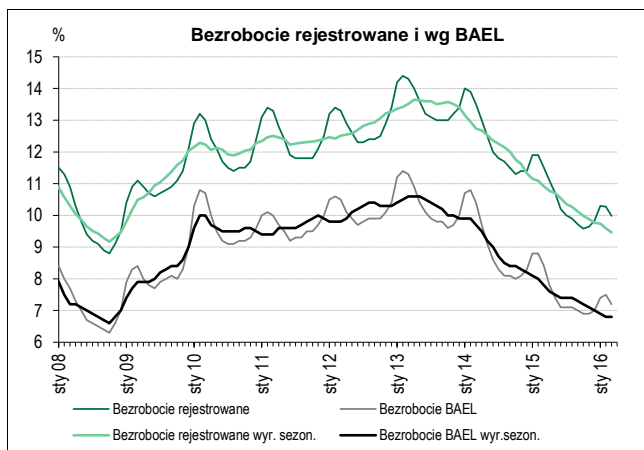
Dane o sprzedaży sugerują stabilny wzrost konsumpcji

Sytuacja w handlu detalicznym nie zmieniła się znacznie: realna sprzedaż detaliczna wzrosła o 4,4% r/r (tyle samo co w IV kw. 2015), a realne obroty w handlu detalicznym o 6,4% r/r (wobec 6,6% r/r w IV kw. 2015), co sugeruje, że wzrost konsumpcji prywatnej był podobny jak we wcześniejszych kwartałach. Struktura wzrostu była dość ciekawa, jako że efekt Wielkanocy wsparł sprzedaż żywności i w niewyspecjalizowanych sklepach, ale pogorszył sytuację w sprzedaży odzieży oraz sprzętów AGD i RTV.

Co będzie w II kw.?

Jesteśmy dość optymistyczni jeśli chodzi o perspektywy dla konsumpcji i budownictwa w nadchodzących kwartałach. Więcej jest znaków zapytania jeśli chodzi o przemysł, zwłaszcza po ostatnim spadku indeksu PMI (51,0 pkt.), który wrócił do poziomu ze stycznia po dobrym wyniku w lutym i marcu. Trudno wyciągać twarde wnioski na podstawie danych z jednego miesiąca. Niemniej raport nie napawał optymizmem, spadła wartość indeksu produkcji, nowych zamówień i zatrudnienia. Napływ nowych zamówień był najniższy od 19 miesięcy. Również inne wskaźniki wyprzedzające (ESI, wskaźniki koniunktury GUS) odnotowały pogorszenie. Początek roku był słaby dla przemysłu, a powtarzające się sygnały słabości zwiększają niepewność co do dalszej części roku.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, Eurostat, BZ WBK

Brak sygnałów osłabienia popytu na pracę

W marcu zatrudnienie w sektorze firm urosło o 2,7% r/r, powyżej oczekiwań. W ujęciu miesięcznym w sektorze przybyło aż 15,5 tys. miejsc pracy i był to najlepszy marzec od 2007 r. Dane pokazują, że popyt na pracę nie słabnie, a wręcz uległ wzmocnieniu w pierwszym kwartale 2016 r. Płace urosły o 3,3% r/r. Spowolnienie tempa wzrostu płac w porównaniu do lutego (3,9% r/r) prawdopodobnie wynikało głównie ze słabszego efektu dni roboczych.

Ministerstwo Pracy podało, że stopa bezrobocia rejestrowanego obniżyła się w kwietniu do 9,6%. Był to najniższy odczyt w tym miesiącu od 1991 r. Warto podkreślić, że Ministerstwo Pracy zwykle szacuje stopę bezrobocia na podstawie liczby pracujących z poprzedniego miesiąca. Naszym zdaniem, w kwietniu Ministerstwo posłużyło się nawet liczbą pracujących sprzed dwóch miesięcy (nie wiemy dlaczego). Biorąc pod uwagę szybkie tempo zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw, spodziewamy się, że faktyczna liczba pracujących jest wyższa niż założona przez Ministerstwo, w związku z tym finalny odczyt, który zostanie opublikowany przez GUS 25 maja, może wynieść 9,5%. Nasz szacunek odsezonowanej stopy bezrobocia pokazał spadek do 9,3% z 9,4% w marcu. Jesteśmy już bardzo blisko przedkryzysowego rekordu z października 2008 r. (9,2%).

Realny fundusz płac w sektorze firm wzrósł w marcu o 7,0% r/r. Solidne tempo wzrostu dochodów gospodarstw domowych sprzyja wzrostowi konsumpcji prywatnej w I kw. 2016 r. Sądzymy, że dobra koniunktura w krajowej gospodarce będzie dalej wspierała popyt na pracę, choć tempo wzrostu zatrudnienia może spowalniać pod wpływem wyczerpujących się zasobów wykwalifikowanej siły roboczej, co powinno mieć dodatni wpływ na tempo wzrostu płac. Efekt ten może zostać częściowo złagodzony przez nasilenie imigracji, które już od pewnego czasu można zaobserwować. Spodziewamy się, że tempo wzrostu zatrudnienia może jeszcze przyspieszyć, choć powinno spowolnić pod koniec roku. W tym czasie tempo wzrostu płac może przyspieszyć do ok. 4-5% r/r.

Deflacja się szerzy

Inflacja CPI wyniosła w kwietniu -1,1% r/r, zgodnie ze wstępnym odczytem i wobec -0,9% r/r w marcu. W ujęciu m/m ceny wzrosły o 0,3%. Ceny towarów konsumpcyjnych obniżyły się o 1,6% r/r, a ceny usług wzrosły o 0,3% r/r.

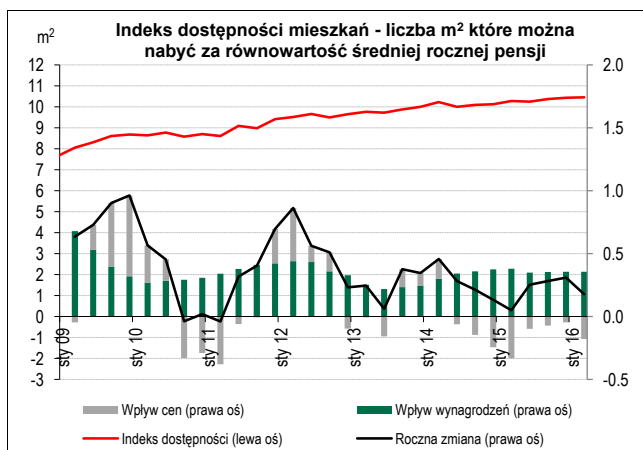
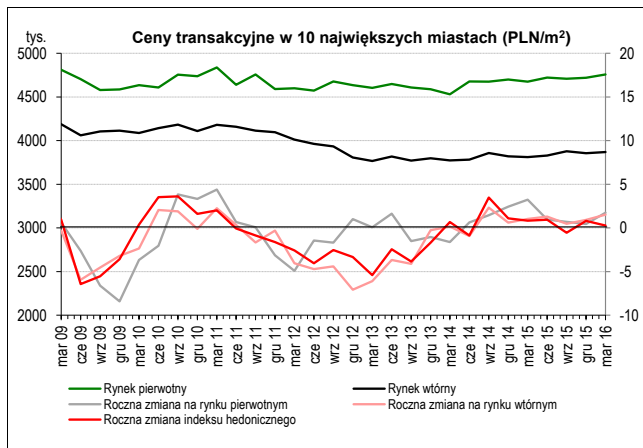
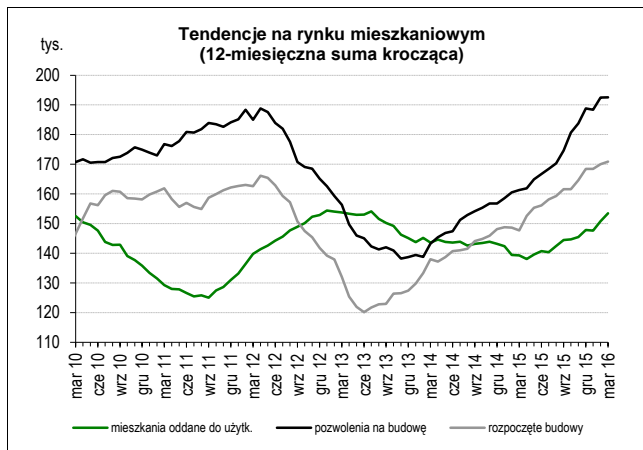
Ceny żywności i napojów bezalkoholowych wzrosły o 0,3%, głównie pod wpływem sezonowej podwyżki cen warzyw oraz rosnących cen cukru (choć ogólnie ceny żywności wzrosły w kwietniu słabiej niż zwykle). Ceny odzieży i obuwi wzrosły o 2,7% m/m i miało to związek z wprowadzaniem nowych kolekcji do sklepów. Wzrosły także ceny transportu (o 1,5% m/m), co wynikało przede wszystkim z droższych paliw (2,3% m/m). Obniżki zanotowano natomiast w kategorii rekreacja i kultura (o 0,8% m/m), co było skutkiem kontynuacji promocji telewizji cyfrowej, w kategorii łączność (o 0,6% m/m) oraz w kategorii użytkowanie mieszkania i nośniki energii (0,3% m/m) ze względu na obniżkę cen gazu.

