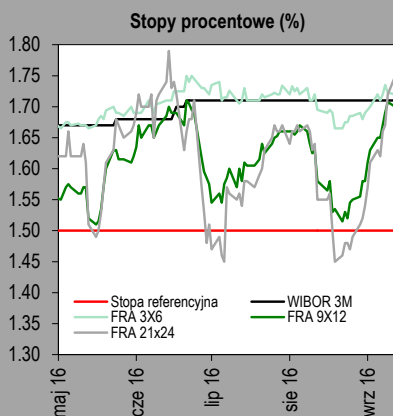
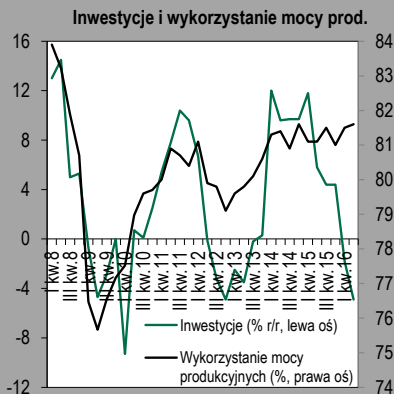


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Wrzesień 2016

Spada wiara w luzowanie



W tym miesiącu:

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

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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

■ Wzrost PKB nie przyspieszył istotnie w II kwartale, a największym rozczarowaniem okazały się inwestycje (-4,9% r/r). Naszym zdaniem w drugim półroczu również nie należy się spodziewać znaczącej poprawy koniunktury. Wprawdzie wzrost konsumpcji zapewne przyspieszy, wspierany solidnymi dochodami z pracy i zasiłkami na dzieci, ale może minąć sporo czasu zanim inwestycje wyraźnie odbiją w górę, a pozytywny wkład eksportu netto będzie trudny do utrzymania (eksport może spowolnić, a import przyspieszyć). Spodziewamy się bardziej widocznej poprawy w inwestycjach w przyszłym roku, ale do tego czasu wpływ programu 500+ na wzrost konsumpcji zacznie powoli zanikać. W efekcie, nasza prognoza wzrostu PKB to 3,1% w roku 2016 i 2,9% w 2017.

■ Rozczarujące dane o wzroście gospodarczym nieco zmniejszyły optymizm RPP dot. perspektyw gospodarki, ale nie zmieniły istotnie jej stanowiska w sprawie perspektyw polityki pieniężnej. Komunikat opublikowany po wrześniowym posiedzeniu Rady nie różnił się bardzo od tego po posiedzeniu lipcowym – RPP nadal wierzy, że spowolnienie wzrostu PKB i inwestycji było przejściowe. Przedstawiciele banku centralnego dali do zrozumienia, że nie myślą obecnie o obniżkach stóp procentowych, a prezes NBP wręcz wspominał o scenariuszu podwyżek stóp (wprawdzie dość odległym, w sytuacji gdy wzrost przyspieszy, a inflacja wzrośnie do ok. 1,5%). W efekcie, inwestorzy zupełnie stracili wiarę w możliwość rozluźnienia polityki pieniężnej w Polsce – rynek FRA wycenia obecnie praktycznie stabilne stopy procentowe w horyzoncie 21 miesięcy. Naszym zdaniem musiałyby się pojawić bardzo silne argumenty, aby nastąpił powrót do spekulacji o obniżkach stóp – np. gwałtowna aprecjacja złotego (której nie oczekujemy, biorąc pod uwagę obecne nastroje na rynkach światowych i słabnące perspektywy wzrostu) albo załamanie wzrostu PKB w skali wyraźnie większej niż obecnie przewidujemy (wzrost w kolejnych kwartałach bliżej 2% niż 3%).

■ Co ciekawe, jastrzębi komunikat RPP zbiegł się w czasie z falą obaw na rynkach światowych o to, że główne banki centralne (EBC, BoJ) mogą się wycofywać z dalszego łagodzenia polityki, a Fed może podwyższyć stopy procentowe już we wrześniu. Efektem była mocna wyprzedaż na światowych giełdach i rynkach długu, co pociągnęło za sobą przecenę polskich obligacji. Naszym zdaniem znaczna korekta cen obligacji może być wykorzystana przez inwestorów zagranicznych jako okazja do zakupów, w związku z czym widzimy przestrzeń do spadku rentowności obligacji (w kierunku sierpniowych minimów) jeżeli amerykański Fed nie zdecyduje się na podwyżkę stóp procentowych we wrześniu. Odbicie może być mniej wyraźne na krótkim końcu krzywej rentowności, ze względu na jastrzębie sygnały z RPP, które wygasily oczekiwania na obniżki stóp w Polsce. W efekcie, możemy być świadkami spłaszczenia krzywej.

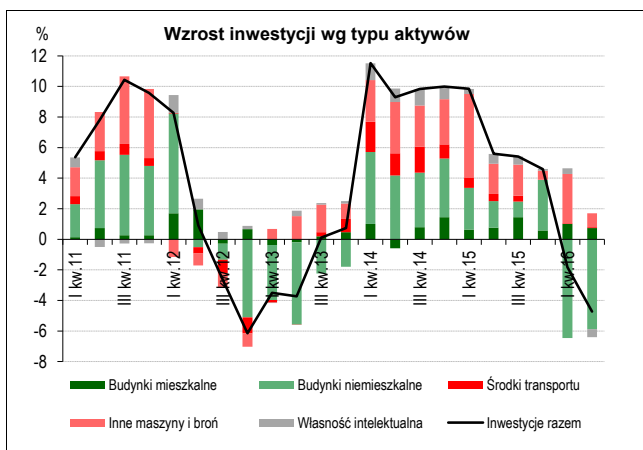
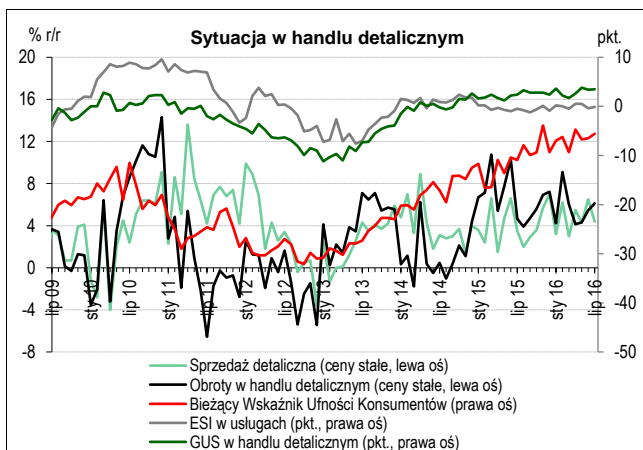
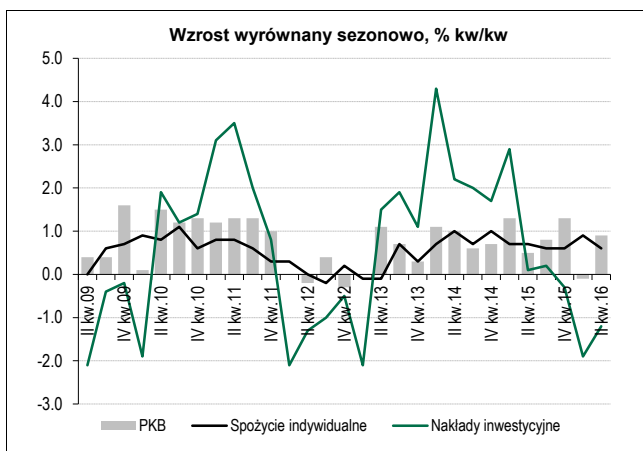
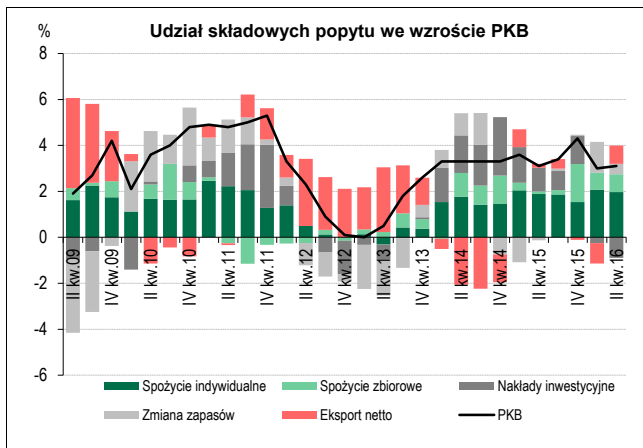
■ Jeśli chodzi o rynek walutowy, naszym zdaniem kurs EURPLN pozostanie raczej na podwyższonym poziomie i nie spodziewamy się powrotu do lokalnych minimów w najbliższym czasie. Czynniki negatywne dla złotego są zarówno natury krajowej (pogorszenie perspektyw wzrostu gospodarczego) jak i zewnętrznej (pogorszenie nastrojów globalnych, obawy o mniej ekspansywną politykę banków centralnych). Dodatkowo, analiza techniczna również sugeruje większy potencjał do wzrostu kursu EURPLN w nadchodzących tygodniach.

Na rynku finansowym 12 września 2016 r.:

Stopa depozytowa NBP	0,50	WIBOR 3M	1,71	EURPLN	4,3460
Stopa referencyjna NBP	1,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	1,72	USDPLN	3,8668
Stopa lombardowa NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	2,26	CHFPLN	3,9695

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 13.09.2016 r.

Gospodarka Polski

**Wzrost PKB nie przyspieszył wyraźnie w II kwartale**

Wzrost PKB w II kw. 2016 wyniósł 3,1% r/r, zgodnie ze wstępnym szacunkiem i wobec 3,0% r/r w I kw. 2016. W ujęciu odsezonowanym PKB wzrósł o 0,9% kw/kw i 3,1% r/r. Wzrost gospodarczy był generowany przez konsumpcję prywatną (która dodała do PKB 2,0 pp) i eksport netto (wkład 0,8 pp). Wzrost konsumpcji był nieco poniżej naszej prognozy. Największą negatywną niespodzianką były inwestycje, które spadły najbardziej od IV kw. 2012. Pozytywnie zaskoczył eksport, który wzrósł najmocniej od ponad 5 lat (wkład eksportu do PKB wyniósł 5,5 pkt. proc., najwięcej od 6 lat, przy negatywnym wkładzie importu 4,7pp).

Oczekujemy, że wzrost PKB ustabilizuje się blisko 3% r/r w kolejnych kwartałach. Konsumpcja prywatna powinna przyspieszyć w drugiej połowie roku, inwestycje raczej będą dalej spadały (choć wolniej), a jednocześnie zmiana zapasów i eksport netto będą miały mniejszy wkład do wzrostu PKB niż w II kwartale. Nie zmieniamy również prognozy PKB na 2017 r. (2,9%). Wprawdzie wzrost inwestycji powinien przyspieszać w przyszłym roku (szybszy napływ pieniędzy z UE), ale wpływ programu 500+ na konsumpcję będzie słabł. Jednocześnie, możliwe spowolnienie gospodarcze w strefie euro (w tym w Niemczech) i w Wielkiej Brytanii będzie negatywnie wpływać na polski eksport.

Wzrost konsumpcji nie przyspieszył...

Konsumpcja prywatna wzrosła w II kwartale o 3,3% r/r i 0,6% kw/kw po korekcie sezonowej. Stabilny wzrost popytu konsumpcyjnego wspierany był przez solidne dochody z pracy i poprawę nastrojów konsumenckich. Wyraźne ożywienie popytu konsumpcyjnego może nastąpić w III kwartale, kiedy w pełni będą widoczne efekty programu 500+. Spodziewamy się przyspieszenia wzrostu konsumpcji powyżej 4% r/r w kolejnych kwartałach.

... a wpływ 500+ może być mniej znaczący

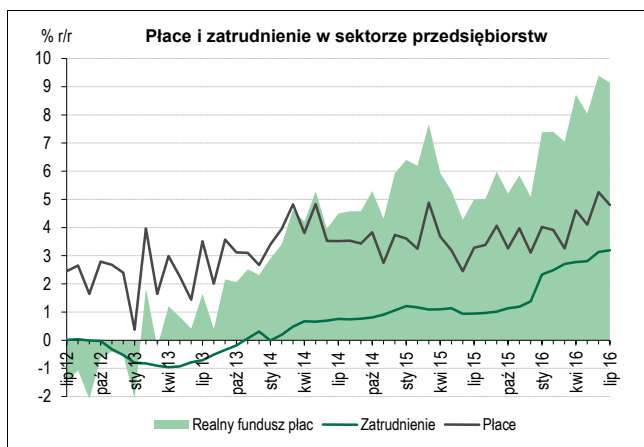
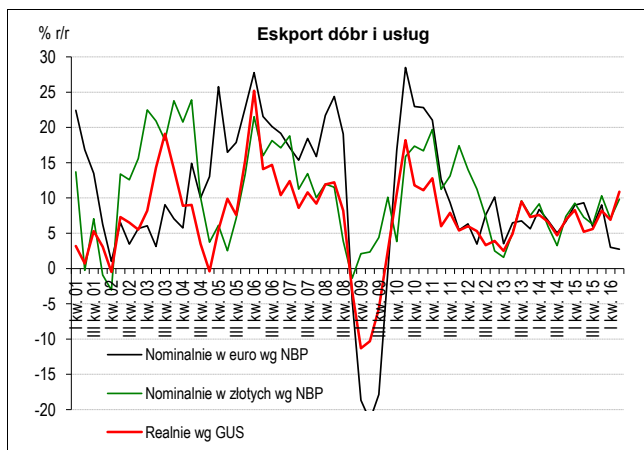
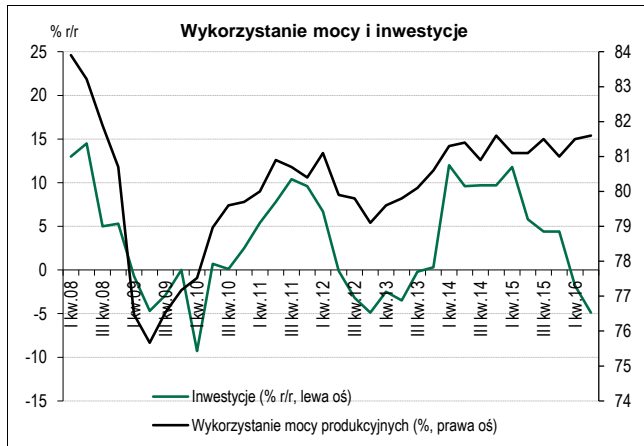
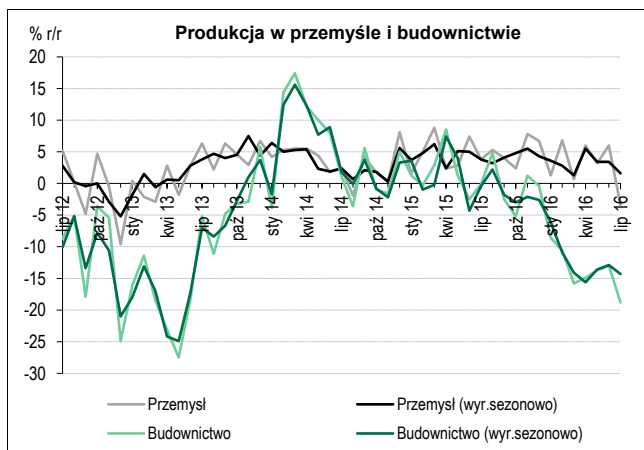
Warto jednak zaznaczyć, że najnowsze dane o sprzedaży detalicznej były raczej rozczarowaniem (wzrost o 4,4% r/r w cenach stałych w lipcu), sugerując brak przyspieszenia w tym obszarze. Realne obroty w handlu detalicznym wzrosły w lipcu o 6,1% r/r, podobnie jak w poprzednich miesiącach. Ogólnie, w danych o handlu wewnętrznym nie widać na razie śladów programu 500+. Nie widać ich również we wskaźnikach nastrojów konsumenckich. Analitycy NBP sugerują, że dodatkowe dochody gospodarstw domowych mogą być kierowane głównie do sektora usług, ale wskaźnik koniunktury w usługach ESI również nie pokazał istotnej zmiany w ostatnich miesiącach. Wszystko to wskazuje na ryzyko, że wpływ programu 500+ na przyspieszenie konsumpcji może się okazać mniejszy niż wstępnie zakładano.

Głęboki spadek w inwestycjach

Nakłady inwestycyjne brutto spadły w II kw. o 4,9% r/r (wyrównane sezonowo o 1,2% kw/kw). Nie znamy na razie rozbięcia w tym kwartale na sektor publiczny i prywatny, ale dane za I kwartał pokazały, że w tym okresie wyraźnie spadły nakłady inwestycyjne sektora prywatnego, a inwestycje publiczne lekko wzrosły. Najwyraźniej inwestycjom publicznym w I kwartale pomogły (zapewne jednorazowe) wydatki w sektorze obronnym. Rozbicie wydatków inwestycyjnych wg typu aktywów pokazuje, że w II kwartale spadły wydatki na urządzenia i uzbrojenie, co wspiera naszą hipotezę, że wzrost wydatków na obronność w I kw. miał charakter jednorazowy. Co więcej, dane z samorządów wskazują na głęboki spadek inwestycji w I i II kwartale (o ok. 50% r/r).

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

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, Eurostat, BZ WBK

▪ Dodatkowo, dane z dużych przedsiębiorstw (zatrudniających 50 i więcej osób) pokazały spadek inwestycji o 6% r/r w II kwartale (głównie w budownictwie, podczas gdy w urządzeniach nastąpiło odbicie). W sumie, wydaje się, że w II kwartale mieliśmy do czynienia z kontynuacją negatywnych tendencji zarówno w sektorze publicznym, jak i prywatnym.

▪ Pierwsze informacje z III kwartału nie napawają optymizmem, ponieważ w budownictwie w lipcu kontynuowane były mocne spadki (-18,8% r/r). Oczekujemy, że dynamika inwestycji poprawi się w II półroczu, ale pozostaje wielką niewiadomą, czy uda się jej wyjść na plus jeszcze przed końcem tego roku.

... chociaż otoczenie do inwestowania jest sprzyjające

▪ Inwestycje spadają pomimo silnego wzrostu kredytów inwestycyjnych, które w okresie styczeń-lipiec zwiększyły się o 5,4% (po korekcie kursowej). Co więcej, wykorzystanie mocy produkcyjnych pozostaje na wysokim poziomie (81,6% w II kwartale wobec średniego poziomu w latach 2005-2015 ok. 80,6%), a zatrudnienie nadal rośnie. Wszystkie te wskaźniki są dodatnio skorelowane ze wzrostem inwestycji i naszym zdaniem są argumentami, aby spodziewać się odbicia w tej kategorii. Jednak problemem jest wykorzystanie środków z UE – skumulowany 12-miesięczny napływ transferów z UE wyniósł po lipcu 4,4 mld €, wobec 7,1 mld € w 2015 i 10,5 mld € w 2014 r. Naszym zdaniem ciąży to głównie na inwestycjach w infrastrukturę. Jednak chociaż inwestycje po wyłączeniu budownictwa niemieszaniowego wzrosły w II kw. o 1,8% r/r, to zanotowały mocne spowolnienie wzrostu w porównaniu z 2015 r. (5,8% r/r).