Inflacja bazowa po wyłączeniu cen żywności i energii obniżyła się w kwietniu do -0,4% r/r, najniższego poziomu od momentu kiedy dostępne są te dane, tj. od 2001 roku. Wszystkie inne miary inflacji bazowej również są poniżej zera.

W marcu ceny producentów spadły o 1,7% r/r (po spadku o 1,5% r/r w lutym – dane po rewizji). W skali miesiąca spadek cen producentów wyniósł 0,1%. Co ciekawe, w poprzednich miesiącach inflacja PPI była obniżana głównie przez spadki cen ropy i innych surowców. Tymczasem, w marcu spadku cen zanotowano w innych kategoriach: w produkcji chemikaliów (-1,3%), produkcji papieru (-1,2%), komputerów (-0,9%) czy samochodów (-0,8%).

Wygląda na to, że tendencje deflacyjne nasilają się w sektorach, w których dotychczas pozostawały słabe lub umiarkowane. Nie widać presji na wzrost cen.

Rynek nieruchomości



Źródła: GUS, NBP, Eurostat, BZ WBK

Podaż mieszkań mocno w górę...

▪ Podaż nowych mieszkań rośnie w szybkim tempie: liczba ukończonych mieszkań (suma z 12 miesięcy) osiągnęła 153 tys. w marcu 2016 r., najwyżej od trzech lat. Ta liczba zapewne jeszcze się zwiększy, o czym świadczy wysoka liczba rozpoczętych budów (171 tys., najwięcej od 2008 r.) i pozwoleń na budowę (192 tys., najwięcej od 2009 r.). Naszym zdaniem, rosnący trend w liczbie oddawanych mieszkań może utrzymać się przez co najmniej 1-2 lata, na co wskazuje analiza opóźnienia między momentem uzyskania pozwolenia, rozpoczęcia budowy i oddania mieszkania. Najnowsze dane o pozwoleniach na budowę sugerują stabilizację, ale na razie nie możemy powiedzieć, czy jest to zapowiedź odwrócenia trendu. Wzrost podaży jest szczególnie widoczny w największych miastach (Warszawa, Kraków, Wrocław, Trójmiasto, Poznań, Łódź): między marcem 2015 r. a marcem 2016 r. oddano tam w sumie 54,4 tys. nowych mieszkań (najwięcej od 2007 r.) a w samym I kw. 2016 r. 13,7 tys. (+21,7% r/r).

... popyt również ...

▪ Popyt na mieszkania również pozostaje mocny. W sześciu największych miastach sprzedano łącznie 14,3 tys. mieszkań w I kw. 2016 (+24,8% r/r) i 54,7 tys. w okresie II kw. 2015 – I kw. 2016 (najwięcej w historii). Siła popytu częściowo wynika z dopłat w ramach programu MdM i aż 25% transakcji w I kw. 2016 opierała się na wsparciu z tego projektu. Zakupy w ramach MdM były szczególnie mocne w tych miastach, gdzie ostatnio podnoszono limity cenowe, czyli we Wrocławiu, Krakowie i Warszawie. Możliwe też, że niektórzy zdecydowali się przyspieszyć decyzję o kupnie mieszkania, by zdążyć przed 1 kwietnia, kiedy limity cen znów pójdą w dół. Program MdM został rozszerzony 1 września 2015 r. na rynek wtórny (wcześniej dotyczył tylko rynku pierwotnego), co zwiększyło rozmiary finansowania z 111 mln zł w II kw. 2015 r. do 391 mln zł w IV kw. 2015 r. Sytuacja gospodarcza jest korzystna dla kupujących, jako że rosnące płace i spadające bezrobocie wspiera ich dochody i zdolność kredytową. W związku z tym spodziewamy się utrzymania popytu na wysokim poziomie, chociaż może on nieco słabnąć w związku z obniżeniem limitów cen w ramach MdM oraz wykorzystaniem całej puli środków na 2016 r.

... więc ceny są dość stabilne a dostępność finansowa rośnie

▪ Jak pokazaliśmy powyżej, podaż rośnie i towarzyszy temu wzrost popytu. W sześciu największych miastach rozmiar dostępnej oferty oscyluje wokół 50 tys. już od kilku kwartałów. Ustabilizowanie relacji popytu do podaży skutkowało ograniczeniem presji na wzrost cen. Ceny transakcyjne na rynku pierwotnym i wtórny lekko rosną, ale korekta o jakość mieszkań (indeks hedoniczny) sugeruje, że trend jest nawet słabszy, a ceny urosły zaledwie o 0,3% r/r w I kw. 2016 r. Ceny mieszkań są przy tym wciąż znacząco poniżej szczytu z 2008 r. Uważamy, że możliwość pewnego osłabienia popytu przy wciąż wysokiej podaży może wyrzucić ujemną presję na wzrost cen.

▪ Dostępność finansowa mieszkań wciąż rośnie, przede wszystkim dzięki wzrostowi płac, który przeważa nad negatywnym efektem wzrost cen. Spodziewamy się kontynuacji tej tendencji. Jednak warunki kredytowania nieruchomości mogą ulec pewnemu pogorszeniu, ze względu na obniżenie maksymalnego dopuszczalnego LtV (do 85% w 2016 r. z 90% w 2015 r.) oraz rosnące marże. Wzrost marż został zasugerowany przez ostatnią ankietę NBP wśród przewodniczących komitetów kredytowych. Jednak jeszcze nie widać tego zjawiska w danych: przeciętne marże dla kredytów hipotecznych wyniosły 274pb w marcu 2016 r. wobec 263pb w listopadzie 2015 (lokalne minimum). Jak napisaliśmy wcześniej, środki finansowe z programu MdM na 2016 r. są już wyczerpane. Kontynuacja programu stoi pod znakiem zapytania (w przyszłości możliwe dofinansowanie tylko wynajmu), jednak nie znamy jeszcze żadnych szczegółów tych planów.

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragmenty majowego komunikatu RPP

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany, choć utrzymuje się niepewność dotycząca jego perspektyw. W strefie euro trwa stopniowe ożywienie, choć na aktywność w tej gospodarce negatywnie oddziałuje słaba koniunktura w krajach rozwijających się. W Stanach Zjednoczonych wzrost gospodarczy w I kw. br. obniżył się, czemu jednak towarzyszyła postępująca poprawa sytuacji na tamtejszym rynku pracy. Z kolei w Chinach wzrost PKB w dalszym ciągu stopniowo spowalnia, a Rosja i Brazylia pozostają w recesji.

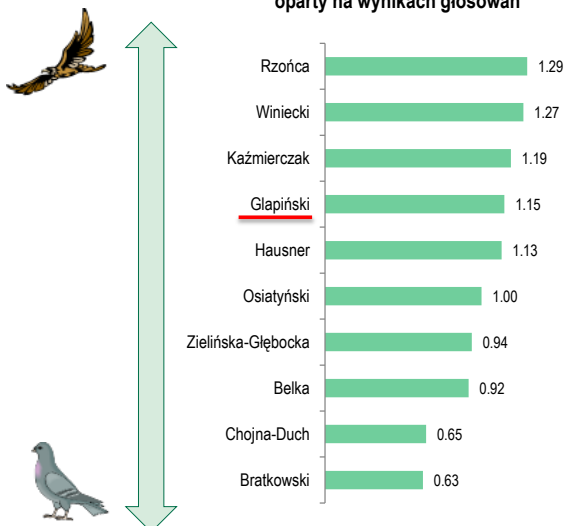
W Polsce zrewidowane dane o rachunkach narodowych wskazują, że wzrost PKB w IV kw. ub.r. był wyższy niż wcześniej szacowano. W I kw. br. nastąpiło prawdopodobnie pewne obniżenie dynamiki PKB. Wzrost aktywności jest nadal wspierany przez wzrost zatrudnienia, poprawę nastrojów konsumentów, dobrą sytuację finansową firm, wysokie wykorzystanie ich zdolności produkcyjnych, a także stabilny wzrost kredytu. Osłabienie wzrostu gospodarczego na początku br. było więc prawdopodobnie przejściowe, choć utrzymująca się niepewność dotycząca koniunktury za granicą jest czynnikiem ryzyka dla krajowej aktywności gospodarczej.