Eksport zaskoczył na plus, ale może się osłabić

▪ Według rachunków narodowych, eksport towarów i usług wzrósł w II kwartale o 10,9% r/r w cenach stałych (4,1% kw/kw po wyrównaniu sezonowym), a import o 9,9% r/r (2,5% kw/kw). Te wyniki są dość zaskakujące, biorąc pod uwagę fakt, że wszystkie inne wskaźniki dotyczące eksportu pokazują wyraźne wyhamowanie jego wzrostu (patrz wykres). Historycznie, realny wzrost eksportu wg rachunków narodowych był bardziej skorelowany z nominalnym wzrostem eksportu w euro niż w PLN. Zagadką tkwi w deflatorze, który pokazał stabilne ceny eksportu w II kwartale, pomimo osłabienia efektywnego kursu złotego (NEER) o 3,8% r/r. Możliwym wytłumaczeniem jest to, że polscy eksporterzy obniżyli ceny w euro, tak aby ceny w złotych pozostały bez zmian. Ostatnie dane o handlu światowym oraz niemieckiej produkcji i eksporcie były słabe, co sugeruje, że dynamika polskiego eksportu może słabnąć w kolejnych kwartałach.

▪ Osłabienie w handlu światowym odbiło się już negatywnie na polskim przemyśle, który w lipcu rozczarował, pokazując spadek produkcji o 3,4% r/r. Odczyt był poniżej wszystkich prognoz rynkowych. Chociaż w lipcu zadziałał negatywny efekt dni roboczych (o dwa dni mniej niż w lipcu 2015), dane wyrównane sezonowo pokazały również bardzo słaby wynik – wzrost zaledwie o 1,6% r/r, wobec średniej 3,4% r/r w okresie styczeń-czerwiec.

Płace pod wpływem czynników jednorazowych

▪ Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w lipcu o 3,2% r/r, zgodnie z oczekiwaniami. W ujęciu miesięcznym zatrudnienie wzrosło o 9 tys., najmocniej od 2010 r., a od stycznia zwiększyło się o 59 tys., co jest najlepszym wynikiem od 2007 r. Dane o wskazują na ciągły wzrost popytu na pracę, chociaż trzeba pamiętać, że ten trend może być częściowo zaburzony przez zmianę form zatrudnienia.

▪ Wzrost płac wyniósł 4,8%, mniej niż w czerwcu (5,3% r/r) ale powyżej prognoz. Dobry wynik to efekt płatności premii w górnictwie, więc oczekujemy, że w kolejnych miesiącach wzrost płac spowolni, choć pozostanie powyżej 4% r/r. Realny fundusz płac w sektorze firm wzrósł w lipcu o 9,1% r/r, co było drugim najmocniejszym odczytem od 2008 r. Dobra sytuacja rynku pracy będzie miała pozytywne przełożenie na konsumpcję prywatną III kw. tego roku.

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragmenty wrześniowego komunikatu RPP

Wzrost aktywności gospodarczej na świecie pozostaje umiarkowany, przy czym utrzymuje się niepewność dotycząca jego perspektyw. W strefie euro – mimo negatywnego oddziaływania słabej koniunktury w pozaeuropejskich gospodarkach wschodzących – wzrost gospodarczy jest stabilny.

W Polsce dynamika PKB w II kw. br. nieznacznie wzrosła. Głównym czynnikiem wzrostu pozostał stabilnie rosnący popyt konsumpcyjny, wspierany przez systematyczną poprawę sytuacji na rynku pracy, korzystne nastroje gospodarstw domowych oraz uruchomienie programu „Rodzina 500 plus”. Do wyższej dynamiki PKB w II kw. przyczyniło się również istotne przyspieszenie wzrostu eksportu. Ograniczająco na wzrost PKB oddziaływał natomiast spadek inwestycji, związany z przejściowym zmniejszeniem wykorzystania środków unijnych po zakończeniu poprzedniej perspektywy finansowej UE oraz utrzymującą się niepewnością dotyczącą perspektyw wzrostu gospodarczego.

Ze względu na ujemną lukę popytową, a także umiarkowaną – choć rosnącą – 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 czynniki zewnętrzne, głównie wcześniejszy silny spadek cen surowców na rynkach światowych oraz niska dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki. Towarzyszą temu niskie oczekiwania inflacyjne. W świetle dostępnych obecnie informacji utrzymująca się deflacja nie wywiera jak dotąd negatywnego wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych.

W ocenie Rady w najbliższych miesiącach roczny wskaźnik cen konsumpcyjnych pozostanie ujemny. Skala deflacji będzie jednak stopniowo malała, do czego przyczyni się wygasanie efektów niskich cen surowców na rynkach światowych. W kolejnych kwartałach wzrost dynamiki cen będzie wspierany przez stabilny wzrost PKB, następujący w warunkach rosnącej dynamiki wynagrodzeń oraz zwiększonych świadczeń wychowawczych. Wzrosnąć powinny również inwestycje, czemu sprzyjać będzie stopniowe zwiększanie wykorzystania funduszy unijnych, dobra sytuacja finansowa firm oraz rosnące wykorzystanie ich zdolności produkcyjnych. Źródłem niepewności dla oczekiwanego kształtowania się aktywności gospodarczej i dynamiki cen pozostaje natomiast ryzyko pogorszenia globalnej koniunktury oraz obniżenia 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.

RPP ani myśli o obniżkach stóp procentowych

▪ Jak powszechnie oczekiwano Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła we wrześniu stóp procentowych. Komunikat po posiedzeniu jest podobny do poprzedniego a najważniejszy fragment stanowi: „obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną”. Dodatkowo, według RPP, spadek inwestycji był tymczasowy (wynikał z niskiej absorpcji środków unijnych, inwestycje powinny przyspieszyć na początku 2017 r.), w gospodarce nie ma presji inflacyjnej, a deflacja nie wywiera jak dotąd negatywnego wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych.

▪ Na samym początku konferencji prasowej prezes NBP, Adam Glapiński, powiedział, że nic specjalnego się nie wydarzyło. Po jej zakończeniu trudno się z tym stwierdzeniem nie zgodzić. Chociaż szef banku centralnego powiedział, że tempo wzrostu PKB w tym roku będzie zapewne poniżej oczekiwań Rady, to jego zdaniem gospodarka powinna wzrosnąć o 3,1-3,3% (blisko tempa wzrostu potencjalnego). Z tego powodu RPP nadal uważa, że polityka wyczekiwania jest obecnie najlepszym możliwym podejściem. Zapytany o pokusę obniżenia stóp by wspomóc wzrost gospodarczy Glapiński odrzucił taki pomysł i zaczął rozważać (odległy wszakże) scenariusz podwyżek stóp w sytuacji kiedy gospodarka przyspieszy a inflacja odbije do 1,5%. Podtrzymujemy prognozę, że stopy procentowe pozostaną bez zmian w 2016 i 2017 r.

Marek Chrzanowski rezygnuje z członkostwa w RPP

▪ Marek Chrzanowski postanowił zrezygnować z członkostwa w RPP z powodów osobistych.

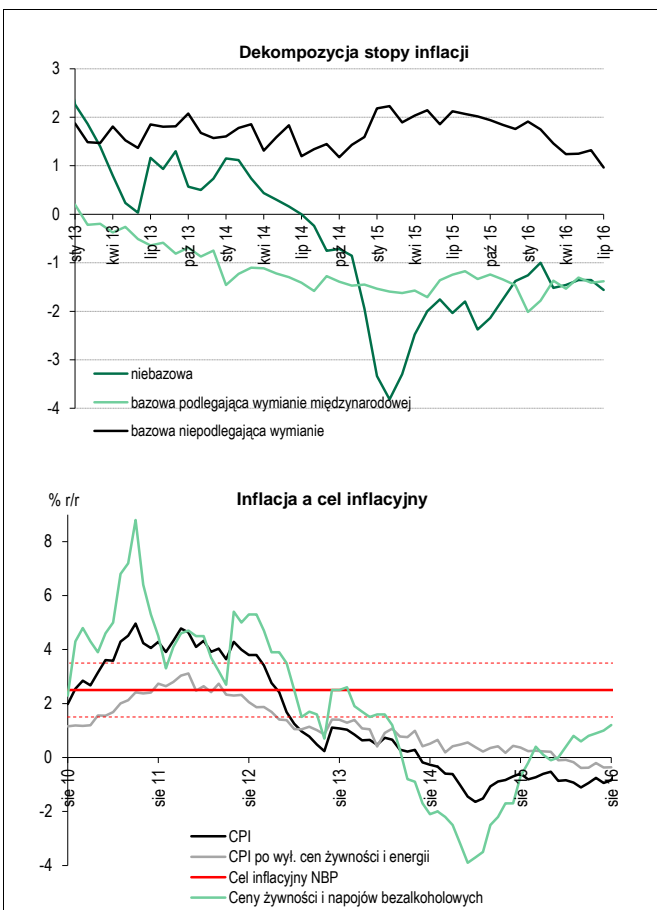
▪ Chrzanowski nie był zwolennikiem dalszego luzowania polityki pieniężnej – w niedawnym wywiadzie stwierdził, że próbując pobudzić wzrost gospodarczy za pomocą obniżek stóp procentowych można bardziej zaszkodzić niż pomóc. Co więcej, sugerował, że w kolejnych kwartałach Rada powinna raczej rozważyć podwyżki stóp niż obniżki. W jego ocenie, stabilność systemu bankowego (negatywny wpływ obniżek mógłby przesłonić korzyści) była istotnym argumentem przy podejmowaniu decyzji o stopach procentowych.