Ze względu na ujemną lukę popytową, a także umiarkowaną dynamikę przeciętnych nominalnych wynagrodzeń, w gospodarce nie ma obecnie presji inflacyjnej. Roczna dynamika cen konsumpcyjnych oraz cen produkcji pozostają ujemne. Do spadku cen przyczyniają się nadal głównie czynniki zewnętrzne, w szczególności wcześniejszy silny spadek cen surowców na rynkach światowych oraz niska dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki. Towarzyszą temu bardzo niskie oczekiwania inflacyjne. Utrzymująca się deflacja nie wywiera jak dotąd 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, po przejściowym spowolnieniu dynamiki PKB na początku roku, w kolejnych kwartałach oczekiwane jest utrzymanie stabilnego wzrostu gospodarczego. Głównym czynnikiem wzrostu pozostanie popyt konsumpcyjny wspierany rosnącym zatrudnieniem, prognozowanym przyspieszeniem płac oraz zwiększeniem świadczeń społecznych. Jednocześnie źródłem niepewności dla gospodarki – w tym dla kształtowania się cen – pozostaje ryzyko pogorszenia koniunktury na świecie oraz wahania cen surowców.

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

Indeks 'jastrzębkości' członków RPP oparty na wynikach głosowań



Indeks przyjmuje wartości od 0 do 2. Za głosowanie zgodne z podjętą przez RPP decyzją przyznawany jest 1 pkt., za głosowanie za bardziej 'jastrzębią' decyzją niż podjęta (mniej 'gołębią') przyznawane są 2 pkt., a za głosowanie za mniej 'jastrzębią' decyzją niż podjęta (bardziej 'gołębią') przyznawane jest 0 pkt. Średnia punktów za wszystkie głosowania w czasie trwania kadencji to wartość indeksu dla danego bankiera centralnego.

Źródła: NBP, BZ WBK

Stopy procentowe wciąż bez zmian

▪ Decyzja RPP o utrzymaniu stóp procentowych bez zmian była zgodna z oczekiwaniami. Ponadto, komunikat po posiedzeniu nie uległ dużym zmianom.

▪ Rada spodziewa się, że po zaskakująco mocnym wzroście gospodarczym w Polsce w IV kw. 2015 r. (4,3% r/r), w I kw. 2016 r. można oczekiwać pewnego spowolnienia ale będzie ono zapewne tymczasowe. W kolejnych kwartałach NBP oczekuje stabilnego i solidnego wzrostu, wspieranego głównie przez konsumpcję prywatną.

▪ Prezes NBP Marek Belka powiedział podczas konferencji, że ostatnie słabsze dane z gospodarki nie zmieniły poglądów RPP na politykę pieniężną i nie zwiększyły jej skłonności do obniżania stóp. Co więcej, inny członek Rady, Eryk Łon, który wcześniej był wśród osób sugerujących możliwość obniżek stóp jeśli wzrost gospodarczy spowolni powiedział, że obecnie nie widać żadnych zagrożeń, które uzasadniałyby poluzowanie polityki pieniężnej.

▪ Nasze prognozy pozostają bez zmian – sądzimy, że obniżki stóp mogłyby mieć miejsce tylko w przypadku silnego osłabienia dynamiki PKB (poniżej 3% w II kw.) lub znacznego umocnienia złotego, co nie jest jednak naszym scenariuszem bazowym. Dalej sądzimy, że stopy NBP pozostaną niezmiennie w najbliższych miesiącach.

Adam Glapiński – nowy prezes, stara polityka

▪ W pierwszych dniach maja Kancelaria Prezydenta poinformowała, że Andrzej Duda wskazał Adama Glapińskiego, byłego członka RPP, na stanowisko nowego szefa NBP. Kadencja Marka Belki kończy się 10 czerwca. Kandydatura ta musi zostać przyjęta przez Sejm, ale będzie to zapewne tylko formalność. Przesłuchanie Adama Glapińskiego przed Sejmową Komisją Finansów Publicznych zaplanowane jest 18 maja.

▪ Marek Belka pozytywnie ocenił kandydaturę Adama Glapińskiego, którego po zakończeniu jego kadencji w RPP powołał do zarządu NBP. Na konferencji prasowej po ostatnim posiedzeniu RPP Belka powtórzył, że Adam Glapiński to dobry kandydat i że w tej sytuacji kontynuacja w polityce pieniężnej to naturalna kolej rzeczy. W jednym z ostatnich wywiadów Glapiński podkreślił również, że Zarząd NBP jest ustabilizowany na wiele lat.

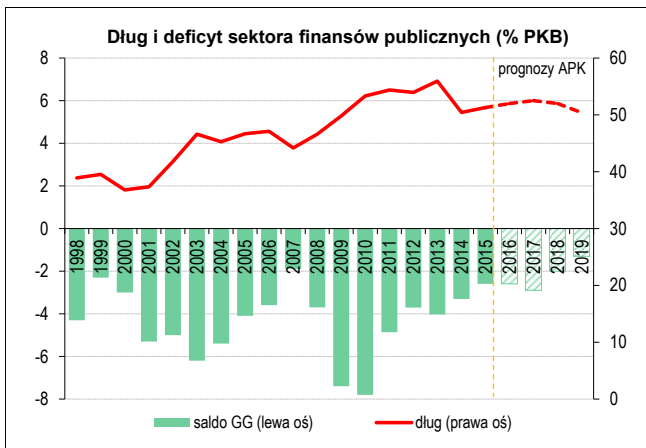
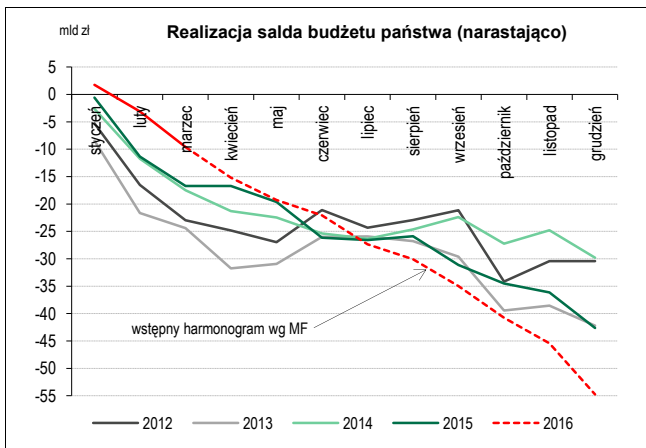
▪ Glapiński podkreśla istotność utrzymania niezależności banku centralnego i zadeklarował, że nie będzie pod wpływem politycznych nacisków. Jest również zwolennikiem konserwatywnej, tradycyjnej i klasycznej polityki pieniężnej, która będzie stabilizować gospodarkę i pozwoli uniknąć narastania nierównowag. Sugerował też, iż obecny poziom stóp procentowych jest odpowiedni i powinien pozostać bez zmian tak długo jak to możliwe. W zasadzie to wspominał, że kolejnym ruchem może być podwyżka stóp, ale jest bardzo ciężko określić kiedy to mogłoby mieć miejsce.

▪ Konserwatyzm Glapińskiego widoczny był też w tym jak głosował w trakcie swojej kadencji w RPP. W latach 2014-2015 nie poparł żadnego wniosku o obniżkę stóp, a za poluzowaniem polityki pieniężnej w całej kadencji głosował tylko trzy razy, co sprawiło, że był jednym z najbardziej jastrzębich członków Rady. Nasza syntetyczna miara nastawienia członków RPP potwierdza, że średnio był on bardziej jastrzębi niż większość w Radzie – widać to na wykresie po lewej.