▪ Jego następcą nie jest jeszcze znany, więc trudno przesądzić czy nowy członek RPP zmieni rozkład głosów.

NBP krytykuje projekt ustawy o kredytach walutowych

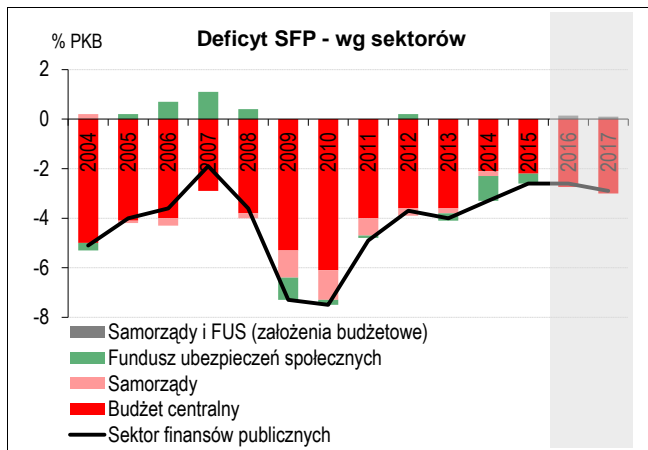
▪ NBP skrytykował wiele kwestii prezydenckiego projektu ustawy o kredytach walutowych. Szczególny nacisk położono na koszty dla sektora bankowego, które według analityków banku centralnego będą dwukrotnie większe niż założono w projekcie (3,6-4,0 mld zł). Dodatkowo, projekt nie wziął pod uwagę zwrotu nadpłaconego przez banki podatku CIT. Skrytykowany został też zakres osób mających zostać objętymi przez ustawę (powinien ograniczać się tylko do tych, które mieszkają w kredytowanej nieruchomości) czy niektóre ważne założenia (nie ma powodu, by banki płaciły karne odsetki za pobrane zbyt wysokie spready; maksymalna kwota kredytu kwalifikująca się do zwrotu nie ma uzasadnienia). Projekt ustawy zakłada, że zwrot spreadu zostanie wyliczony jako nadpłacona kwota we frankach przeliczona na złote po bieżącym kursie. Wg NBP, kwota powinna być sumą nadpłaconego spreadu w złotych.

▪ Sierpniowy CPI wyniósł -0,8% r/r, zgodnie ze wstępnym odczytem i wobec -0,9% r/r w lipcu. Spadek deflacji w ujęciu r/r wynikał głównie ze zmian cen żywności, które spadły o 0,5% m/m, duże mniej niż zazwyczaj w tym czasie (zwykle spadek to ok. 1% m/m). Zakłócenie wzorca sezonowego to głównie zasługa wzrostu cen mięsa (o 1% m/m), które drożeją już od kilku miesięcy, oraz mocnego wzrostu cen cukru (o 5,7% m/m). Na uwagę zasługuje także wzrost cen o 0,3% m/m w kategorii „inne usługi i towary” – najsilniej od sierpnia 2009 r. Ruch ten wynikał przede wszystkim z podwyżek cen ubezpieczeń o 0,7% m/m. Oczekujemy dalszego stopniowego wzrostu inflacji i wyjścia na plus w grudniu.



Źródła: NBP, Eurostat, GUS, BZ WBK

Pod lupą: polityka fiskalna



Założenia co do dochodów budżetowych w 2017 i plan na 2016 (mld zł)			
Dochód	2016	2017	% r/r
Łączne dochody	317.7	324.1	2.0
Doch.y skor. o efekty jednorazowe, nowych podatków i ściągłości	296.8	307.9	3.7
Dochody podatkowe	275.3	299.8	8.9
VAT	128.9	143.0	10.9
VAT bez lepszej ściągłości	128.9	135.0	4.7
akcyza	65.3	69.0	5.7
CIT	26.1	28.6	9.6
CIT bez lepszej ściągłości	26.1	26.6	1.9
PIT	48.6	51.0	4.9
Dochody niepodatkowe	40.7	22.4	-44.9

Założenia co do wydatków budżetowych w 2017 i budżet na 2016 (mld zł)			
Wydatek	2016E	2017E	% r/r
Łączne wydatki	368.5	383.4	4.0
Subwencje i dotacje	197.0	209.6	6.4
Świadczenia dla os. fiz.	25.2	25.7	1.9
Bieżące wydatki jednostek budż.	68.8	71.2	3.3
Wydatki majątkowe	17.7	19.3	9.3
Obsługa długu	31.8	30.4	-4.4
Wpłaty do budżetu UE	19.2	18.2	-5.6
Współfinansowanie projektów UE	8.7	8.9	2.7

Potrzeby pożyczkowe netto i ich finansowanie (mld zł)			
	2016 (1)	2017 (2)	zmiana(2) / (1)
Łączne potrzeby netto	64.7	79.0	22.1%
▪ Deficyt budżetowy	42.0	59.3	41.3%
▪ Deficyt budżetu środków UE	9.2	9.6	4.3%
▪ Inne	13.5	10.0	-25.5%
Finansowanie potrzeb netto	64.7	79.0	22.1%
▪ Krajowe, w tym	66.9	62.6	-6.5%
- rynkowe obligacje	55.4	59.5	7.4%
- bony skarbowe	9.8	2.0	-80.0%
- inne	1.7	1.1	-32.3%
▪ Zagraniczne, w tym	-2.2	16.4	-
- obligacje	6.6	6.6	-0.4%
- kredyty z inst. międzynarodowych	-1.0	4.0	-
- rachunek walutowy	-7.9	5.8	-

Ambitne założenia makro do projektu budżetu na 2017 r.

▪ Rząd przedstawił projekt budżetu na 2017 zakładający deficyt na poziomie 59,3 mld zł, dochody w wys. 324 mld zł, wydatki w wys. 383 mld zł i deficyt sektora finansów publicznych 2,9% PKB. Deficyt centralny ma wynieść 3% PKB, z czego wynika, że rząd przewiduje nadwyżkę w samorządach i w FUS. Jednak naszym zdaniem plan zwiększenia wydatków na inwestycje publiczne klóci się z celem uzyskania nadwyżki na poziomie samorządów. Jeśli chodzi o FUS, jego wynik faktycznie może być w przyszłym roku korzystny dzięki silnemu rynkowi pracy i decyzji rządu zastąpienia pożyczek dla FUS dotacją (pożyczki są wykazywane w wydatkach FUS, natomiast dotacją w wydatkach budżetu państwa).

▪ Założenia makroekonomiczne dotyczące budżetu wydają się optymistyczne – najważniejsze zmienne są powyżej konsensusu rynkowego oraz naszych prognoz. Ogólnie, założenia makro są realistyczne lecz nie konserwatywne, dlatego dostrzegamy pewne ryzyko w górę zakresie deficytu budżetowego.

Dochody pod wpływem wyższej ściągłości podatków

▪ Dochody państwa mają wzrosnąć o 2% r/r. Po korekcie o pozycję jednorazowe z 2016 (w wyniku których powstał efekt wysokiej bazy), nowe podatki, a także poprawę ściągłości, przewiduje się, że dochody wzrosną o 3,7% r/r, co wydaje się być dość konserwatywne (wzrost wolniejszy od wzrostu nominalnego PKB, nie wspominając już o popycie krajowym).

▪ Rząd przewiduje, że lepsza ściągłość podatków będzie głównym źródłem wyższych dochodów podatkowych w 2017. Szacuje, że zgromadzi 8 mld zł z tytułu lepszej ściągłości podatku VAT oraz 2 mld zł z tytułu podatku CIT (po wyłączeniu tego efektu, VAT wzrośnie o mocne, lecz nieszczerzynie wysokie 4,7% r/r, natomiast CIT o 1,9% r/r). Ogółem, dochody z tytułu VAT i CIT mają wzrosnąć o 16,6 mld zł, z których 10,0 mld zł będzie efektem lepszej ściągłości podatków.

Wydatki wzrosną tylko nieznacznie

▪ Łączne wydatki mają wzrosnąć o 4% r/r, jeśli jednak odejmiemy elementy jednorazowe i dyskrecjonalne (np. związane z programem „500+”, obniżką wieku emerytalnego, wzrostem płac w administracji, darmowymi lekami dla osób starszych), to wzrost wyniesie już tylko 0,9% r/r, czyli bardzo niewiele. Tempo wzrostu wydatków ma być więc niższe niż wzrostu PKB, co oznacza, że rząd oczekuje spadku stosunku wydatków do PKB do 19,6% z 19,8%.

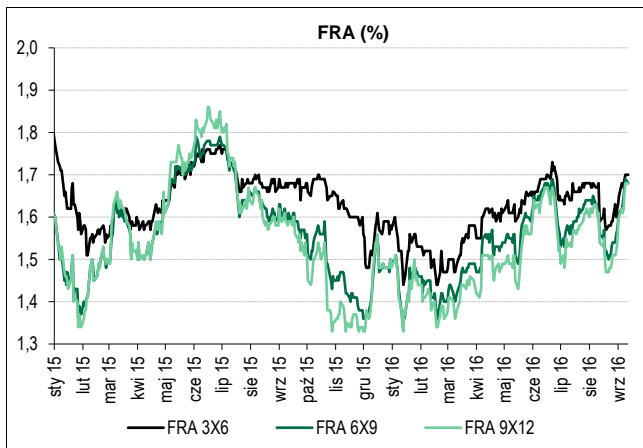
▪ Rząd zakłada, że negatywny wpływ obniżki wieku emerytalnego wyniesie 1,4 mld zł. Wg nas, kwota ta jest niedoszacowana i naszym zdaniem koszty wyniosą raczej ok. 2,5 mld zł. Planowane redukcje kosztów w stosunku do 2016 dotyczą m.in. obsługi zadłużenia (30,4 mld zł wobec 31,8 mld zł w 2016) i składek do budżetu UE (18,2 mld zł wobec 19 mld zł w 2016). Sądymy, że koszty obsługi długu mogą spaść dzięki niższym rentownościom polskich obligacji, podczas gdy składki do UE będą zależeć od unijnego budżetu na przyszły rok, który jest obecnie na etapie planowania.

Potrzeby pożyczkowe netto wzrosną

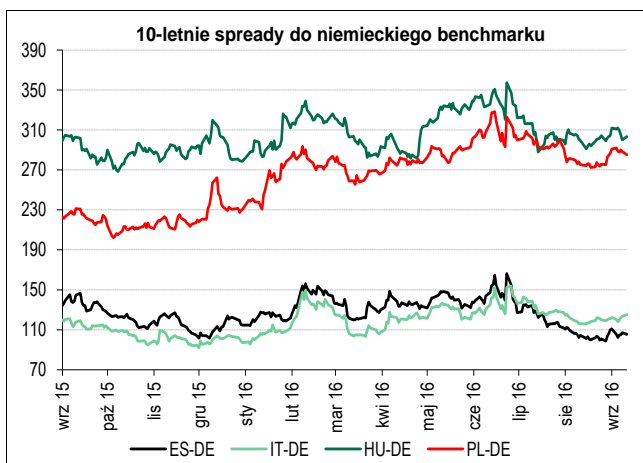
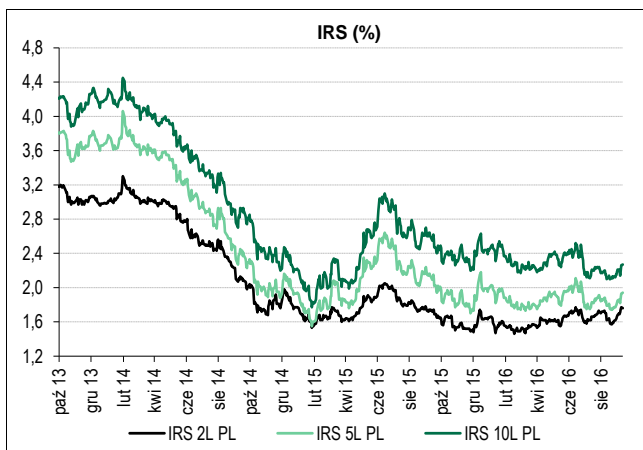
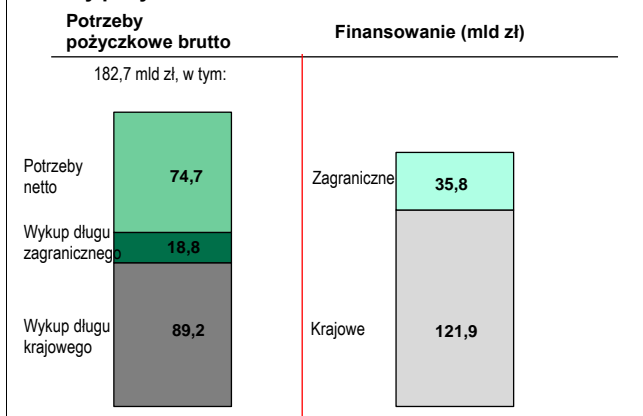
▪ Projekt budżetu na 2017 r. zakłada potrzeby pożyczkowe netto w wysokości 79 mld zł (22% więcej niż cel na ten rok) oraz brutto w wysokości 178,5 mld zł (wzrost tylko o 2%). Wzrost wynika głównie z większego deficytu, podczas gdy zapadalności (długu krajowego i zagranicznego) są 10% niższe niż w 2016. Rząd planuje obniżyć finansowanie na rynku krajowym (o 6,5% do 62,6 mld zł) podczas gdy pozyskanie środków z zagranicy ma mocno wzrosnąć w wyniku zaciągnięcia pożyczek i przepływów związanych z zarządzaniem środkami z UE. Pozyskiwanie środków z zagranicy będzie uzależnione od wyników działalności na rynku krajowym – dobre wyniki uzyskane na rynku krajowym pozwolą ograniczyć finansowanie zagraniczne (jak to miało miejsce w 2016 i poprzednich latach).

▪ We wrześniu Ministerstwo Finansów aukcją zamiany zacznie prefinansowanie przyszłorocznych potrzeb. Resort planuje pokryć w tym roku ok. 20% potrzeb planowanych na 2017, co jest wg nas realistyczne.

Rynek stopy procentowej



Potrzeby pożyczkowe brutto i ich finansowanie



Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Duża zmienność na rynku

▪ Krajowy rynek pieniężny był dość zmienny. W czasie wakacji komentarze o możliwych obniżkach stóp (Żyżyński z RPP) i słabe dane makro ożywiły oczekiwania na poluzowanie polityki monetarnej. To skutkowało znaczącym spadkiem stawek FRA, przy stabilnych stawkach WIBOR. W konsekwencji rynek wyceniał obniżkę stóp o 25 pb w perspektywie sześciu miesięcy. Jednak było to krótkotrwałe i na przełomie sierpnia-września stawki FRA ponownie wzrosły mimo rozczarowujących danych o PKB za II kw. (głównie odnośnie do inwestycji). Wyższy od oczekiwań wstępny odczyt CPI, wzrost PMI oraz jastrzębie sygnały z RPP spowodowały dalszy wzrost FRA i wycofanie się z oczekiwań na obniżki stóp NBP.

▪ Rentowności obligacji i stawki IRS spadły w okresie lipiec-sierpień w wyniku globalnej poprawy nastrojów a także przedstawienia przez Prezydenta Andrzeja Dudę łagodniejszej dla sektora bankowego wersji projektu o kredytach walutowych. 10-letni IRS osiągnął 2,10%, 5-letni 1,75%, a 2-letni spadł przejściowo nieco poniżej 1,60%. Na przełomie sierpnia i września nastąpiła jednak korekta, co było wynikiem wzrostu oczekiwań na podwyżki stóp przez Fed oraz obaw, że agencja Moody's zdecyduje się na obniżenie ratingu Polski. Pomimo, że Moody's utrzymało rating Polski bez zmian, krajowy dług osłabił się w wyniku rozczarowującej decyzji EBC (wzrost rentowności na rynkach bazowych), co pchnęło 10-letni IRS do 2,30%, 5-letni do ok. 2%, a 2-letni do ok. 1,75%.

▪ Miary ryzyka (asset swap spreads czy spread do niemieckich obligacji) wzrosły, a krzywa rentowności wystrzymała się – spread 2-10L rozszerzył się tymczasowo do 120 pb, najwyżej od końca lipca. Na początku września obie krzywe rentowności i IRS spłaszczyły się dość wyraźnie gdyż długi koniec krzywej umocnił się mocniej niż krótki. Krótki koniec krzywych znalazł się pod presją jastrzębich sygnałów z krajowej RPP, która zasugerowała, że kolejny ruch na stopach będzie w górę.

Plany emisji na IV kw. mogą wzrosnąć

▪ W okresie lipiec-wrzesień Ministerstwo Finansów uplasowało na rynku pierwotnym obligacje o łącznej wartości ok. 28 mld zł. wobec sprzedaży na poziomie 28,7 mld zł w II kw. Krajowe aukcje długu cieszyły się dużym zainteresowaniem zarówno krajowych, jak i zagranicznych inwestorów. Po wrześniowej aukcji tegoroczne potrzeby pożyczkowe są już sfinansowane w 86%.

▪ Na koniec września resort finansów poda plany emisji obligacji na IV kw., które, w naszej ocenie, mogą wzrosnąć ze względu na fakt, że resort finansów planuje sfinansować 20% potrzeb pożyczkowych brutto na 2017 r. Sytuacja płynnościowa powinna wspierać wyższe plany emisji – w okresie październik-grudzień na rynek wpłyną środki o wartości ok 29 mld zł z wykupu PS1016 i płatności odsetkowych (od serii WZ, PS, DS).