▪ Adam Glapiński jest zwolennikiem utrzymania płynnego kursu walutowego, który postrzega jako efektywne narzędzie. Jeśli chodzi o kwestię kredytów walutowych, to jego zdaniem z punktu widzenia banku centralnego kluczowe jest, aby rozwiązanie zapewniało stabilność systemu bankowego. Powiedział również, że na obecnym etapie nie warto dyskutować czy i w jakim zakresie w tę operację będzie włączony NBP.

▪ W kwestii polityki fiskalnej, Glapiński widzi szanse wyższych wydatków tylko jeśli rząd zwiększy dochody (np. poprzez lepszą ściągalskość VAT-u), tak by utrzymać deficyt poniżej 3% PKB.

Pod lupą: polityka fiskalna



Główne założenia Programu Konwergencji na rok 2016 (% r/r)

	2016	2017	2018	2019
Nominalny PKB	4,1	5,6	6,0	6,5
Wydatki	4,4	6,4	4,7	4,7
Przychody	4,4	5,6	7,1	6,5
Przychody z wył. zdarzeń jednorazowych w 2016*	1,9	8,1	7,1	6,5
Przychody z wył. zdarzeń jednorazowych w 2016, obniżki VAT i zwiększenia ścigalności podatków*	1,6	8,1	6,1	5,7

* Szacunki BZWBK; do zdarzeń jednorazowych zaliczono: zysk NBP (9,7 mld) oraz wpływy z aukcji LTE (9,2 mld ZŁ).

Prognozy Ministerstwa Finansów dla proponowanych zmian w budżecie (wpływ na saldo DS w mld ZŁ, skumulowana zmiana w porównaniu z 2016)

		2017	2018	2019	
Obecne w scenariuszu bazowym PK	Obniżka VAT	-7,2	-7,6	-8,1	
	Lepsza ścigalność podatków	Min.	6,5	11,9	21,7
		Założona**	10,0	18,0	26,0
		Maks.	16,7	27,0	33,4
Nieobecne w scenariuszu bazowym PK	Wyższa kwota wolna od podatku	-4,0	-8,0	-12,0	
	Obniżenie wieku emerytalnego	-8,6	-10,2	-11,9	

** Wpływy przyjęte w PK oszacowane przez BZWBK na podstawie dostępnych danych częściowych.

Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, Eurostat, GUS, BZ WBK

Brak istotnych zagrożeń dla budżetu na 2016

Wg danych Ministerstwa Finansów deficyt budżetu państwa wyniósł po marcu 9,6 mld zł, lekko powyżej planu (9,3 mld zł). Przychody sięgnęły 76,8 mld zł (95% planu na I kw.), natomiast wydatki - 86,4 mld zł (96% planu). W marcu przychody z VAT spadły o 4% r/r do ok. 6 mld zł i był to drugi z rzędu słaby miesiąc po zaskakująco dobrym styczniu. Wpływy z podatku bankowego wyniosły 394 mln zł. Jeśli w przyszłych miesiącach pozostaną na podobnym poziomie, łączne przychody z podatku mogą na koniec roku wynieść ok. 1,5 mld zł mniej niż planowano. Także prognozy dla przychodów z podatku od handlu detalicznego i aukcji LTE mogą okazać się zawyżone (o min. 1 mld zł dla każdego z tych źródeł). Na obecnym etapie nie stanowi to jednak dużego zagrożenia dla budżetu, ponieważ jednorazowy przychód z tyt. zysku NBP powinien być o min. 5 mld zł wyższy niż planowano. Jeżeli jednak przychody z VAT nie wzrosną znacząco w przyszłych miesiącach, strefa komfortu Ministerstwa Finansów mocno się skurczy. Na chwilę bieżącą podtrzymujemy naszą opinię o braku znaczącego ryzyka dla budżetu.

Deficyt budżetowy wzrośnie w 2017, a następnie zacznie spadać

Przyjęty przez rząd Program Konwergencji (PK) na 2016 zakłada że realny wzrost PKB przyspieszy z 3,8% w 2016 r. do 4,1% w 2019 (prognozy do 2018 są takie same, jak w PK na 2015 poprzedniego rządu). Uważamy, że prognozy te są optymistyczne.

Deficyt sektora instytucji rządowych i samorządowych ma spaść do 1,3% PKB w 2019 (w zeszłym roku taki cel przyjęto dla 2018), co jest planem ambitniejszym, niż przewidywaliśmy. Zanim jednak luka w budżecie zacznie się zamykać, PK przewiduje jej wzrost w 2017 do 2,9% PKB, głównie przez większe wydatki, tylko w części pokryte wyższą ścigalnością podatkową. Stosunek długu publicznego do PKB także ma przekroczyć szacunki z 2015, osiągając w okresie objętym prognozą ponad 50%.

Sądzymy, że prognozy na 2017 są ryzykowne, ponieważ zakładają spory wzrost przychodów: wg naszych szacunków, po odliczeniu jednorazowych dochodów i zmian dyskrecjonalnych (obniżka VAT i wyższa ścigalność podatków), planowane przychody mają w 2017 wzrosnąć o 8,1% (wobec 5,6% wzrostu nominalnego PKB). Założenia mogą częściowo wynikać z oczekiwanego wzrostu wpływów z funduszy UE w 2017 (przewidzianego w wiosennej prognozie gospodarczej KE).

Program zakłada wzrost ścigalności podatków i obniżkę VAT w 2017, z której jednak minister finansów chciałby zrezygnować. Taka decyzja jest wg nas prawdopodobna, choć będzie ona zależeć od poziomu przychodów budżetowych w I połowie 2016.

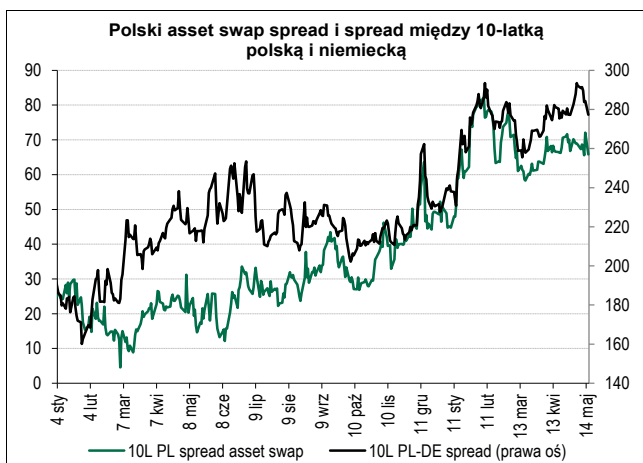
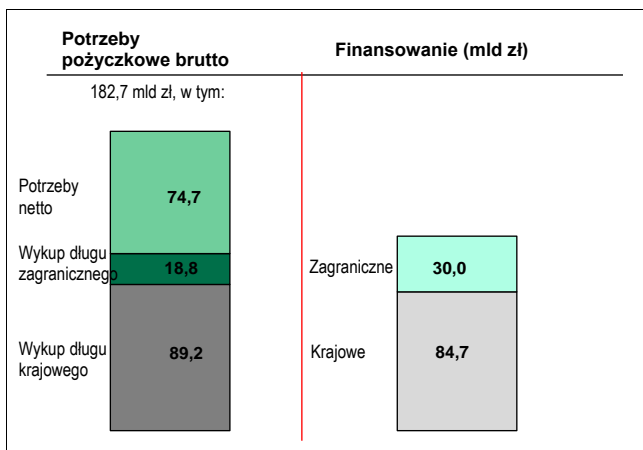
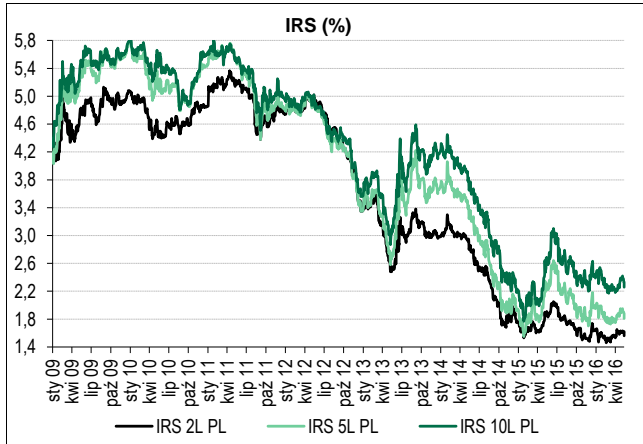
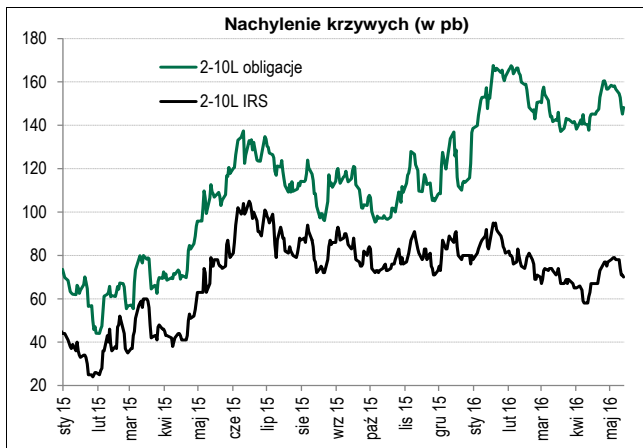
Scenariusz bazowy rządu nie przewiduje jednak realizacji obietnic wyborczych: wyższej kwoty wolnej od podatku i niższego wieku emerytalnego (program podaje mimo to ich szacowane koszty). Koszt pierwszej z obietnic mógłby zostać zredukowany przy jej stopniowej realizacji albo nawet zneutralizowany, jeśli dojdzie do reformy podatku PIT (co ostatnio sugerowała premier Szydło).

Wciąż brak szczegółów nt. obniżenia wieku emerytalnego

Znacznie groźniejszym pomysłem jest obniżenie wieku emerytalnego, które mogłoby skutkować nie tylko kosztami dla budżetu, ale także obniżeniem potencjału rozwojowego Polski poprzez nasilenie niedoborów siły roboczej, co zaszkodziłoby wzrostowi gospodarczemu w najbliższych latach. Czołowi działacze PiS w dalszym ciągu deklarują, że do obniżenia dojdzie w 2017.

Skutki tej decyzji dla gospodarki i budżetu będą jednak zależeć od dodatkowych warunków określonych w projekcie ustawy (minimalny staż pracy i poziom zgromadzonych składek emerytalnych itd). Rada Dialogu Społecznego (skupiająca przedstawicieli związków zawodowych, pracodawców i rządu) nie wypracowała wspólnego stanowiska. Należy uważnie śledzić dalsze dyskusje w tej sprawie, które przeniosą się teraz do parlamentu.

Rynek stopy procentowej



Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Rynek długu pod wpływem Moody's i rynków bazowych

▪ Na początku maja rentowności obligacji i stawki IRS pozostawały na podwyższonym poziomie po znaczącym wzroście w kwietniu (o 20 pb średnio na długim końcu krzywych). Był to efekt obaw o decyzję agencji Moody's odnośnie ratingu Polski. Jednakże przed publikacją tej decyzji oba rynki umocniły się dość znacząco, w ślad za spadkami rentowności na rynkach bazowych. W rezultacie rentowność krajowej 10-latki spadła ponownie poniżej 3% (po osiągnięciu 3,14% na początku maja), po raz pierwszy od trzech tygodni.

▪ W tym samym czasie, obie krzywe obligacji i IRS nieznacznie się spłaszczyły, głównie w wyniku znacznego zawężenia spreadu 2-5L. Co więcej, premia za ryzyko nieznacznie spadła, co było widoczne w zawężeniu spreadu polskiej 10L wobec Bunda 10L do 285 pb w oczekiwaniu na decyzję Moody's (z około 295 pb, najwyższego poziomu od lutego, osiągniętego na początku maja).

▪ Decyzja Moody's utrzymująca rating Polski na poziomie A2 i zmiana perspektywy ratingu na negatywny ze stabilnego poziomu była zgodna z naszymi przewidywaniami. Ta decyzja wsparła krajowe aktywa, gdyż rynek wycenił obniżenie ratingu Polski o jeden stopień. W efekcie rentowność 10-letniego benchmarku obniżyła się do prawie 2,90%. Widzimy jednak ograniczoną przestrzeń do dalszego spadku rentowności w najbliższych tygodniach ze względu na wiele czynników ryzyka tak krajowych, jak i zagranicznych. Należy do nich zaliczyć m.in. nową propozycję ustawy o konwersji kredytów walutowych na przełomie maja i czerwca, projekt ustawy o zmianie wieku emerytalnego, ale także zbliżający się termin referendum w Wielkiej Brytanii. W konsekwencji premia za ryzyko powinna pozostać na relatywnie wysokim poziomie.

▪ Sądzymy, że obie krzywe obligacji i IRS mogą kontynuować dalsze wypłaszczenie w krótkim terminie, co będzie raczej wynikiem osłabienia na krótkim końcu niż dalszego umocnienia na długim końcu krzywych. Jesteśmy mniej optymistyczni jeśli chodzi o perspektywę dla rynku stopy procentowej na dalszą część roku i oczekujemy wzrostu rentowności i IRS w kolejnych miesiącach. Głównym wsparciem dla tego trendu będą podwyżki stóp Fed oraz stabilny wzrost gospodarczy w strefie euro.

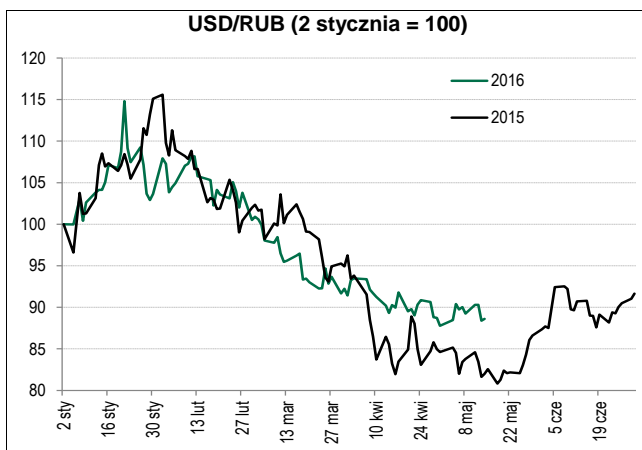
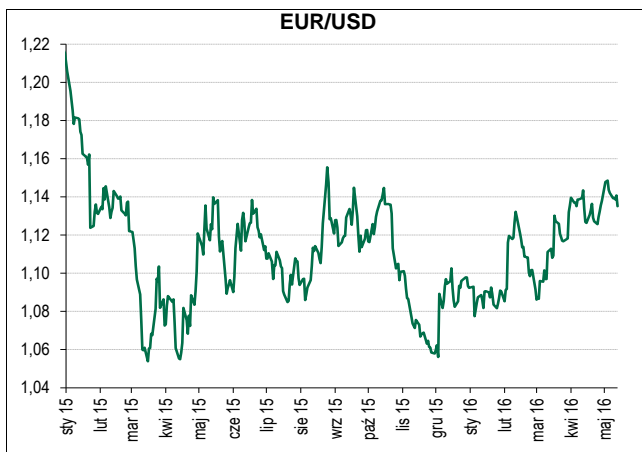
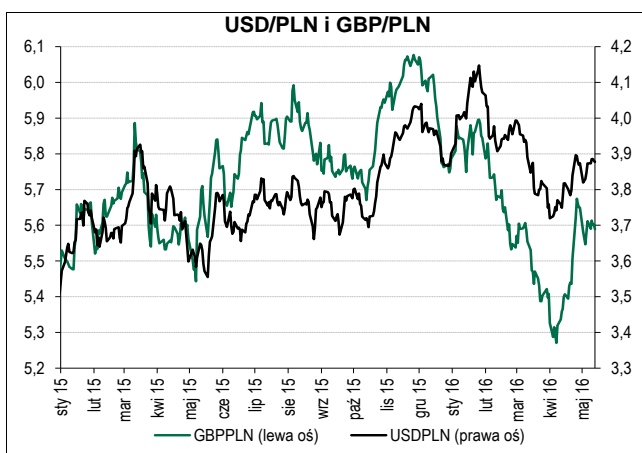
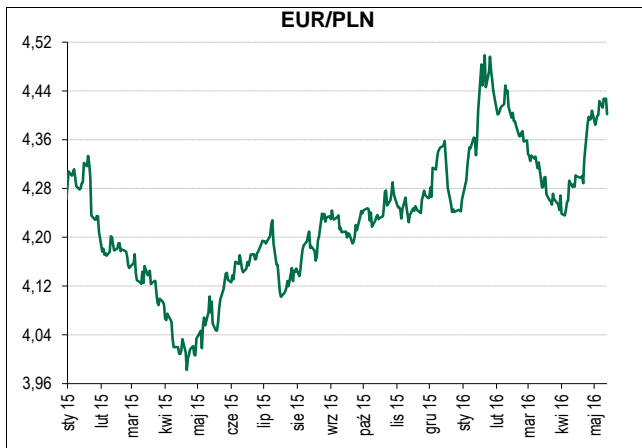
▪ Polskie obligacje przyciągają duże zainteresowanie inwestorów tak krajowych, jak i zagranicznych na rynku pierwotnym. Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje OK1018 i DS0726 za 4,7 mld zł, nieco więcej niż maksymalna oferta na poziomie 4,5 mld zł, w tym ponad 3 mld zł pochodzący ze sprzedaży 10L benchmarku. Popyt był solidny i wyniósł 7,1 mld zł. Szacujemy, że po aukcji potrzeby pożyczkowe na ten rok są już sfinansowane w ok. 65%.