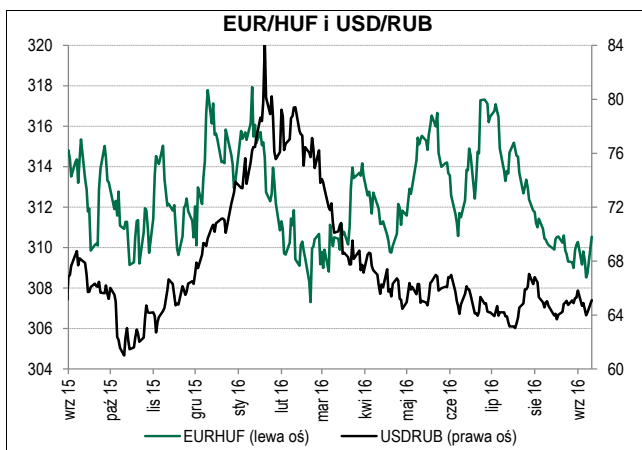
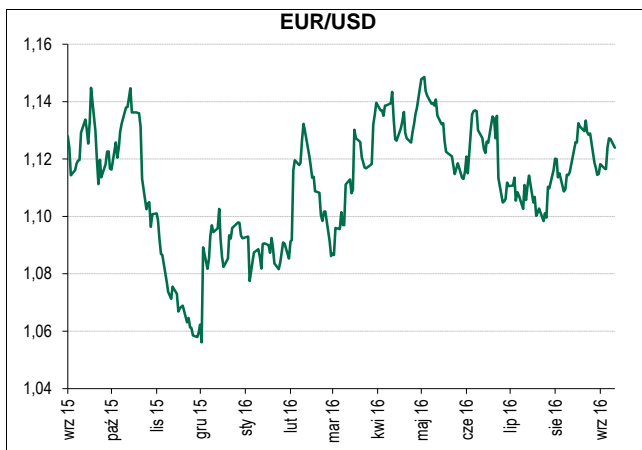
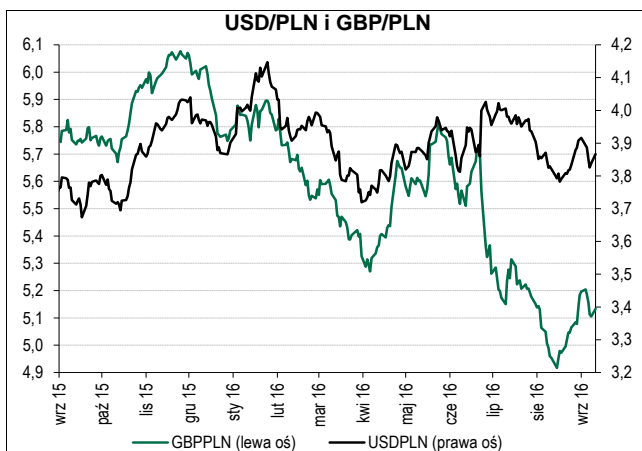
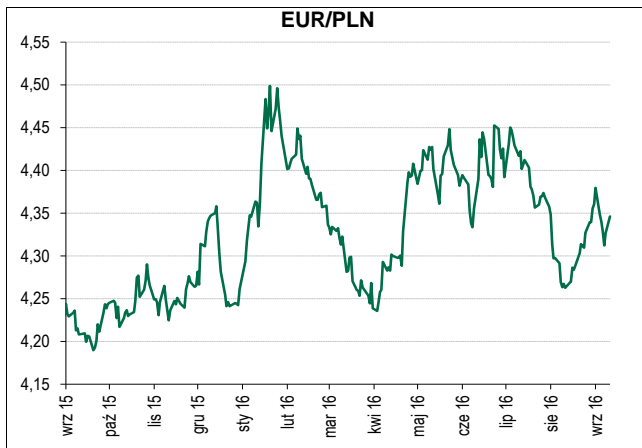
Fed i krajowe dane kluczowe dla rynku

▪ Spodziewamy się, że stawki WIBOR pozostaną względnie stabilne w nadchodzących tygodniach. Rynek FRA pozostanie zmienny i wciąż widzimy potencjał do spadku tych stawek jeśli rozczarowujące dane ponownie ożywią dyskusję na temat obniżek stóp NBP.

▪ Ostatnie zmiany na rynku wskazują, że wielu inwestorów wykorzystuje osłabienie polskiego długu do zakupów. Rentowności, głównie na długim końcu krzywych, powinny być wspierane przez popyt zagranicy, która poszukuje atrakcyjnych zysków. Widzimy możliwość spadku rentowności (w kierunku sierpniowych minimów), jeśli Fed nie podwyższy stóp w nadchodzących miesiącach.

▪ Ożywienie na krótkim końcu krzywej może być ograniczone ze względu na jastrzębie sygnały ze strony RPP, po których rynek nie oczekuje już obniżek stóp. Ta sytuacja może się utrzymać, gdyż publikowane w tym miesiącu dane z krajowej gospodarki powinny być lepsze w porównaniu do sierpnia. W związku z tym możliwe jest spłaszczenie krzywych w najbliższych tygodniach.

Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

EURPLN może pozostać wysoko

▪ Okres lipiec-sierpień obfitował w spore wahania EURPLN. Rynek pozytywnie zareagował na propozycję prezydenta dot. hipotecznych kredytów walutowych, co pchnęło kurs w dół do 4,25. Kolejne tygodnie przyniosły jednak korektę i złoty oddał całość zysków odnotowanych po prezentacji pomysłów prezydenta i w efekcie sezonowość, o której pisaliśmy w lipcu (wg której złoty w sierpniu zazwyczaj traci do euro) powtórzyła się także i tym razem. Na początku września EURPLN ponownie był blisko 4,35 z powodu słabych danych makro z Polski, wyższych szans na obniżki stóp procentowych NBP oraz większych szans na podwyżkę stóp Fed w tym roku. Jednocześnie, EBC i Bank Japonii nie poluzowały polityki pieniężnej, co negatywnie wpłynęło na globalny nastrój.

▪ Spodziewamy się, że kurs EURPLN pozostanie na podwyższonym poziomie i nie sądzimy, aby w najbliższym czasie miał się zbliżyć do lokalnego dołka.

▪ Po pierwsze, wolniejszy wzrost gospodarczy może powstrzymać krajową walutę przed aprecjacją. Dane o PKB za II kw. potwierdziły, że spowolnienie w I kw. nie było jednorazowe, a miesięczne dane za III kw. sugerują, że tempo wzrostu raczej nie przyspieszy w II połowie roku. Złoty jest walutą cykliczną, więc jedynie stabilizacja aktywności gospodarczej powinna ograniczyć możliwość głębszego spadku kursu EURPLN. Dodatkowo, kolejne dowody potwierdzające wolniejszy wzrost PKB niż oczekiwała RPP mogą wzmocnić oczekiwania rynku na obniżki stóp NBP, co też nie będzie korzystne dla złotego.

▪ Po drugie, wypowiedzi amerykańskich bankierów centralnych były ostatnio raczej jastrzębie mimo niedawnych rozczarowujących danych z USA i wyższe szanse na podwyżki stóp Fed ciążyły na globalnych nastrojach i walutach z rynków wschodzących.

▪ Po trzecie, na potencjał do wzrostu EURPLN wskazuje również analiza techniczna.

EURUSD raczej w trendzie bocznym

▪ EURUSD rósł w lipcu-sierpniu i kurs osiągnął 1,135, dzięki czemu euro odrobiło niemal całość strat poniesionych po Brexicie.