Brak niespodzianek w danych makro może pchnąć FRA w górę

▪ Na rynku pieniężnym w pierwszej połowie maja stawki WIBOR pozostawały stabilne (tylko stawka 1M wzrosła o 1 pb), podczas gdy stawki FRA spadły o 1-11 pb, w tym najmocniej stawki najdłuższe. Wynikało to głównie ze znacząco słabszych wstępnych danych o PKB, które na nowo ożywiły oczekiwania na poluzowanie monetarne w kolejnych miesiącach. Obecnie rynek FRA widzi prawie 90% szans na obniżkę stóp o 25 pb w perspektywie dziewięciu miesięcy (wobec ok. 70% na koniec kwietnia).

▪ Rynek FRA, w naszej ocenie, wycenia dość znaczne prawdopodobieństwo redukcji stóp w dalszej części roku/początku 2017 r., co nie jest naszym bazowym scenariuszem. Dane za I kw. potwierdziły spowolnienie w stosunku do mocnego końca 2015, ale wg nas kluczowe dla polityki pieniężnej będą odczyty za II kw. Spodziewamy się, że nadchodzące dane potwierdzą dość solidną aktywność gospodarczą na początku II kw. (nasze prognozy produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej są powyżej oczekiwań rynku). Te dane mogą przynajmniej częściowo zneutralizować gołębi sygnał płynący z danych o PKB, co mogłoby zainicjować realizację zysków na krótkim końcu i rynku FRA. Natomiast stawki WIBOR powinny pozostać względnie stabilne w najbliższych tygodniach.

Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, Markit, BZ WBK

Ograniczony potencjał do umocnienia po decyzji Moody's

W kolejnych tygodniach po opublikowaniu kwietniowego raportu złoty dość gwałtownie tracił. Polska waluta była pod presją głównie czynników krajowych, takich jak rosnące obawy o obniżkę ratingu przez Moody's czy powracającą niepewność dotyczącą polskiego sektora bankowego. W efekcie, EURPLN wzrósł do 4,43 i tym samym złoty oddał znacznie więcej niż 50% zysków odnotowanych w kolejnych tygodniach po decyzji S&P z początku stycznia.

Zgodnie z naszymi przewidywaniami agencja ratingowa Moody's potwierdziła rating Polski na poziomie A2 i obniżyła perspektywę do negatywnej ze stabilnej. Decyzja ta umocniła złotego i w naszej ocenie EURPLN może jeszcze nieznacznie się obniżyć.

Jednocześnie, uważamy, że potencjał do umocnienia złotego jest raczej ograniczony. Warto zauważyć, że w ostatnich 10 latach złoty umocnił się w maju do euro tylko dwa razy – w 2008 (kiedy ryzykowne aktywa zyskiwały przed kryzysem finansowym w USA) i 2014 (dzięki oczekiwaniom na luźną politykę pieniężną w strefie euro). Średni majowy wzrost EURPLN za ostatnie 10 lat to ok. 2,3%. Wg nas nastrój na giełdach nie jest na tyle silny, aby zapewnić trwale wsparcie dla złotego, a EBC powstrzyma się zapewne od dodatkowych działań w najbliższym czasie. Na początku miesiąca EURPLN był blisko 4,37 i dlatego sądzimy, że potencjał do umocnienia złotego jest w krótkim terminie ograniczony.

Jesteśmy też ostrożni jeśli chodzi o miesiące wakacyjne i nie oczekujemy aprecjacji krajowej waluty z powodu (1) niepewności odnośnie dalszych działań rządu i nowych propozycji ustaw (m.in. odnośnie konwersji kredytów walutowych, wieku emerytalnego); (2) słabego nastroju wobec walut krajów rozwijających się; (3) zbliżającego się referendum w Wielkiej Brytanii (4) obaw o krajowy budżet na 2017, które mogą niebawem się pojawić.

W krótkim terminie możliwa konsolidacja EUR/USD

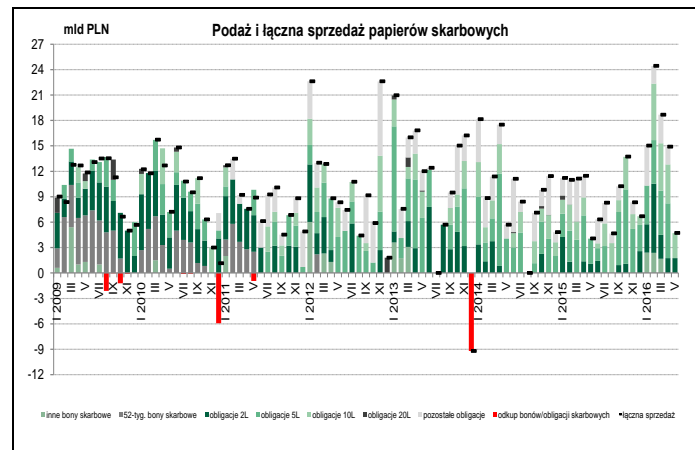
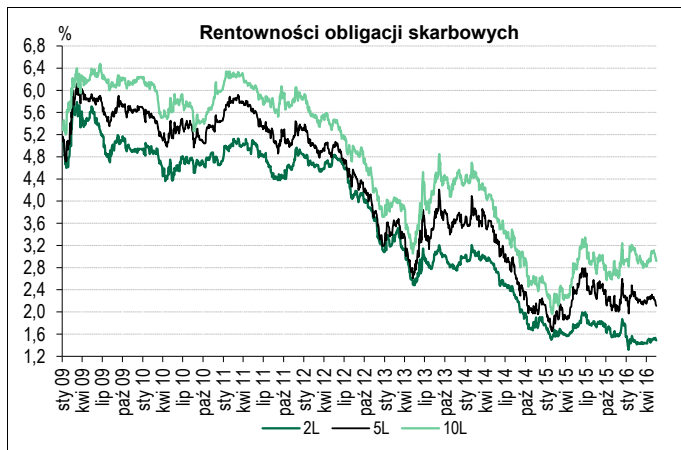
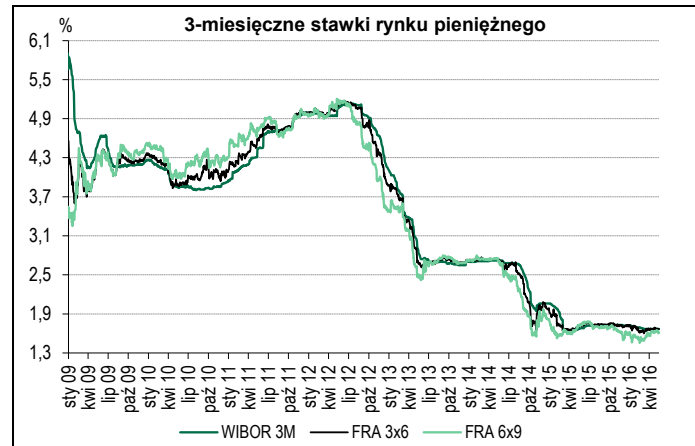
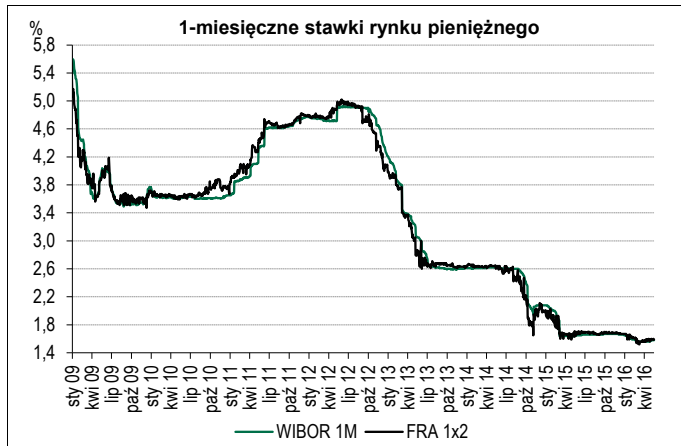
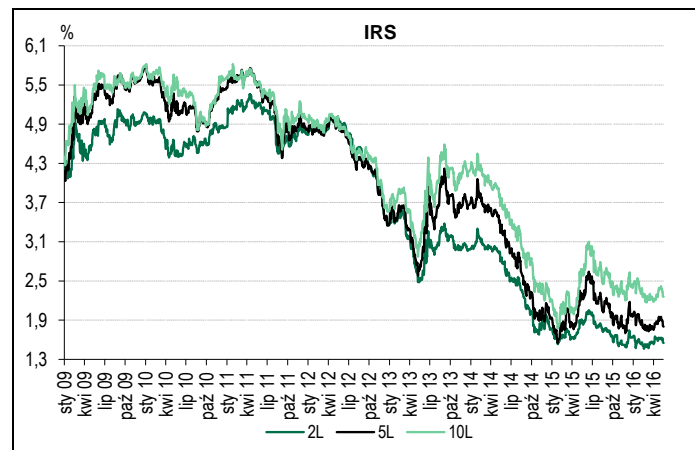
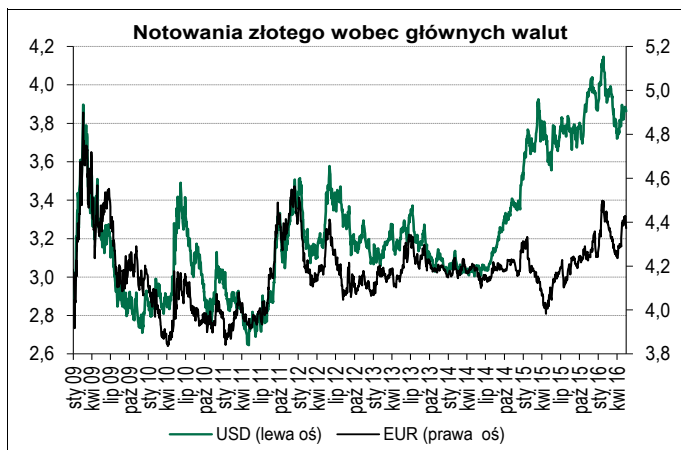
W ostatnim miesiącu pisaliśmy, że kurs EUR/USD może się obniżyć, ale zamiast tego mieliśmy do czynienia z konsolidacją w paśmie wahań z lekką tendencją wzrostową. Na początku maja EUR/USD osiągnął 1,16, ale w połowie miesiąca powrócił do 1,13.