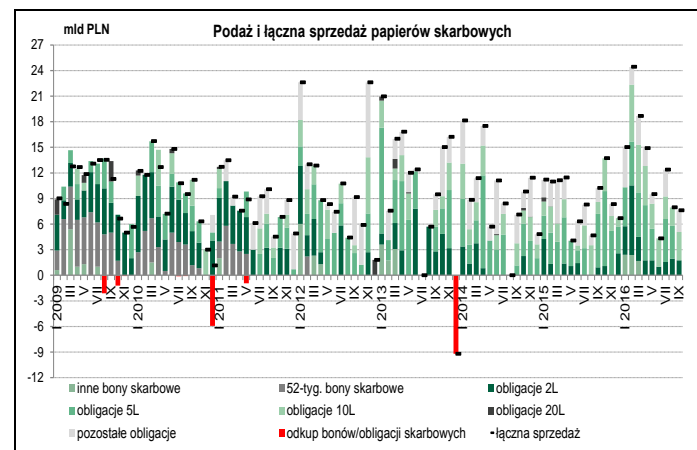
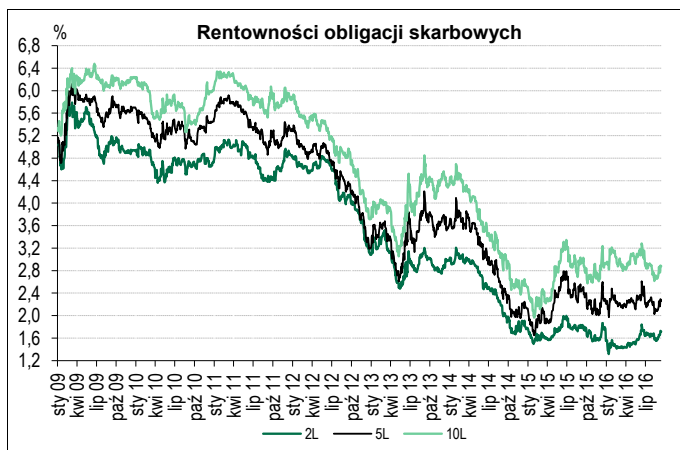
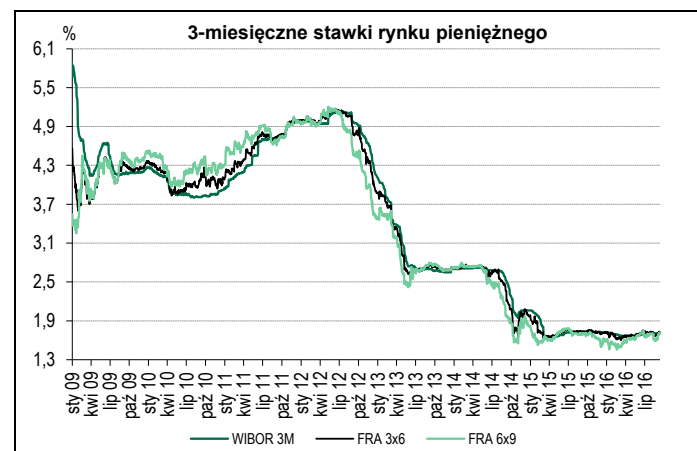
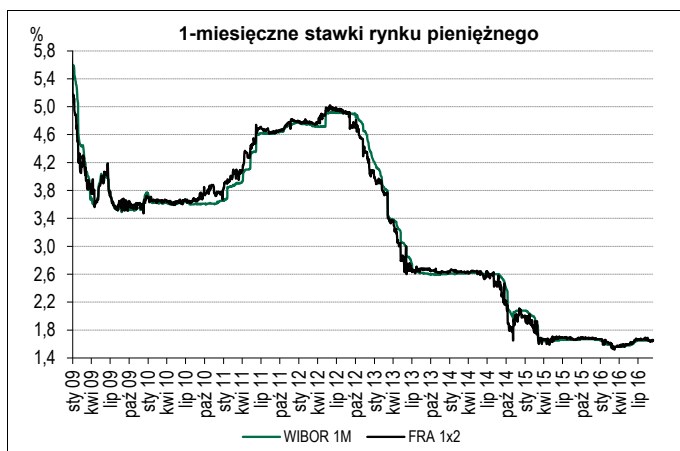
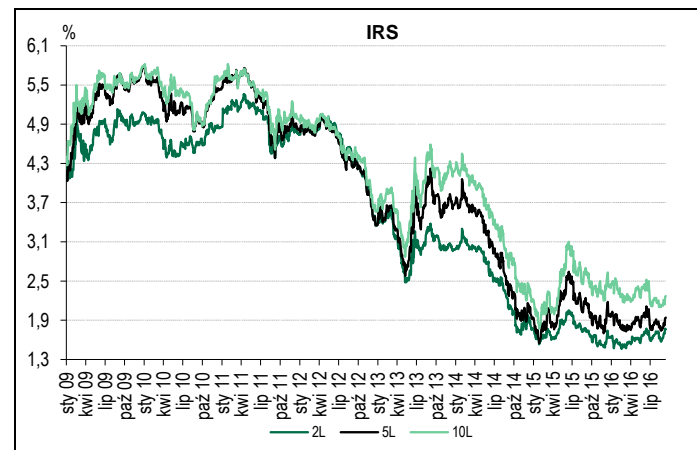
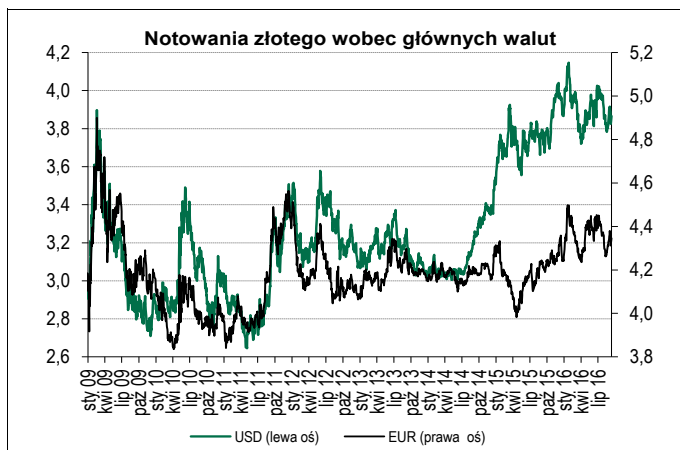
▪ Oczekujemy, że EURUSD pozostanie w kolejnych tygodniach w przedziale 1,112-1,135. Z jednej strony, ostatnie wypowiedzi członków FOMC były całkiem jastrzębie mimo gorszych od prognoz danych z USA. Wg nas kolejna podwyżka stóp o 25 pb Fed nastąpi w grudniu, ale rynek nie wycenia jeszcze w pełni tego scenariusza (60% szans wg Bloomberg). Z drugiej strony, EBC nie poluzował we wrześniu polityki pieniężnej, co było korzystne dla euro.

Forint może stracić, CBR może osłabić rubla

▪ Forint, podobnie jak złoty, skorzystał z uspokojenia sytuacji, jakie miało miejsce w kolejnych tygodniach po Brexicie i EURHUF spadł przejściowo do 308, najniżej od stycznia. Węgierska waluta była też wsparta przez dane o PKB, które pokazały wzrost w II kw. o 2,6% r/r z 0,9% r/r w I kw. i oczekiwanych 1,9% r/r. Uważamy, że forint może oddać część ostatnich zysków z powodu zbliżającej się podwyżki stóp Fed. Dodatkowo, analiza techniczna też sugeruje, że to może być dobry moment na realizację zysków z ostatniego spadku kursu EURHUF.

▪ Rubel pozostał w wakacje dość stabilny do dolara i USDRUB wahał się tuż powyżej lokalnego dołka na ok. 63,6. Bank centralny Rosji (CBR) ogłosił w połowie września decyzję ws. stóp procentowych i rynek oczekuje cięcia o 50 pb do 10%. W lipcu CBR pozostawił stopy bez zmian, ale zapowiedział, że cięcia są możliwe jeśli inflacja będzie dalej spadać zgodnie z jego prognozami. Sierpniowy roczny wzrost CPI spadł do 6,9% z 7,2%. Bank centralny spodziewa się osiągnąć cel na poziomie 4% do końca przyszłego roku. W ostatnich miesiącach pojawiło się sporo wypowiedzi sugerujących, że rubel jest zbyt silny, co też uzasadnia kolejne obniżki stóp.

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
wrzesień '15	10.09	WZ0126/DS0726	2000-4000	3019,0	24.09	OK0717/PS0420	4000-6000	7214,0	8.10	DS1015/OK0116	PS0421/DS0726
październik	29.10	OK/PS/DS	5000-8000	8082,0					19.11	OK0116/PS0416	WZ0120/PS0421/DS0726
listopad	26.11	EUR20160201**	Do 1 mld €	730 mln €					10.12	OK0116/PS0416	OK0717/PS0421/DS0726
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					24.03	PS0416/OK0716/PS1016	WZ0120/PS0721/WZ0126
kwiecień	7.04	OK1018/DS0726	3000-6000	6356,6	28.04	WZ0120/PS0721/WZ0126	5000-8000	8534,7			
maj	5.05	OK1018/DS0726	2500-4500	4703,9	25.05	PS0721/IZ0823	2000-4000	4801,7			
czerwiec	9.06	OK1018/DS0726	3000-4000	4321,7					27.06	OK0716/IZ0816/PS1016	odwołany
lipiec	7.07	OK/DS/WS	3000-6000	4431,9	28.07	PS0721/WZ1122/WZ0126	5000-8000	7950,9			
sierpień	18.08	OK/PS/DS	5000-8000	7949,4							
wrzesień	1.09	OK/DS/WZ	4000-7000	7593,5					22.09	PS1016/WZ0117/PS0417	Do ogłoszenia

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja odkupu

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
12 września PL: CPI (VIII)	13 PL: Inflacja bazowa (VIII) PL: Bilans płatniczy (VI) DE: Indeks ZEW (IX)	14 PL: Podaż pieniądza (VIII) EZ: Produkcja przemysłowa (VIII)	15 EZ: HICP (VIII) US: Sprzedaż detaliczna (VIII) US: Indeks Philly Fed (IX) US: Produkcja przemysłowa (VIII)	16 PL: Płace i zatrudnienie (VIII) US: CPI (VIII) US: Wstępny Michigan (IX)
19 PL: Produkcja przemysłowa (VIII) PL: PPI (VIII) PL: Sprzedaż detaliczna (VIII)	20 HU: Decyzja banku centralnego US: Rozpoczęte budowy domów (VIII) US: Pozwolenia na budowę (VIII)	21 US: Decyzja FOMC	22 PL: Minutes RPP US: Sprzedaż domów (VIII)	23 DE: Wstępny PMI – przemysł (IX) EZ: Wstępny PMI – przemysł (IX)
26 DE: Indeks Ifo (IX) US: Sprzedaż nowych domów (VIII)	27 US: Indeks nastrojów konsumentów (IX)	28 US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (VIII)	29 US: PKB (II kw.) US: Niezakończona sprzedaż domów (VIII) CZ: Decyzja banku centralnego	30 EZ: Wstępny HICP (IX) US: Dochody osobiste (VIII) US: Wydatki konsumentów (VIII) US: Indeks Michigan (IX) CZ: PKB (II kw.)
3 października PL: PMI – przemysł (IX) CN: PMI – przemysł (IX) DE: PMI – przemysł (IX) EZ: PMI – przemysł (IX) US: ISM – przemysł (IX)	4	5 PL: Decyzja RPP DE: PMI – usługi (IX) EZ: PMI – usługi (IX) US: ISM – usługi (IX) US: Raport ADP (IX) US: Zamówienia przemysłowe (VIII)	6 DE: Zamówienia przemysłowe (VIII)	7 DE: Produkcja przemysłowa (VIII) CZ: Produkcja przemysłowa (VIII) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (IX) US: Stopa bezrobocia (IX)
10 DE: Eksport (VIII) CZ: CPI (IX)	11 PL: CPI (IX) DE: Indeks ZEW (X) HU: CPI (IX)	12 PL: Inflacja bazowa (IX) EZ: Produkcja przemysłowa (VIII) US: Minutes FOMC	13	14 PL: Bilans płatniczy (VIII) PL: Podaż pieniądza (IX) US: Sprzedaż detaliczna (IX) US: Wstępny Michigan (X)
17 EZ: HICP (IX) US: Produkcja przemysłowa (IX)	18 PL: Płace i zatrudnienie (IX) US: CPI (IX)	19 PL: Produkcja przemysłowa (IX) PL: PPI (IX) PL: Sprzedaż detaliczna (IX) US: Rozpoczęte budowy domów (IX) US: Pozwolenia na budowę (IX) US: Beżowa księga Fed	20 PL: Minutes RPP EZ: Decyzja EBC US: Indeks Philly Fed (X) US: Sprzedaż domów (X)	