Kurs EUR/USD jest obecnie wyraźnie powyżej poziomu 1,10, na którym był w marcu, kiedy EBC zdecydował się rozszerzyć program skupu aktywów. To sugeruje, że przedstawiciele banku centralnego mogą chcieć wpłynąć na obniżenie poziomu kursu swoimi wypowiedziami. Jednocześnie ostatnie dane z amerykańskiego rynku pracy wskazywały na wzrost zatrudnienia wyraźnie poniżej 200 tys. miesięcznie. Rynek obecnie zakłada, że Fed nie podniesie stóp procentowych do grudnia 2016 / lutego 2017, co może wspierać dolara. W sumie, sądzimy, że EUR/USD może pozostać blisko obecnych poziomów lub nieco poniżej w najbliższych tygodniach, w czasie gdy rynek będzie oczekiwał na wyniki referendum w Wielkiej Brytanii i czerwcowe posiedzenie Fed. Nadal spodziewamy się, że euro wznowi trend aprecjacyjny wobec dolara w dalszej części roku.

Ceny ropy kluczowe dla rubla

Rosyjski rubel pozostał mocny w ostatnich tygodniach, w obliczu kontynuacji wzrostowego trendu cen ropy naftowej. Kurs USD/RUB spadł do najniższego poziomu od listopada 2015, ale naszym zdaniem tendencja spadkowa traci stopniowo na sile i niedługo może nastąpić realizacja zysków. Warto zwrócić uwagę, że cena ropy Brent (jak również USD/RUB) powtarzają wzorzec widoczny w 2015 r. co jest kolejnym artefaktem statystycznym, który naszym zdaniem zwiększa prawdopodobieństwo korekty w krótkim terminie na rynku surowców. To z kolei mogłoby doprowadzić do realizacji zysków na rynku rubla, po jego ostatnim znacznym umocnieniu.

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
Maj '15	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											
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							
kwiecień	7.04	OK1018/DS0726	3000-6000	6356,6	28.04	WZ0120/PS0721/WZ0126	5000-8000	8534,7	24.03	PS0416/OK0716/PS1016	WZ0120/PS0721/WZ0126
maj	5.05	OK1018/DS0726	2500-4500	4703,9	25.05	Do ogłoszenia	2000-6000				

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja odkupu

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
16 maja	17 CZ: Wstępny PKB (I kw.) US: Rozpoczęte budowy domów (IV) US: Pozwolenia na budowę (IV) US: CPI (IV) US: Produkcja przemysłowa (IV)	18 PL: Place i zatrudnienie (IV) EZ: HICP (IV) US: Minutes FOMC	19 PL: Produkcja przemysłowa (IV) PL: PPI (IV) PL: Sprzedaż detaliczna (IV) US: Indeks Philly Fed (V)	20 US: Sprzedaż domów (IV)
23 DE: Wstępny PMI – przemysł (V) EZ: Wstępny PMI – przemysł (V)	24 DE: Indeks ZEW (V) DE: PKB (I kw.) US: Sprzedaż nowych domów (IV) HU: Decyzja banku centralnego	25 DE: Ifo indeks (V)	26 US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (IV) US: Niezakończona sprzedaż domów (IV)	27 PL: Minutes RPP US: Drugi szacunek PKB (I kw.) US: Indeks Michigan (V)
30	31 PL: PKB (I kw.) PL: Oczekiwania inflacyjne (V) EZ: Wstępny HICP (V) US: Dochody osobiste (IV) US: Wydatki konsumentów (IV) US: Indeks nastrojów konsumentów (V)	1 czerwca PL: PMI – przemysł (V) CN: PMI – przemysł (V) DE: PMI – przemysł (V) EZ: PMI – przemysł (V) US: ISM – przemysł (V) US: Beżowa księga Fed	2 EZ: Decyzja EBC US: Raport ADP (V)	3 DE: PMI – usługi (V) EZ: PMI – usługi (V) CZ: PKB (I kw.) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (V) US: Stopa bezrobocia (V) US: ISM – usługi (V) US: Zamówienia przemysłowe (IV)
6 DE: Zamówienia przemysłowe (IV)	7 DE: Produkcja przemysłowa (IV) CZ: Produkcja przemysłowa (IV) EZ: PKB (I kw.) HU: PKB (I kw.)	8 PL: Decyzja RPP HU: CPI (V)	9 DE: Eksport (IV) CZ: CPI (V)	10 US: Wstępny Michigan (VI)
13 PL: CPI (V) PL: Bilans płatniczy (IV)	14 PL: Podaż pieniądza (V) PL: Inflacja bazowa (V) EZ: Produkcja przemysłowa (IV) US: Sprzedaż detaliczna (V)	15 US: Decyzja FOMC US: Produkcja przemysłowa (V)	16 PL: Place i zatrudnienie (V) EZ: HICP (V) US: Indeks Philly Fed (VI) US: CPI (V)	17 PL: Produkcja przemysłowa (V) PL: PPI (V) PL: Sprzedaż detaliczna (V) US: Rozpoczęte budowy domów (V) US: Pozwolenia na budowę (V)

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
Place 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			30						
Bilans płatniczy	13	15	15	13	13	13	14	12				
Podaż pieniądza	14	12	14	14	13	14	14	12				

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

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		kwi 15	maj 15	cze 15	lip 15	sie 15	wrz 15	paź 15	lis 15	gru 16	sty 16	lut 16	mar 16	kwi 16	maj 16
PMI	pkt.	54,0	52,4	54,3	54,5	51,1	50,9	52,2	52,1	52,1	50,9	52,8	53,8	51,0	51,4
Produkcja przemysłowa	% r/r	2,4	2,8	7,4	3,8	5,3	4,0	2,4	7,8	6,7	1,3	6,8	0,5	3,8	5,0
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	8,5	1,3	-2,5	-0,1	4,8	-2,5	-5,2	1,2	-0,4	-8,6	-10,5	-15,8	-14,1	-14,1
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	-1,5	1,8	3,8	1,2	-0,3	0,1	0,8	3,3	4,9	0,9	3,9	0,8	3,4	3,1
Stopa bezrobocia	%	11,1	10,7	10,2	10,0	9,9	9,7	9,6	9,6	9,8	10,3	10,3	10,0	9,6	9,2
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	3,7	3,2	2,5	3,3	3,4	4,1	3,3	4,0	3,1	4,0	3,9	3,3	3,7	4,2
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	1,1	1,1	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2	1,4	2,3	2,5	2,7	2,8	2,9
Eksport (w euro)	% r/r	8,6	7,8	10,6	5,2	8,1	3,0	4,5	12,6	11,5	-0,4	4,7	-0,1	2,4	6,8
Import (w euro)	% r/r	7,7	0,5	10,3	7,3	6,7	5,2	0,2	6,7	3,8	0,3	7,3	1,7	-0,8	7,5
Bilans handlowy	mIn EUR	-117	500	-165	-727	-150	19	252	574	294	548	216	204	348	437
Rachunek bieżący	mIn EUR	929	928	-963	-1 174	-574	-608	-216	395	-603	805	-552	-103	1 047	1 496
Rachunek bieżący	% PKB	-0,9	-0,7	-0,4	-0,5	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	-0,4	-0,4	-0,2
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-16,7	-19,6	-26,1	-26,6	-25,9	-31,1	-34,5	-36,1	-42,6	1,8	-3,1	-9,6	-15,2	-19,3
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	36,2	42,6	56,7	57,7	56,1	67,6	74,8	78,4	92,5	-3,2	5,7	17,5	27,7	35,2
Inflacja (CPI)	% r/r	-1,1	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,9	-0,8	-0,9	-1,1	-0,7
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	0,4	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,1
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-2,7	-2,1	-1,4	-1,8	-2,7	-2,8	-2,3	-1,8	-0,8	-1,2	-1,5	-1,7	-1,3	-1,1
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	7,1	7,5	8,2	8,5	7,2	8,3	8,9	9,3	9,1	10,2	10,1	9,1	11,5	11,3
Zobowiązania	% r/r	7,8	7,8	8,7	8,8	7,7	8,9	9,2	9,7	9,1	9,9	10,4	9,4	11,5	11,4
Należności	% r/r	6,4	7,7	7,9	7,9	7,6	7,9	7,7	7,0	6,9	6,2	5,8	4,4	6,6	5,9
EUR/PLN	PLN	4,02	4,08	4,16	4,15	4,19	4,22	4,25	4,25	4,29	4,41	4,40	4,29	4,31	4,41
USD/PLN	PLN	3,73	3,66	3,71	3,78	3,77	3,75	3,78	3,96	3,95	4,06	3,96	3,87	3,80	3,88
CHF/PLN	PLN	3,88	3,93	3,98	3,96	3,89	3,86	3,91	3,92	3,96	4,03	3,99	3,93	3,94	3,99
Stopa referencyjna ^b	%	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	1,50
WIBOR 3M	%	1,65	1,67	1,70	1,72	1,72	1,72	1,73	1,73	1,72	1,71	1,69	1,67	1,67	1,67
Rentowność obligacji 2L	%	1,60	1,74	1,91	1,82	1,79	1,79	1,65	1,58	1,71	1,46	1,46	1,44	1,48	1,46
Rentowność obligacji 5L	%	1,98	2,38	2,68	2,45	2,40	2,43	2,18	2,10	2,28	2,24	2,26	2,18	2,25	2,27
Rentowność obligacji 10L	%	2,36	2,83	3,20	3,00	2,88	2,91	2,66	2,73	2,93	3,04	3,03	2,88	2,95	3,03

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	1 846,8	413,1	431,0	437,1	508,4	421,3	442,2	450,4	532,9
PKB	% r/r	1,3	3,3	3,6	3,4	3,6	3,1	3,4	4,3	3,0	3,4	3,6	3,5
Popyt krajowy	% r/r	-0,7	4,9	3,3	3,1	2,9	3,0	3,0	4,5	3,1	1,7	2,9	4,5
Spożycie indywidualne	% r/r	0,2	2,6	3,1	4,0	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0	3,5	4,6	4,8
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-1,1	9,8	6,1	3,7	11,8	5,8	4,4	4,4	3,0	3,5	4,0	4,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	2,3	3,4	4,8	4,7	5,3	3,9	4,3	6,0	3,0	5,1	6,3	4,5
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-10,3	4,3	0,3	-12,0	1,4	1,9	0,5	-1,5	-12,2	-12,3	-12,4	-11,2
Sprzedż detaliczna ^a	% r/r	2,6	3,1	1,5	4,9	0,7	1,4	0,4	3,2	1,9	3,3	6,9	6,9
Stopa bezrobocia ^b	%	13,4	11,4	9,8	8,7	11,5	10,2	9,7	9,8	10,0	8,9	8,5	8,7
Płace brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	3,4	3,6	3,3	4,2	4,1	3,1	3,0	3,2	3,7	4,3	4,2	4,7
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	-1,1	0,2	0,9	1,9	0,8	0,8	0,9	1,0	1,8	2,1	2,0	1,8
Eksport (w euro)	% r/r	5,7	6,4	8,3	6,8	9,8	9,0	5,3	9,3	1,5	6,5	9,0	10,0
Import (w euro)	% r/r	0,2	8,3	4,9	6,3	3,5	6,2	6,4	3,4	3,2	3,8	8,0	10,0
Bilans handlowy	mIn EUR	-335	-3 255	2 135	3 090	1 651	216	-852	1 120	968	1 392	-502	1 232
Rachunek bieżący	mIn EUR	-5 031	-8 303	-1 011	1 326	900	864	-2 348	-427	150	2 427	-1 764	513
Rachunek bieżący	% PKB	-1,3	-2,0	-0,2	0,3	-1,3	-0,4	-0,4	-0,2	-0,4	0,0	0,1	0,3
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-4,0	-3,3	-2,6	-3,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	0,9	0,0	-0,9	-0,5	-1,5	-0,9	-0,7	-0,6	-0,9	-0,8	-0,6	0,3
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	0,7	-1,0	-0,5	0,6	-1,5	-0,8	-0,8	-0,5	-1,1	-0,6	-0,2	0,6
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	1,2	0,6	0,3	0,0	0,4	0,3	0,3	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,3	-1,5	-2,2	-1,2	-2,7	-2,1	-2,4	-1,6	-1,5	-1,6	-0,9	-0,9
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	6,2	8,2	9,1	4,7	8,7	8,2	8,3	9,1	8,0	6,9	5,8	4,7
Zobowiązania ^b	% r/r	6,6	9,0	9,1	5,0	9,2	8,7	8,9	9,1	8,1	7,0	6,0	5,0
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	4,37	4,20	4,09	4,19	4,26	4,37	4,36	4,41	4,33
USD/PLN	PLN	3,16	3,15	3,77	3,87	3,72	3,70	3,77	3,90	3,96	3,85	3,90	3,77
CHF/PLN	PLN	3,41	3,45	3,92	3,83	3,93	3,93	3,90	3,93	3,98	3,93	3,77	3,63
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	1,49	1,61	1,75	1,80	1,65	1,45	1,48	1,50	1,53
Rentowność obligacji 5L	%	3,46	2,96	2,21	2,27	1,90	2,35	2,43	2,19	2,23	2,26	2,25	2,35
Rentowność obligacji 10L	%	4,04	3,49	2,69	3,11	2,24	2,79	2,93	2,77	2,98	3,03	3,10	3,33

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 16.05.2016 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