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

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

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		sie 15	wrz 15	paź 15	lis 15	gru 16	sty 16	lut 16	mar 16	kwi 16	maj 16	cze 16	lip 16	sie 16	wrz 16
PMI	pkt.	51,1	50,9	52,2	52,1	52,1	50,9	52,8	53,8	51,0	52,1	51,8	50,3	51,5	51,7
Produkcja przemysłowa	% r/r	5,3	4,0	2,4	7,8	6,7	1,3	6,8	0,7	6,0	3,2	6,0	-3,4	6,9	4,1
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	4,8	-2,5	-5,2	1,2	-0,4	-8,6	-10,5	-15,8	-14,9	-13,7	-13,0	-18,8	-14,1	-12,2
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	-0,3	0,1	0,8	3,3	4,9	0,9	3,9	0,8	3,2	2,2	4,6	2,0	3,5	3,5
Stopa bezrobocia	%	9,9	9,7	9,6	9,6	9,8	10,3	10,3	10,0	9,5	9,1	8,8	8,6	8,5	8,4
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	3,4	4,1	3,3	4,0	3,1	4,0	3,9	3,3	4,6	4,1	5,3	4,8	4,4	3,5
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	1,0	1,0	1,1	1,2	1,4	2,3	2,5	2,7	2,8	2,8	3,1	3,2	3,3	3,3
Eksport (w euro)	% r/r	8,1	3,0	4,5	12,6	11,5	-0,9	5,9	0,8	4,8	-0,7	6,4	-4,8	8,5	9,7
Import (w euro)	% r/r	6,7	5,2	0,2	6,7	3,8	0,6	7,7	1,1	0,3	0,4	2,4	-7,3	8,7	8,5
Bilans handlowy	mIn EUR	-150	19	252	574	294	441	316	444	531	345	404	-313	-181	202
Rachunek bieżący	mIn EUR	-574	-608	-305	405	-573	771	-529	54	563	624	-203	-802	-350	-267
Rachunek bieżący	% PKB	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-25,9	-31,1	-34,5	-36,1	-42,6	1,8	-3,1	-9,6	-11,1	-13,5	-18,7	-14,4	-29,2	-35,5
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	56,1	67,6	74,8	78,4	92,5	-3,2	5,7	17,5	20,3	24,6	34,1	26,3	53,4	64,9
Inflacja (CPI)	% r/r	-0,6	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,9	-0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-0,8	-0,9	-0,8	-0,3
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	0,0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-2,7	-2,8	-2,3	-1,8	-0,8	-1,2	-1,5	-1,9	-1,2	-0,4	-0,8	-0,4	-0,4	0,1
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	7,2	8,3	8,9	9,3	9,1	10,2	10,1	9,1	11,6	11,6	11,4	10,7	10,5	9,8
Zobowiązania	% r/r	7,7	8,9	9,2	9,7	9,0	9,9	10,4	9,4	11,6	11,8	11,3	10,6	10,3	9,3
Należności	% r/r	7,6	7,9	7,7	7,0	6,9	6,2	5,8	4,4	6,7	5,0	4,6	4,7	4,1	3,6
EUR/PLN	PLN	4,19	4,22	4,25	4,25	4,29	4,41	4,40	4,29	4,31	4,41	4,40	4,40	4,30	4,35
USD/PLN	PLN	3,77	3,75	3,78	3,96	3,95	4,06	3,96	3,87	3,80	3,90	3,92	3,98	3,84	3,92
CHF/PLN	PLN	3,89	3,86	3,91	3,92	3,96	4,03	3,99	3,93	3,94	3,99	4,04	4,05	3,96	3,96
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	%	1,72	1,72	1,73	1,73	1,72	1,71	1,69	1,67	1,67	1,67	1,69	1,71	1,71	1,72
Rentowność obligacji 2L	%	1,79	1,79	1,65	1,58	1,71	1,46	1,46	1,44	1,48	1,54	1,70	1,66	1,61	1,60
Rentowność obligacji 5L	%	2,40	2,43	2,18	2,10	2,28	2,24	2,26	2,18	2,25	2,24	2,38	2,24	2,14	2,20
Rentowność obligacji 10L	%	2,88	2,91	2,66	2,73	2,93	3,04	3,03	2,88	2,95	3,04	3,11	2,89	2,71	2,80

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK;

^a nominalnie; ^b wartość na koniec okresu;

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2014	2015	2016	2017	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
PKB	mld PLN	1,719,1	1,790,1	1,852,6	1,933,9	426,2	446,3	452,6	527,5	447,6	465,8	471,0	549,5
PKB	% r/r	3,3	3,6	3,1	2,9	3,0	3,1	3,2	2,9	3,1	2,9	2,7	2,8
Popyt krajowy	% r/r	4,9	3,3	3,3	3,5	4,1	2,4	3,4	3,4	3,9	3,8	3,3	3,2
Spożycie indywidualne	% r/r	2,6	3,1	4,0	3,9	3,2	3,3	4,6	4,9	4,7	4,2	3,4	3,2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	9,8	6,1	-1,2	2,9	-1,8	-4,9	-2,0	1,5	2,6	3,0	3,0	3,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	3,4	4,8	3,0	4,9	3,0	5,0	2,4	1,7	6,9	4,5	6,0	2,4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	4,3	0,3	-11,3	4,7	-12,2	-13,9	-15,0	-5,9	-3,3	4,4	13,1	2,2
Sprzedż detaliczna ^a	% r/r	3,1	1,5	2,7	4,3	1,9	3,5	3,0	2,3	4,0	4,6	4,1	4,4
Stopa bezrobocia ^b	%	11,4	9,8	8,6	8,0	10,0	8,8	8,4	8,6	8,9	7,9	7,7	8,0
Płace brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	3,6	3,3	3,9	5,6	3,1	4,3	3,9	4,3	5,3	5,4	5,6	5,8
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,2	0,9	2,3	0,7	2,1	2,4	2,3	2,1	0,9	0,8	0,6	0,4
Eksport (w euro)	% r/r	6,4	8,3	3,8	6,5	2,0	3,5	4,4	5,4	6,0	6,4	6,8	6,9
Import (w euro)	% r/r	8,3	4,9	3,3	8,5	3,2	1,0	3,0	6,0	7,7	8,5	8,8	9,0
Bilans handlowy	mIn EUR	-3,255	2,135	3,106	-167	1,200	1,280	-292	918	555	460	-1,191	8
Rachunek bieżący	mIn EUR	-8,303	-1,059	-306	-3,632	296	984	-1,418	-168	-363	177	-2,351	-1,096
Rachunek bieżący	% PKB	-2,0	-0,2	-0,1	-0,8	-0,4	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,8
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-3,3	-2,6	-2,8	-3,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	0,0	-0,9	-0,6	1,3	-0,9	-0,9	-0,7	0,1	1,3	1,4	1,3	1,3
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	-1,0	-0,5	0,4	1,4	-1,1	-0,8	-0,3	0,4	1,4	1,3	1,2	1,4
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	0,6	0,3	-0,1	0,8	-0,1	-0,3	-0,3	0,2	0,4	0,8	1,0	1,1
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,5	-2,2	-0,5	0,7	-1,5	-0,8	-0,2	0,4	1,4	0,4	0,5	0,5
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	8,2	9,1	8,0	5,5	9,1	11,4	11,1	8,0	7,3	6,7	6,1	5,5
Zobowiązania ^b	% r/r	9,0	9,0	7,5	4,7	9,4	11,3	10,9	7,5	6,8	6,1	5,4	4,7
Należności ^b	% r/r	7,2	6,9	4,2	3,0	4,4	4,6	3,9	4,2	3,9	3,6	3,3	3,0
EUR/PLN	PLN	4,18	4,18	4,37	4,32	4,37	4,37	4,35	4,38	4,37	4,32	4,30	4,30
USD/PLN	PLN	3,15	3,77	3,93	3,81	3,96	3,87	3,91	3,97	3,93	3,82	3,76	3,72
CHF/PLN	PLN	3,45	3,92	3,99	3,83	3,98	3,99	3,99	3,98	3,93	3,84	3,79	3,76
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
WIBOR 3M	%	2,52	1,75	1,70	1,75	1,69	1,68	1,71	1,74	1,75	1,75	1,75	1,75
Rentowność obligacji 2L	%	2,46	1,70	1,58	1,79	1,45	1,57	1,62	1,67	1,70	1,73	1,82	1,92
Rentowność obligacji 5L	%	2,96	2,21	2,24	2,56	2,23	2,29	2,19	2,27	2,33	2,45	2,63	2,83
Rentowność obligacji 10L	%	3,49	2,69	2,95	3,35	2,98	3,04	2,80	3,00	3,17	3,27	3,40	3,55

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 13.09.2016 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., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, Al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl