

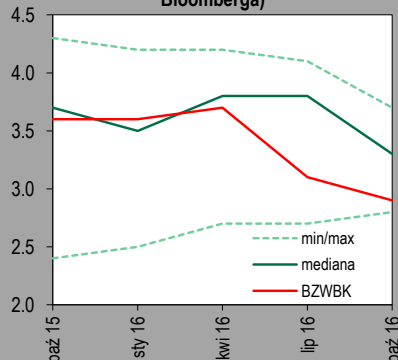
# MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

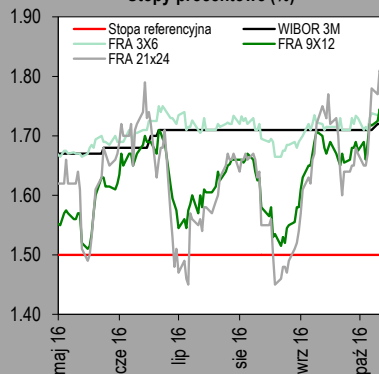
Październik 2016

## Czas na korekty

Ewolucja prognoz wzrostu PKB na III kw. 2016 (na podstawie ankiety Bloomberga)



Stopy procentowe (%)



### 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: [skar.b.bzwbk.pl](http://skar.b.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

■ Po zmianie prognoz na początku wakacji, nadal podtrzymujemy opinię, że polska gospodarka nie będzie się w najbliższych kwartałach rozwijać szybciej niż w tempie ok. 3%. Ostatnie dane ekonomiczne wskazują wręcz, naszym zdaniem, że wzrost PKB w III kwartale spowolnił poniżej 3% r/r. Choć w ostatnim okresie niektóre instytucje dokonały korekt prognoz dla Polski, konsensus prognoz PKB na III kwartał (3,4% r/r wg Bloomberga) nadal wydaje się nam za wysoki. Dynamika konsumpcji prywatnej będzie niezła i wręcz powinna wyraźnie przyspieszyć w II półroczu (w IV kwartale dodatkowym wsparciem dla konsumpcji będzie wcześniejsza wypłata środków dla rolników o wartości niemal 10 mld zł). Jednocześnie, wygląda na to, że utrzymuje się zapaść w inwestycjach, na co wskazuje m.in. bardzo mocny spadek produkcji w budownictwie. Wzrost eksportu wyraźnie spowolnił w ostatnich miesiącach i chociaż ostatnie badania koniunktury wskazują na poprawę zamówień eksportowych we wrześniu, wkład eksportu netto do wzrostu PKB w kolejnych kwartałach może naszym zdaniem być mniejszy niż w I półroczu.

■ Deflacja zaczęła się zmniejszać, ale na razie dość powoli – we wrześniu skurczyła się do -0,5% r/r z -0,8% w sierpniu. Trend wzrostowy powinien być kontynuowany i grudzień może być pierwszym miesiącem z dodatnią dynamiką CPI po 29 miesiącach na minusie (choć nie jest to aż tak pewne, jak kilka miesięcy temu). Niemniej, może minąć znacznie więcej niż rok zanim inflacja znajdzie się blisko celu. Ostatnie rozczarowujące dane makroekonomiczne nieco zmniejszyły optymizm Rady Polityki Pieniężnej nt. perspektyw wzrostu gospodarczego w Polsce, ale ich stanowisko nt. perspektyw polityki monetarnej znacząco się nie zmieniło. Rada zasygnalizowała jasno, że nawet nie myśli obecnie o obniżkach stóp procentowych, ponieważ jest przekonana, że spowolnienie wzrostu PKB i inwestycji jest przejściowe, a deflacja nie powoduje negatywnych skutków dla gospodarki. Stopy procentowe w Polsce pozostaną zapewne stabilne przynajmniej do końca 2017 r.

■ Wygląda na to, że rynek finansowy zupełnie stracił wiarę w łagodzenie polityki pieniężnej w Polsce. Musiałaby się pojawić naprawdę duża negatywna niespodzianka ze strony danych o aktywności gospodarczej, aby oczekiwania na obniżki stóp odżyły na nowo, szczególnie jeśli inflacja będzie stopniowo rosła. Słabszy od oczekiwań wzrost PKB w III kw. (połowa listopada) i/lub rewizja projekcji PKB przez bank centralny (początek listopada) mogą być dla rynku istotną wskazówką. Nadal uważamy, że rentowność polskich 10-letnich obligacji powyżej 3% może być postrzegana przez inwestorów jako atrakcyjna w świecie ultra-niskich stóp procentowych. Jeśli chodzi o rynek walutowy, po ostatnim umocnieniu złotego oczekujemy korekty i deprecjacji w ostatnich miesiącach tego roku.

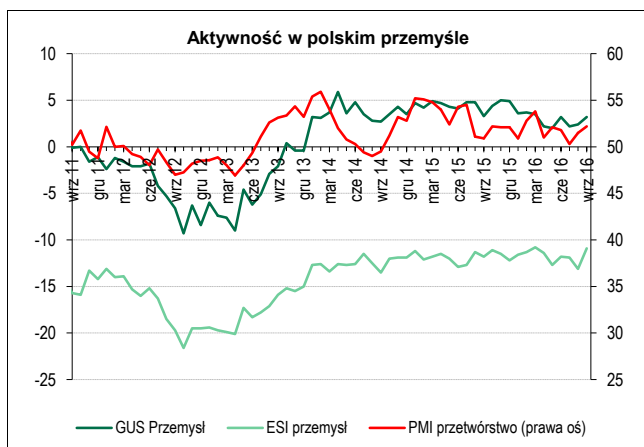
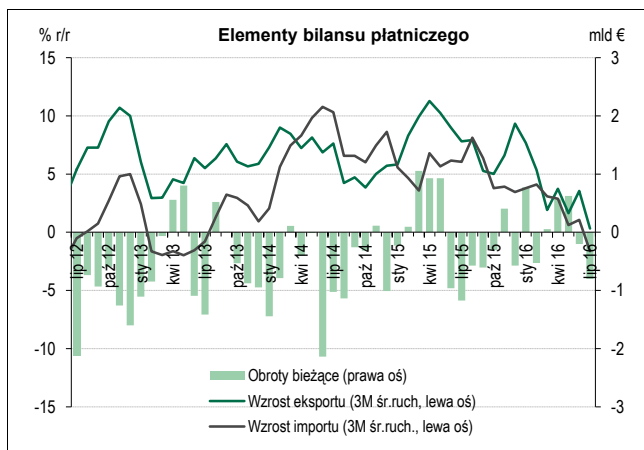
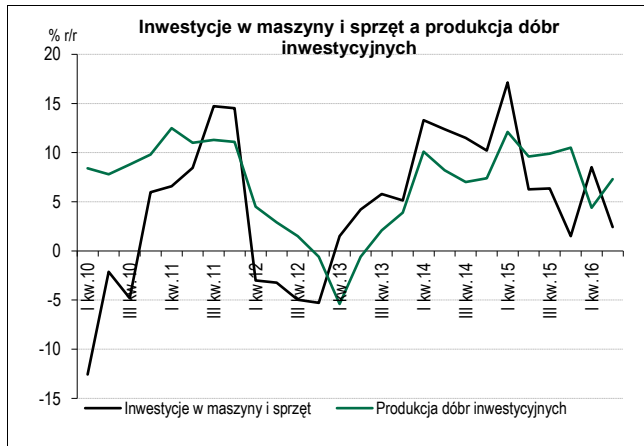
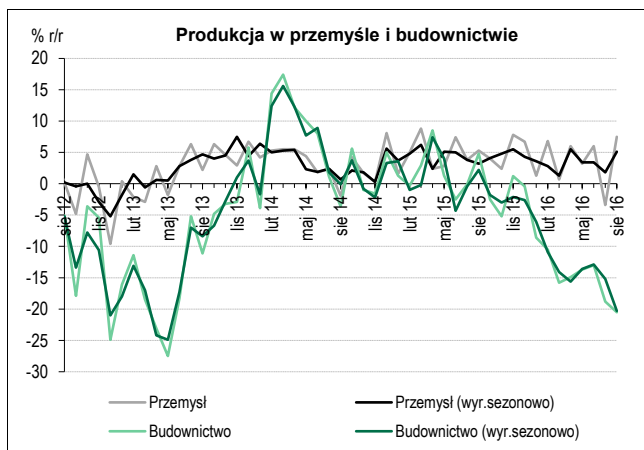
■ W ostatnim miesiącu nastąpiło kilka ciekawych korekt kadrowych w rządzie i banku centralnym. Minister finansów Paweł Szałamacha zrezygnował, a jego obowiązki przejął wicepremier Mateusz Morawiecki. Szałamacha został powołany na członka Zarządu NBP (na razie nie sprecyzowano zakresu jego odpowiedzialności). Jednocześnie, Marek Chrzanowski zrezygnował z funkcji członka RPP i został mianowany szefem KNF. Naszym zdaniem te zmiany personalne nie wpłyną w sposób istotny na ogólny kształt polityki makroekonomicznej w najbliższych latach. Nowy minister finansów (który jest jednocześnie szefem Ministerstwa Rozwoju) mocno podkreślił determinację w utrzymaniu deficytu fiskalnego pod kontrolą, poniżej 3% PKB. Wybór nowego członka RPP (w ciągu trzech miesięcy) też raczej nie powinien zmienić układu sił w Radzie. Jeśli chodzi o KNF, Chrzanowski wiele razy podkreślał znaczenie stabilności sektora finansowego.

### Na rynku finansowym 12 października 2016 r.:

Stopa depozytowa NBP	0,50	WIBOR 3M	1,72	EURPLN	4,2825
Stopa referencyjna NBP	1,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	1,76	USDPLN	3,8851
Stopa lombardowa NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	2,42	CHFPLN	3,9240

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 12.10.2016 r.

## Gospodarka Polski



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

## Prognozy PKB idą w dół

▪ Słabe lipcowe dane z gospodarki oraz dane o wzroście PKB w II kw. br. spowodowały przesunięcie w dół prognoz dla polskiej gospodarki. Wprawdzie naszym zdaniem konsensus wg Bloomberg dla wzrostu w III kw. (3,4%) jest wciąż zbyt wysoki, ale nie uważamy, by w III i IV kw. doszło do wyraźnego spowolnienia gospodarki. Nasza prognoza na te dwa okresy to 2,9% r/r. Dostępne dane, w tym z sierpnia, sugerują, że konsumpcja prywatna jest mocna a perspektywy dla eksportu nie są tak złe, jak można było sądzić na podstawie lipcowych danych. Jedynie w przypadku inwestycji brak jakichkolwiek sygnałów odbicia.

## Dobre dane o przemyśle w sierpniu

▪ Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w sierpniu o 7,5% r/r, wyraźnie powyżej konsensusu. Warto pamiętać, że spory wpływ na poprawę rocznej dynamiki produkcji w porównaniu z fatalnym lipcem (-3,4% r/r) miał efekt kalendarzowy (w lipcu tego roku było o 2 dni robocze mniej niż przed rokiem, a w sierpniu o 1 więcej). Jednak nawet po uwzględnieniu tego efektu, w sierpniu widoczna była pewna poprawa sytuacji w przemyśle. Wg wycień GUS produkcja przemysłu po uwzględnieniu korekty sezonowej wzrosła w sierpniu o 5,1% r/r (średnia w I półroczu to 3,3% r/r). W samym przetwórstwie przemysłowym produkcja wzrosła w sierpniu o 9,4% r/r, co jest najlepszym wynikiem od marca 2015. Produkcja dóbr inwestycyjnych wzrosła w sierpniu aż o 14% r/r. Jednak łączny wynik za lipiec i sierpień to wzrost zaledwie o 1% r/r, co sugeruje brak odbicia w inwestycjach w maszyny i sprzęt w III kw. (miara ta wzrosła o 2,4% r/r w II kw.).

## Eksport w lipcu bardzo słaby

▪ Słabe wyniki przemysłu w lipcu zaważyły na handlu zagranicznym. W ujęciu r/r eksport obniżył się o 4,8% co było najgorszym wynikiem od 2009 r. Import spadł o 7,3% r/r, ale warto tutaj zwrócić uwagę na efekt wysokiej bazy – w lipcu 2015 r. import wyniósł prawie 15 mld €. Z kolei dla eksportu zaobserwowaliśmy efekt niskiej bazy (w lipcu 2015 r. zanotowano gwałtowny spadek eksportu telefonów komórkowych, co miało związek z działaniami rządu nacelowanymi na ograniczenia nadużyć podatkowych).

## Wskaźniki koniunktury nie pokazują pogorszenia

▪ Perspektywy polskiego eksportu na kolejne miesiące poprawiły się, jako że PMI dla przetwórstwa w Polsce i Niemczech odbił we wrześniu, lepsze od oczekiwań były także inne dane z Niemiec, w tym eksport w sierpniu. Polski PMI zaskoczył na plus rosnąc we wrześniu do 52,2 pkt z 51,5 pkt w sierpniu. Największy wpływ na odbicie miały rosnące najszybciej od marca produkcja oraz nowe zamówienia przemysłowe, głównie eksportowe. Zatrudnienie z kolei rosło 38 miesiąc z rzędu, ale w tempie najslabszym od ponad dwóch lat.

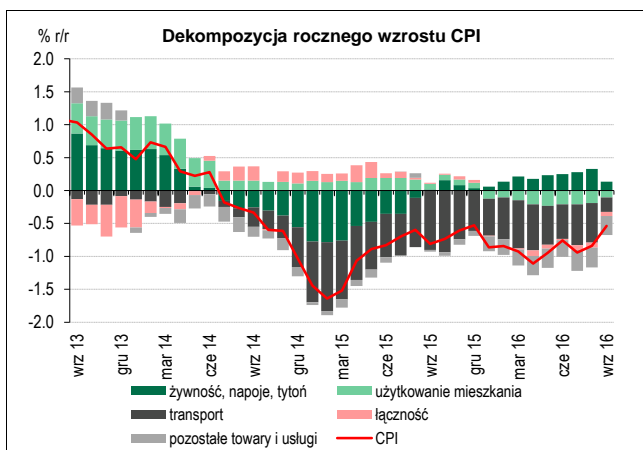
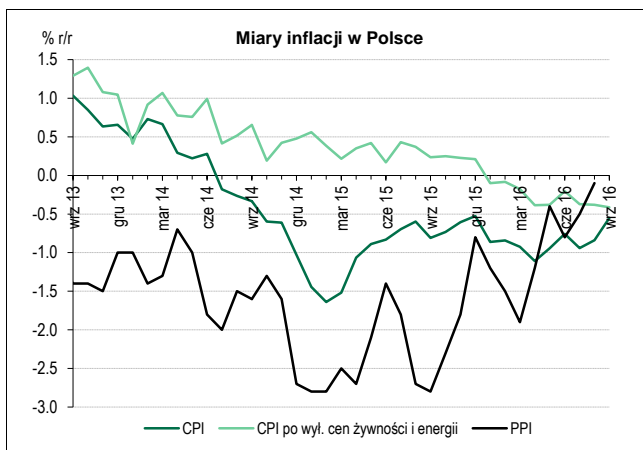
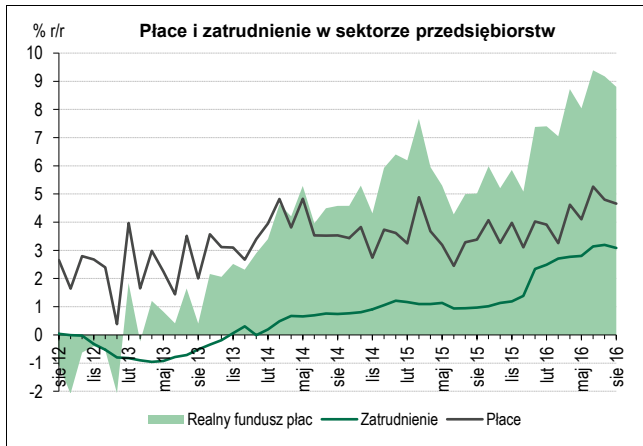
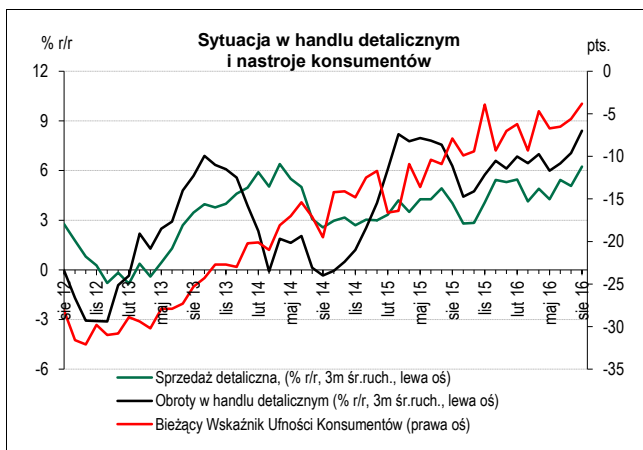
## Budowlanka sugeruje brak odbicia w inwestycjach

▪ Produkcja budowlano-montażowa po raz kolejny mocno rozczarowała, spadając o 20,5% r/r. Skala spadków jest największa od połowy 2013 r. i wg naszych szacunków wartość produkcji w budownictwie (po korekcie sezonowej) powróciła tym samym do poziomu z początku 2007 r. Głębokie spadki odnotowano we wszystkich działach budownictwa. Naszym zdaniem to bardzo zła wróżba dla dynamiki inwestycji w III kwartale br.

## Sprzedaż detaliczna rośnie najszybciej od dwóch lat

▪ Sprzedaż detaliczna w cenach stałych wzrosła w sierpniu o 7,8% r/r (wobec 4,4% r/r w lipcu), czyli najszybciej od ponad dwóch lat. Za przyspieszenie wobec lipca odpowiadały przede wszystkim dwie kategorie: sprzedaż samochodów (wzrost o 17,6% r/r), która po słabym lipcu (+1,9% r/r) wróciła do tempa wzrostu z wcześniejszej części roku oraz kategoria „pozostałe”, która osiągnęła dodatnią dynamikę (0,9% r/r) po raz pierwszy od października 2014 r.

## Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, Eurostat, BZ WBK

**500+ w danych o handlu?**

■ Czy w danych o sierpniowej sprzedaży widoczny jest już efekt '500+'? Roczna dynamika sprzedaży detalicznej może na to wskazywać, warto jednak pamiętać, że wzrost w sierpniu 2015 r. był bardzo słaby (najniższy sierpień od 2009 r.), więc sierpniowy odczyt z tego roku został zawyżony przez niską bazę. Dodatkowo, zastanawiająca jest struktura przyspieszenia – jedyną kategorię, w której można zauważyć wyraźną zmianę trendu, to paliwa (mocne wzrosty od maja) oraz „pozostałe” (skok o ponad 9 punktów procentowych w sierpniu). Niewykluczone, że w czasie wakacji większa część środków z 500+ mogła trafić do sektora usług.

■ Wyraźne odbicie zanotowano też w obrotach w handlu detalicznym – do 10,1% r/r wobec 6,4% r/r średnio w pierwszej połowie 2016 r. Tutaj poprawa była widoczna przede wszystkim w sprzedaży odzieży i obuwi oraz sprzętu komputerowego i telekomunikacyjnego. Naszym zdaniem taka struktura przyspieszenia może już sugerować wpływ 500+, czekamy jednak na potwierdzenie tego trendu w danych za kolejne miesiące oraz w danych o sprzedaży detalicznej. W każdym razie, dobre odczyty danych o handlu potwierdzają, że wzrost konsumpcji prywatnej mógł przyspieszyć w III kw.

**Zaskakujący spadek zatrudnienia w sierpniu**

■ Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w sierpniu wzrosło o 3,1% r/r wobec 3,2% r/r w lipcu. W ujęciu m/m zatrudnienie obniżyło się o 1 tys., co było dużym rozczarowaniem. Spowolnienie tempa wzrostu zatrudnienia wieszczęliśmy już od pewnego czasu, wskazując na wyczerpujące się zasoby wolnej siły roboczej. Za ograniczeniem wzrostu zatrudnienia przemawiałoby też wyhamowanie wzrostu inwestycji widoczne od początku tego roku. Jednak szczegółowe dane o zatrudnieniu w sektorze firm pokazują, że za spadkiem w sierpniu stał sektor „informacja i komunikacja”, gdzie zatrudnienie obniżyło się o 5 tys. Sytuacja w innych sektorach była stabilna lub lekko pozytywna. Naszym zdaniem, dowodzi to, że wyniki sierpniowe były zaburzone przez czynniki jednorazowe.

■ Płace wzrosły w sierpniu o 4,7% r/r. Dynamika płac obniżyła się wobec lipca (4,8% r/r) mimo pozytywnego efektu dni roboczych (w lipcu był ujemny), co wspiera naszą interpretację, że tempo wzrostu płac w czerwcu i lipcu było zaburzone przez wypłaty premii w pojedynczych sektorach. Spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach wzrost płac utrzyma się powyżej 4% r/r. Fundusz płac w sektorze firm wzrósł w sierpniu o 8,8% r/r w cenach stałych.

**Deflacja najmniejsza w tym roku**

■ Inflacja CPI wyniosła we wrześniu -0,5% r/r, zgodnie ze wstępnym odczytem i wobec -0,8% r/r w sierpniu i była najwyższą w tym roku. Wzrost inflacji wynikał przede wszystkim ze zmian w kategorii transport, gdzie jednocześnie zaistniały dwa efekty – niskiej bazy z września 2015 r. i silnego wzrostu cen paliw we wrześniu 2016 r. Transport dodał do CPI w sumie 0,4 punktu procentowego, czyli odpowiadał w zasadzie za cały wzrost wskaźnika cen we wrześniu. Jednak pomimo wzrostu rocznej stopy inflacji, we wrześniu pojawiły się czynniki, które nieco zmniejszyły skalę przyspieszenia CPI: 1) wprowadzenie darmowych leków dla seniorów, co obniżyło ceny wyrobów farmaceutycznych o 1,7% m/m (ceny w kategorii zdrowie spadły o 0,9% m/m), 2) wprowadzenie darmowych podręczników dla kolejnych klas szkół podstawowych, co obniżyło ceny podręczników o 15,7% (ceny w kategorii kultura i rekreacja spadły o 1,4% m/m), 3) spadek cen warzyw o 2,1%, co pociągnęło w dół całą kategorię żywność (-0,2% m/m).

■ Spodziewamy się dalszego wzrostu dynamiki CPI w kolejnych miesiącach. Niewykluczone, że deflacja zakończy się już w grudniu. Jednak pojawienie się nowych czynników obniżających dynamikę CPI we wrześniu zwiększa ryzyko, że moment ten przesunie się na początek 2017. W styczniu 2017 silne efekty statystyczne i podwyżki w niektórych kosztach eksploatacji mieszkań (dostawa wody, elektryczność) pchną w górę wskaźnik CPI dość wyraźnie.

## Pod lupą: polityka pieniężna

### Najważniejsze fragmenty październikowego komunikatu RPP

W Polsce utrzymuje się stabilny wzrost gospodarczy. Bieżące dane wskazują, że dynamika PKB w III kw. była prawdopodobnie zbliżona do obserwowanej w poprzednim kwartale. Głównym czynnikiem wzrostu pozostaje stabilnie rosnący popyt konsumpcyjny, wspierany przez systematyczną poprawę sytuacji na rynku pracy, korzystne nastroje gospodarstw domowych oraz wypłaty świadczeń wychowawczych w ramach programu „Rodzina 500 plus”. Dane o produkcji budowlano-montażowej wskazują, że nadal ograniczająco na aktywność gospodarczą oddziałuje spadek inwestycji. Obniżenie inwestycji jest związane z przejściowym zmniejszeniem wykorzystania środków unijnych po zakończeniu poprzedniej perspektywy finansowej UE oraz utrzymującą się niepewnością wśród przedsiębiorstw.

Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych pozostaje ujemna, jednak skala deflacji stopniowo maleje. Osłabienie tendencji deflacyjnych jest także widoczne w danych o cenach produkcji sprzedanej przemysłu. Do wzrostu dynamiki cen przyczynia się wygasanie efektów wcześniejszego spadku cen surowców na rynkach światowych, a także stopniowe przyśpieszenie wzrostu plac w Polsce. Czynnikiem ograniczającym dynamikę cen jest nadal niski wzrost cen za granicą oraz wciąż ujemna luka popytowa w krajowej gospodarce. Jednocześnie oczekiwania inflacyjne utrzymują się na niskim poziomie.

W ocenie Rady w najbliższych miesiącach skala deflacji będzie nadal stopniowo malała. Wzrost dynamiki cen będzie wspierany przez stabilny wzrost PKB, następujący w warunkach rosnącej dynamiki wynagrodzeń oraz zwiększonych świadczeń wychowawczych. W kolejnych kwartałach wzrosnąć powinna również dynamika inwestycji, czemu będzie sprzyjać dobra sytuacja finansowa firm, rosnące wykorzystanie ich zdolności produkcyjnych oraz stopniowe zwiększanie wykorzystania funduszy unijnych. Źródłem niepewności dla oczekiwanego kształtowania się aktywności gospodarczej i dynamiki cen jest 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.

### Wybrane wypowiedzi Marka Chrzanowskiego

**30.05.2016, PAP:** Zmiana ta (włączenie KNF w struktury NBP) rozwiązałyby problemy komunikacyjne między obiema instytucjami i usprawniła proces decyzyjny, a także jasno przypisała odpowiedzialność za podejmowane decyzje. (...) Wariant z przeniesieniem KNF pod skrzydła NBP jest optymalny, ponieważ nie zakłóca prac instytucji, która mogłaby zachować dotychczasową strukturę organizacyjną.

**25.04.2016, Reuters:** Bardzo ważny jest dla mnie wpływ zmian stóp procentowych na wyniki instytucji finansowych – banków komercyjnych, spółdzielczych, SKOK-ów czy instytucji nie kredytowych. (...) Dopóki nie obserwujemy prawdziwie niepokojących trendów w sferze realnej, powinniśmy skupiać się na gwarantowaniu naszej polityką stabilności sektora finansowego. (...) Poza tym w przypadku obniżki, mamy bardzo duże przeciwskazanie takiego działania – stabilność sektora finansowego. Może się okazać, że koszt tej zmiany byłby wyższy dla gospodarki niż utrzymanie stóp na stałym poziomie. Z pewnością nie dopuścimy do destabilizacji sektora bankowego w kolejnych kwartałach.

### Wypowiedź Pawła Szalamachy

**30.09.2016, Polskie Radio 3:** Przez ostatnie miesiące, w ostatnich tygodniach, intensywnie pracowałem nad budżetem. Teraz chciałbym parę dni odpocząć. (...) W przypadku KNF-u, trzeba przeczytać ustawy. Tam są rygory. Ja tego nie spełniam. Rozmawiałem z panią premier. Najpierw złożyłem rezygnację, pani premier ją przyjęła i także w tym kontekście była mowa o przyszłości. Rozmawialiśmy o przyszłości, następnych krokach, ale nie doszło do rozstrzygnięć..

### Nic ciekawego się nie dzieje

▪ Rada Polityki Pieniężnej nie zmieniła stóp procentowych w październiku, stopa referencyjna nadal wynosi 1,50%. Komunikat po posiedzeniu był podobny do tego we wrześniu, a prezes NBP Adam Glapiński rozpoczął konferencję prasową od słów, że nic ciekawego się nie dzieje.

### Możliwa podwyżka stóp procentowych... w 2018 r.

▪ Glapiński powtórzył także, że stopy procentowe powinny być stabilne w tym roku i w przyszłym oraz – jeśli nic złego się nie wydarzy – następną decyzją w polityce pieniężnej będzie podwyżka stóp. Co ciekawe, o ile na poprzedniej konferencji Prezes NBP nie wykluczył podwyżki stóp w 2017 r. (w co prawdę mówiąc trudno nam było uwierzyć), tym razem wyraźnie powiedział, że zacieśnienie polityki pieniężnej nie nastąpi wcześniej niż w 2018 r. Głównym powodem takiej zmiany opinii (o ile była ona zamierzona) było naszym zdaniem osłabienie perspektyw wzrostu gospodarczego. Glapiński przyznał, że wzrost gospodarczy w 2016 r. jest nieco niższy niż oczekiwano, ale wierzy, że 2017 r. będzie „doskonały”. Jednocześnie inflacja będzie się pięła w górę (koniec deflacji jeszcze w 2016 r.). Największym zmartwieniem NBP są perspektywy dla inwestycji, ale wg Glapińskiego jest „pewne”, że w końcu one odbiją, pytanie tylko czy będzie to już na koniec tego roku czy na początku 2017. O ile zgadzamy się, że scenariusz bazowy na 2017 rok powinien zakładać wzrost inwestycji, to nie jest to naszym zdaniem takie „pewne”.

▪ Ogólnie, przekaz komunikatu i konferencji prasowej był podobny do wrześniowego – RPP nawet nie myśli o luzowaniu polityki pieniężnej. Musielibyśmy zobaczyć naprawdę słabe dane o aktywności ekonomicznej (wzrost PKB tylko nieznacznie poniżej 3% r/r prawdopodobnie nie będzie wystarczający), aby oczekiwania na obniżki stóp odżyły, szczególnie przy stopniowo rosnącej inflacji. Warto jednocześnie odnotować, że odbicie inflacji może (znowu!) okazać się wolniejsze niż do niedawna oczekiwano.

### Marek Chrzanowski zrezygnował z zasiadania w RPP...

▪ To długa historia. Na początku września Marek Chrzanowski złożył rezygnację z funkcji członka Rady Polityki Pieniężnej z powodów osobistych i odpowiedni wniosek w tej sprawie wysłał do Senatu, od którego dostał nominację na to stanowisko. Po kilku tygodniach wniosek ten jednak wycofał, po czym... tydzień później złożył go ponownie. Senat odwołał Chrzanowskiego z RPP na początku października.

▪ Według Jakuba Kowalskiego, szefa Kancelarii Senatu, wybór nowego członka RPP może nastąpić na przełomie listopada i grudnia. Naszym zdaniem zmiana nie wpłynie istotnie na politykę pieniężną w Polsce.

### ... i przeniósł się do KNF

▪ Premier Beata Szydło powołała Marka Chrzanowskiego na przewodniczącego Komisji Nadzoru Finansowego. Jego kadencja rozpoczyna się 13 października, po wygaśnięciu kadencji Andrzeja Jakubiaka.

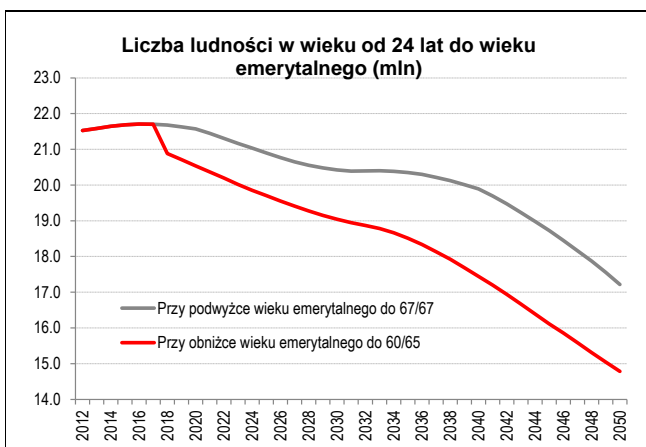
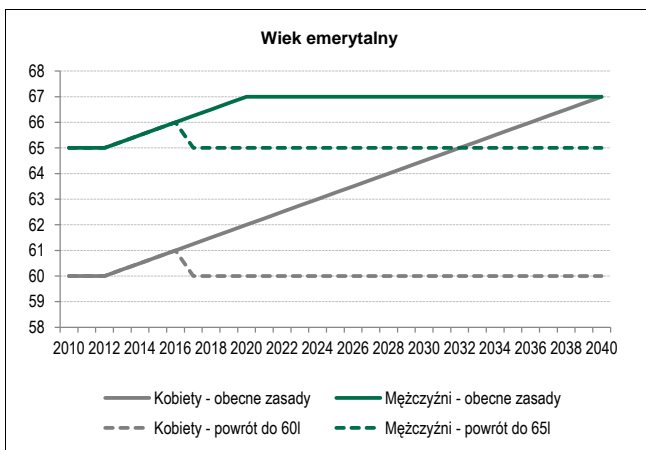
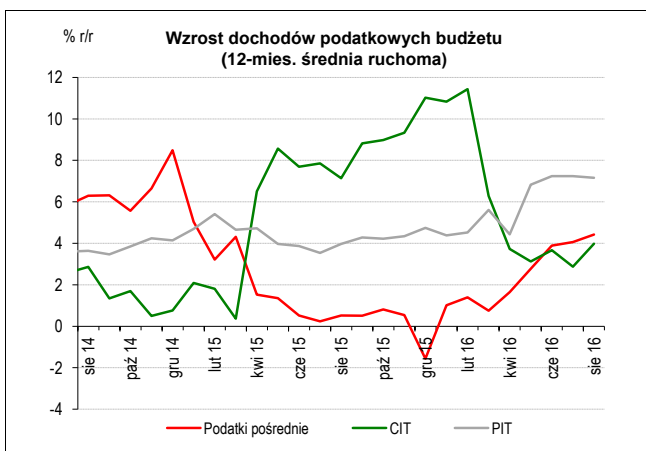
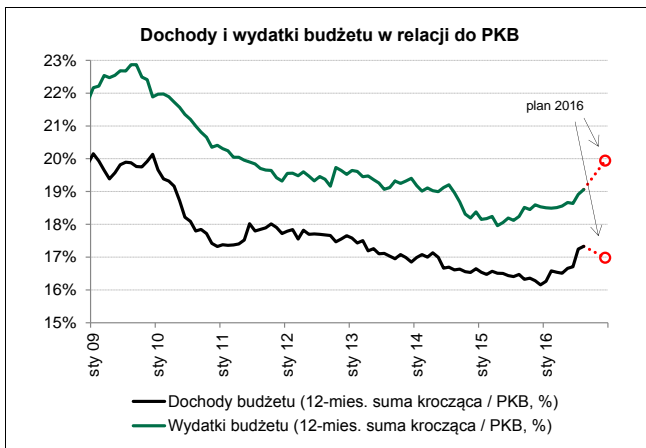
▪ Biorąc pod uwagę wypowiedzi polityków oraz prezesa Narodowego Banku Polskiego, wydaje się dość oczywiste, że KNF trafi wkrótce pod skrzydła banku centralnego. Na tym etapie nie jest jednak jasne, czy będzie to pełna integracja instytucji, czy raczej szef NBP będzie nadzorował szefa Komisji.

▪ Jednym z istotnych zadań nowego szefa KNF będzie współpraca z innymi instytucjami w ramach Komitetu Stabilności Finansowej w sprawie opracowania wymagań nadzorczych dla banków posiadających ekspozycję na kredyty walutowe, co zapowiedział kilka miesięcy temu prezes Glapiński.

### Były minister finansów w Zarządzie NBP

▪ Paweł Szalamacha został mianowany członkiem Zarządu NBP. Na razie nie został mu przydzielony zakres odpowiedzialności.

## Pod lupą: polityka fiskalna



Źródła: Ministerstwo Finansów, Eurostat, BZ WBK

### Deficyt fiskalny w 2016 wyraźnie poniżej 3% PKB?

■ Po ośmiu miesiącach roku deficyt budżetu centralnego wyniósł 14,9 mld zł, czyli zaledwie ok. 27% rocznego planu. Tempo wzrostu dochodów podatkowych poprawia się i jest duża szansa, że w całym roku będą one wyższe od planowanych o ponad 5 mld zł, pomimo mniejszych od oczekiwań wpływów z podatku bankowego i braku dochodów z podatku handlowego. Wzrost wpływów podatkowych po sierpniu wynosi 7,4% (w samym sierpniu 10,1% r/r). Jednocześnie realizacja wydatków przebiega wyraźnie poniżej wstępnego harmonogramu. Gdyby ta sytuacja utrzymała się do końca roku, deficyt centralny mógłby być niższy od planowanego nawet o ok. 10 mld zł.

■ Rząd przyjął projekt nowelizacji budżetu 2016, zakładający zmianę w budżecie środków europejskich związaną z wcześniejszą wypłatą dopłat dla rolników – kwota ok. 9 mld zł ma trafić do rolników jeszcze w tym roku, zamiast w 2017. Naszym zdaniem przesunięcie terminu wypłat nie powinno jednak wpłynąć na saldo finansów publicznych wg ESA2010.

■ Niemniej, nie wykluczamy, że rząd zdecyduje przesunąć inne wydatki z roku przyszłego na rok bieżący, aby wygładzić ścieżkę deficytu fiskalnego. Z jednej strony, deficyt sektora finansów publicznych w tym roku może być wyraźnie niższy od 3% PKB. Oprócz lepszego wykonania budżetu centralnego będzie to wynikało z niskich wydatków inwestycyjnych w samorządach (możliwa nadwyżka w tym sektorze). Z drugiej strony, założenie przyspieszenia wydatków przez samorzady w roku przyszłym oznacza, że deficyt całego sektora może przekroczyć 3%, nawet jeśli deficyt budżetu centralnego zostanie zrealizowany zgodnie z planem. Z punktu widzenia ekonomicznego nie miałyby to większego znaczenia (łączny deficyt fiskalny w dwóch kolejnych latach mniej więcej taki sam). Jednak, z punktu widzenia wizerunkowego przekroczenie progu 3% PKB mogłoby być istotne. Dlatego też, wygładzenie ścieżki deficytu jest możliwe i ze względu na przesunięcie wydatków faktyczna realizacja budżetu w tym roku może być nie tak bardzo różna od planu.

### Sejm zajmie się wkrótce obniżką wieku emerytalnego...

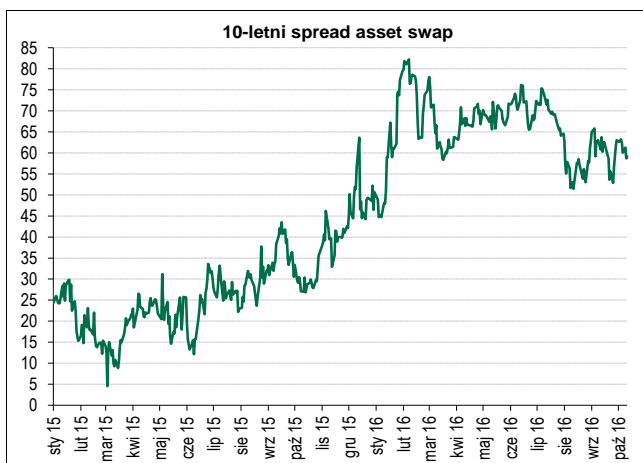
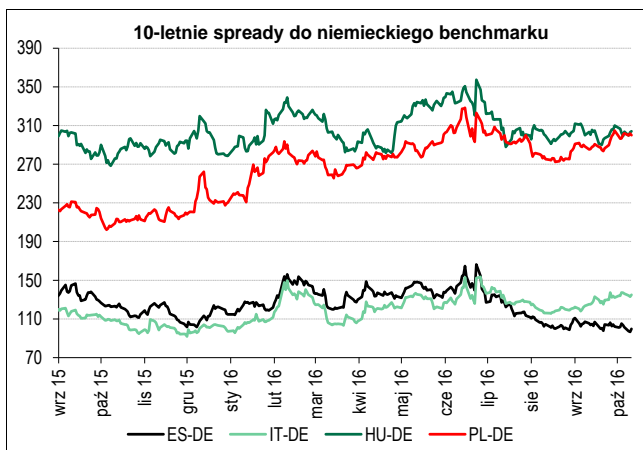
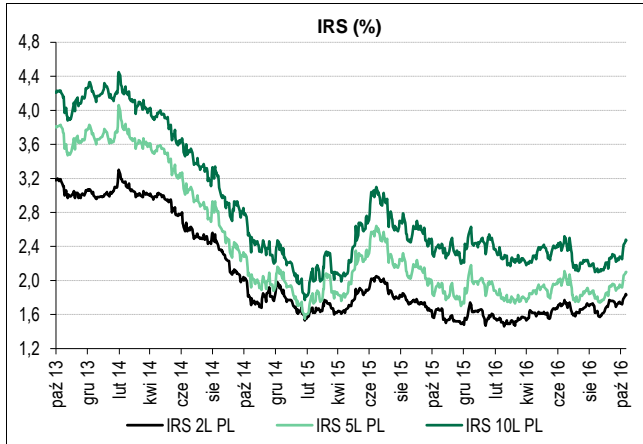
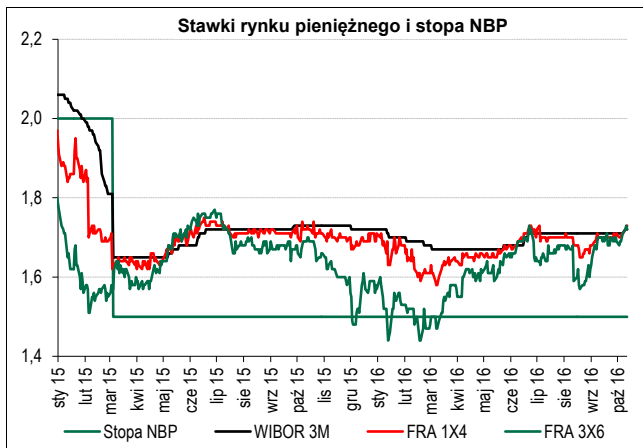
■ Prezes PiS Jarosław Kaczyński zapowiedział, że jeszcze w tym roku „na pewno” zostanie uchwalona obniżka wieku emerytalnego (wprowadzenie zmian w życie nie wcześniej niż pod koniec 2017 r.).

■ Właśnie zakończyły się konsultacje społeczne dot. zmian w systemie emerytalnym i Sejm zajmie się wkrótce projektem ustawy zgłoszonym przez Prezydenta Andrzeja Dudę, który zakłada obniżenie wieku emerytalnego do 60 dla kobiet i 65 dla mężczyzn. Zobaczymy, czy i jakie poprawki do tego projektu zostaną wprowadzone w toku prac w parlamencie. Wprowadzenie w życie ustawy w kształcie zaproponowanym przez Prezydenta miałyby negatywne skutki dla gospodarki na wielu różnych płaszczyznach, wśród których trzy najważniejsze to: (1) znaczne koszty fiskalne, (2) obniżenie liczby aktywnych zawodowo (co przybliży moment, kiedy brak dostępnej siły roboczej może stać się wąskim gardłem dla wzrostu gospodarczego w Polsce), (3) obniżenie wysokości przyszłych świadczeń emerytalnych (poprzez jednoczesne skrócenie okresu aktywności zawodowej Polaków i wydłużenie okresu wypłaty świadczeń) – więcej napisaliśmy o tym w [specjalnym komentarzu](#) w lipcu.

### ... oraz ustawą o kredytach walutowych

■ Dodatkowo, parlament rozpocznie wkrótce prace nad rozwiązaniem kwestii kredytów walutowych. Obecnie w Sejmie złożone są trzy projekty ustaw w tej sprawie. Obok propozycji Prezydenta Dudy, która zakłada zwrot spreadów walutowych, jest jeszcze projekt PO (przewalutowanie na wniosek klienta, strata podzielona 50:50) oraz projekt Kukiz'15, który zakłada konwersję po kursie zaciągnięcia kredytów. Informacje o przebiegu prac w Sejmie mogą być istotne dla rynku walutowego w najbliższych tygodniach.

## Rynek stopy procentowej



Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, Bloomberg, BZ WBK

### Krajowe i globalne czynniki pchnęły stawki w górę

Krajowy rynek stopy procentowej był bardzo zmienny na początku października, podobnie jak we wrześniu. Rentowności i stawki IRS wzrosły dość znacząco, w ślad za rynkami globalnymi, co wynikało z obaw inwestorów, że EBC może zdecydować się na redukcję programu QE. Dodatkowo, trend wzrostowy wzmocnił się po lepszych od oczekiwań danych z USA, które zwiększyły prawdopodobieństwo podwyżki stóp przez Fed w grudniu (do ponad 63%) oraz retoryki RPP po październikowym spotkaniu. W efekcie rentowność 10-latkı wzrosła powyżej 3%, a stawka IRS 10L powyżej 2,40%, najwyżej od końca czerwca br. Wrześniowy raport z rynku pracy w USA dał nieco wytchnienia rynkom globalnie, niemniej rentowność krajowej 10-latkı pozostała blisko 3%.

Na początku października, środek i długi koniec krzywych straciły najmocniej na pogorszeniu globalnych nastrojów, podczas gdy krótki koniec krzywych pozostał względnie stabilny. W efekcie obie krzywe wystromiły się dość widocznie, w tym spread 2-10L wzrósł do prawie 130 pb dla obligacji oraz powyżej 60 pb dla IRS. Co więcej, premia za ryzyko dla polskich aktywów pozostaje względnie wysoka, o czym świadczy utrzymujący się w okolicach 300 pb spread wobec niemieckich obligacji dla sektora 10L.

Na rynku pieniężnym we wrześniu i na początku października rynek FRA był dość nerwowy i wrażliwy na sytuację na rynku IRS. W tym samym czasie stawki WIBOR pozostawały stabilne. Obecnie krzywa FRA jest właściwie płaska (FRA3x6 na 1,71%, a FRA18x21 na 1,74%), co oznacza, że obecnie rynek nie wycenia ani obniżek ani podwyżek stóp NBP.

### Plan emisji SPW na IV kw. zgodny z oczekiwaniami

Ministerstwo Finansów podało, że w IV kw. planuje 3-4 aukcje regularne, na których zaoferuje obligacje o łącznej wartości 14-28 mld zł oraz 1-2 aukcje zamiany. Nieoczekiwanie resort finansów podał, że rozważy emisje na rynkach zagranicznych i/ortoz pozostanie środków z kredytu od międzynarodowych instytucji finansowych w wysokości do 0,9 mld euro.

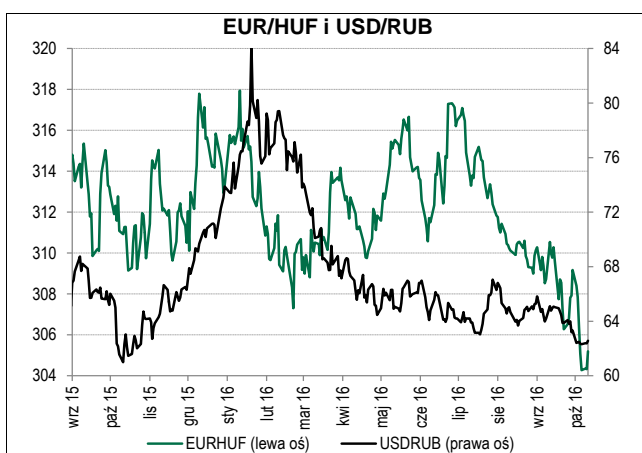
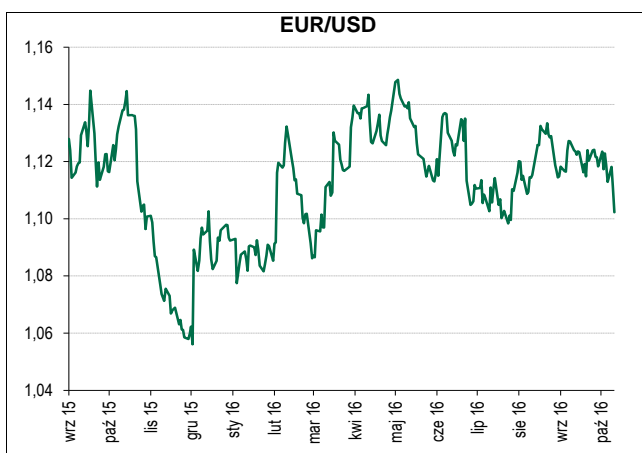
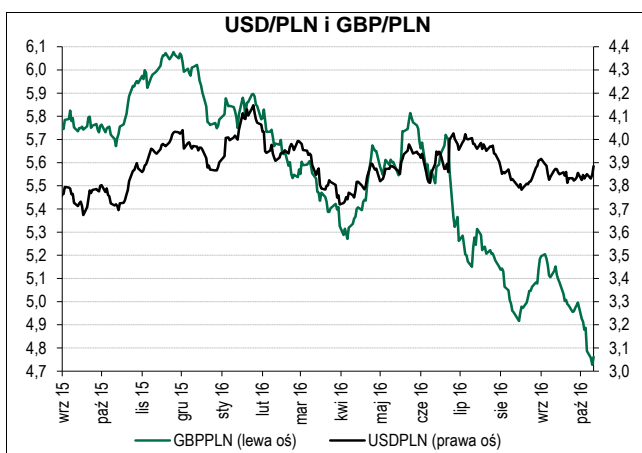
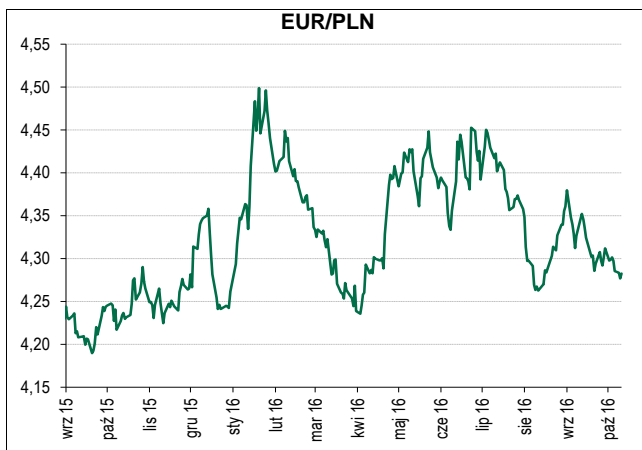
Pierwsza październikowa aukcja długu była bardzo udana. Ministerstwo uplasowało obligacje OK1018 i DS0727 o łącznej wartości 6,8 mld zł na aukcji regularnej i uzupełniającej. Po tej aukcji szacujemy, że tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto są już sfinansowane w ok. 94%. W naszej ocenie nadchodzące aukcje również powinny cieszyć się dużym zainteresowaniem tak ze strony krajowych, jak i zagranicznych inwestorów. Sytuacja płynnościowa także będzie sprzyjająca, gdyż w tym miesiącu na rynek wpłynie łącznie 21,1 mld zł z wykupu PS1016 i płatności odsetkowych.

### Polskie aktywa wciąż wrażliwe na trendy globalne

Sądzymy, że sytuacja na rynku pieniężnym nie zmieni się znacząco w nadchodzących tygodniach. W naszej ocenie dane makro za wrzesień powinny być relatywnie silne. Jednakże, w połowie listopada na rynek mogą ponownie powrócić oczekiwania na obniżki stóp procentowych po publikacji danych o PKB za III kw., które w naszej ocenie pokażą wzrost poniżej 3% r/r.

Odnosząc się do rentowności i stawek IRS, oczekujemy, że pozostaną one w trendzie horyzontalnym, gdyż nie widzimy wiele miejsca tak do wzrostu, jak i do ich spadku. W świecie ultra-niskich stóp procentowych bieżący poziom rentowności 10-letniego benchmark wydaje się wciąż atrakcyjny, tym bardziej, że realny poziom rentowności krajowej 10L jest wyższy w porównaniu do innych krajów CEE. W październiku nastąpił nieznaczny wzrost krajowej inflacji, a kolejne dane z gospodarki powinny wspierać nasz scenariusz wzrostu PKB poniżej 3% w III kw. Jednocześnie, czynniki globalne nie są wspierające dla rynku długu (obawy o Brexit, spekulacje o redukcję programu QE przez EBC), a nadchodzące dane z USA, utrzymujące oczekiwania na podwyżkę stóp przez Fed w tym roku, mogą pchnąć w górę rentowności na rynkach bazowych. Ten ostatni czynnik będzie uzasadniał nieznaczny wzrost rentowności 10L na krajowym rynku i dalsze stromienie krzywych w średnim terminie.

## Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

## Aprecjacja złotego może się zatrzymać

▪ Wbrew temu czego się spodziewaliśmy, kurs EURPLN oddalił się od lokalnego szczytu na 4,36 i w połowie października jest w pobliżu 4,30, gdzie odbił z ok. 4,26. Głównym wsparciem dla złotego były we wrześniu decyzja agencji Moody's o pozostawieniu polskiego ratingu i perspektywy bez zmian oraz gołębia retoryka FOMC.

▪ Pomimo wrześniowej aprecjacji, sądzimy że EURPLN nie spadnie poniżej 4,25 i do końca roku złoty będzie wg nas pod presją.

▪ Po pierwsze, ostatnie dane z polskiej gospodarki wzmocniły ryzyko, że tempo wzrostu PKB w III kw. będzie poniżej 3% z powodu dużego spadku inwestycji oraz słabego eksportu. Obecnie konsensus agencji Bloomberg zakłada wzrost o 3,4% w III kw., a najniższa prognoza to 2,8% (my oczekujemy 2,9%). Jeżeli powyższe ryzyko zmaterializuje się (wstępne dane poznamy w połowie listopada), to krajowa waluta mogłaby stracić.

▪ W dalszym ciągu utrzymuje się także niepewność odnośnie tempa konwersji kredytów walutowych, a parlament zajmie się projektami w drugiej połowie października. Propozycje są trzy: (1) prezydenta Dudy zakładający zwrot części spreadów; (2) PO zakładający podzielenie się po połowie stratami z konwersji przez banki i konsumentów; (3) przygotowany przez Kukiz '15, w myśl którego banki ponoszą 100% kosztów przewalutowania kredytów walutowych. Pierwsze czytania mogą być wskazówką jaką opinię w tej kwestii mają posłowie. Jeśli projekt Kukiz '15 będzie dalej procedowany, może to być negatywny sygnał na rynku.

▪ Analiza techniczna też wskazuje na pewne przesłanki sugerujące, że EURPLN może się oddalić od lokalnego minimum.

## EURUSD czeka na impuls

▪ Tak jak się spodziewaliśmy miesiąc temu, kurs EURUSD pozostał w przedziale 1,112-1,135 w kolejnych tygodniach po opublikowaniu poprzedniego raportu. Wrześniowe posiedzenie FOMC miało raczej gołębi wydźwięk, ale obawy o niemiecki sektor bankowy korzystnie wpływały na bezpieczne aktywa, w tym na dolara.

▪ Warto zauważyć, że zmienność EURUSD spadła po referendum w Wielkiej Brytanii i teraz rynek czeka na kolejny impuls, który mógłby zainicjować trwalszy trend. Nie spodziewamy się, by FOMC podniósł stopy w listopadzie, ale ton komunikatu powinien być raczej jastrzębi jeśli na taki krok bankierzy centralni USA chcieliby się zdecydować jeszcze w tym roku. Podwyższony wahań dostarczyć mogą także wybory prezydenckie, zwłaszcza jeśli wygra Donald Trump. Ogólnie, widzimy ograniczony potencjał do wzrostu EURUSD do końca roku.

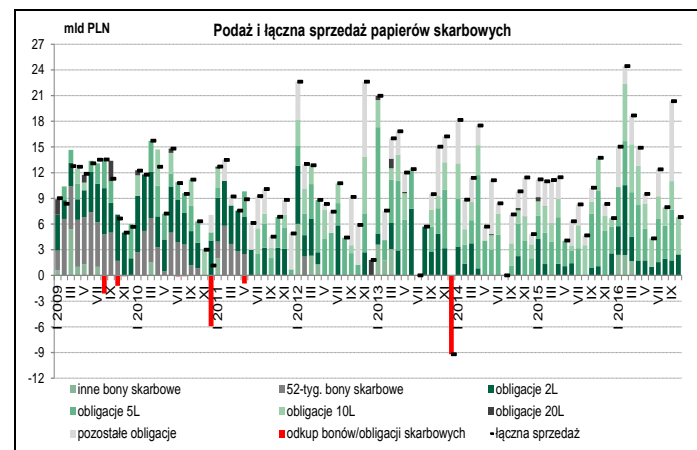
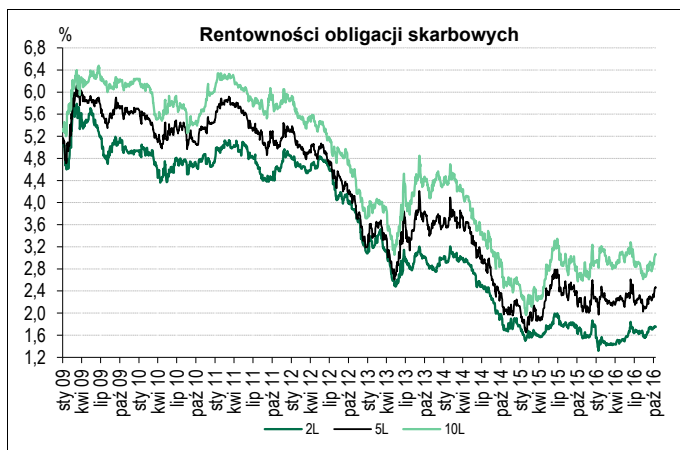
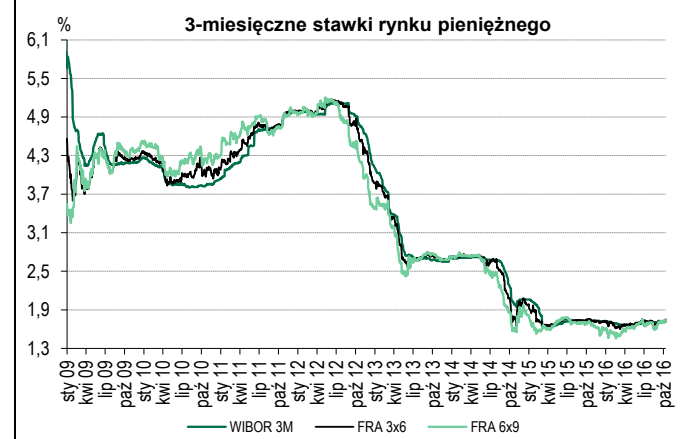
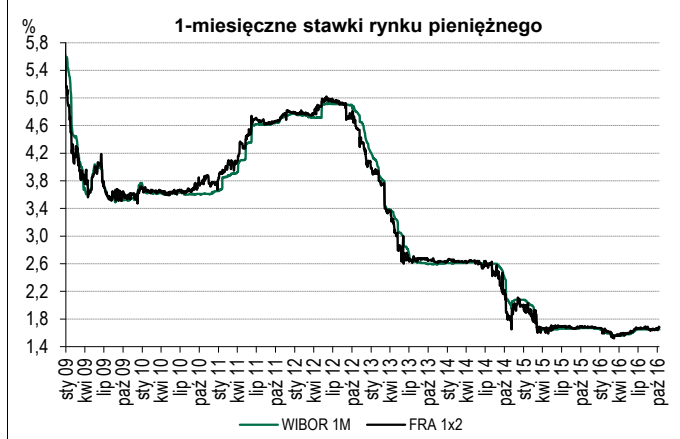
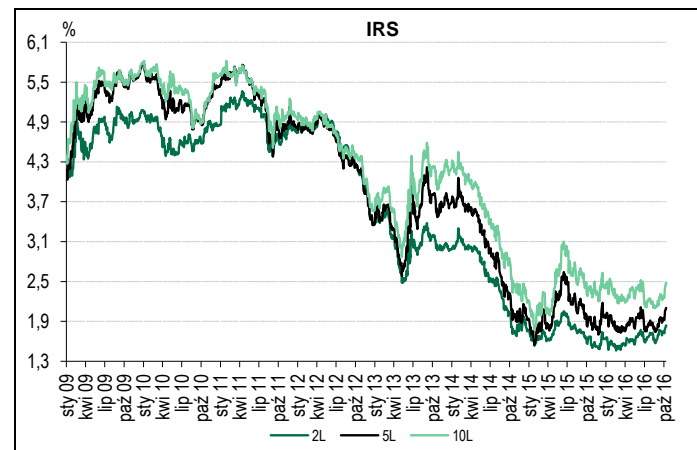
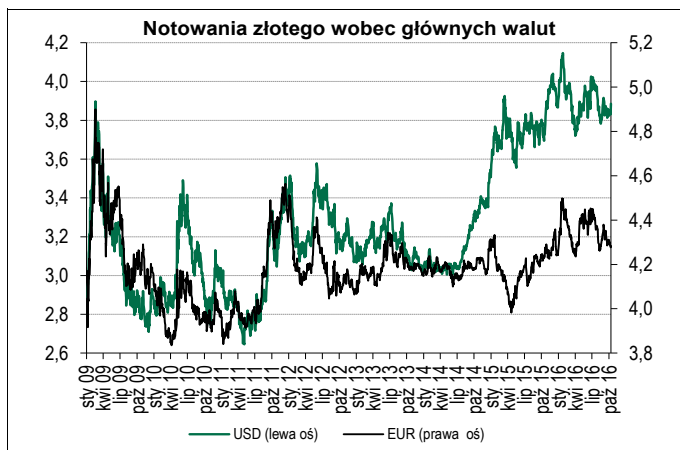
## Forint i rubel najmocniejsze w tym roku

▪ Bank centralny Węgier utrzymał główną stopę na poziomie 0,90%. Jednocześnie, bank obniżył wartość przyjmowanych depozytów do 900 mld HUF z 1,6 bln HUF, co oznacza, że więcej gotówki może się znaleźć na rynku. Za zaskakująca decyzja ta została przez rynek odczytana jako gołębia, co miało negatywny wpływ na forinta. Wpływ był jednak tylko chwilowy i nie przeszkodził w spadku EURHUF do nowego tegorocznego minimum na 303. Kurs opuścił konsolidację, w której poruszał się od II kw. 2015 i może dalej spadać do 295.

▪ USDRUB też osiągnął nowy tegoroczny dołek (na ok. 62) do czego przyczynili się rosnąca cena ropy Brent i jastrzębia retoryka banku centralnego Rosji (CBR). Zgodnie z oczekiwaniami, CBR obniżył we wrześniu stopy o 50%, główną do 10%, ale komunikat był wg rynku raczej jastrzębi. Szefowa banku powiedziała, że do końca roku stopy pozostaną bez zmian i dopiero w pierwszej połowie 2017 cykl cięć może zostać wznowiony (w tempie po 25 pb). Tak ostrożne podejście jest motywowane chęcią sprowadzenia inflacji do celu 4% do końca 2017.

▪ CBR przedstawił nowe prognozy PKB – gospodarka ma rosnać w tempie 0,5-1,0% w 2017 i 1,5-2,0% w 2018 oraz 2019. Prognozy te są poniżej konsensusu Bloomberg (1,7% dla 2017 i 1,9% dla 2018).

## 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
październik	29.10	OK/PS/DS	5000-8000	8082,0					8.10	DS1015/OK0116	PS0421/DS0726
listopad	26.11	EUR20160201**	Do 1 mld €	730 mln €					19.11	OK0116/PS0416	WZ0120/PS0421/DS0726
grudzień									10.12	OK0116/PS0416	OK0717/PS0421/DS0726
styczeń '16	7.01	PS0421	2500-4500	4555,0	28.01	OK1018/WZ0120/WZ0126	5000-8000	8074,0			
luty	4.02	OK1018/DS0726	4500-7500	9011,2	18.02	WZ0120/PS0421	4000-6000	7210,0			
marzec	3.03	OK1018/DS0726	4000-7000	8387,5					24.03	PS0416/OK0716/PS1016	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	PS0721/WZ0120/WZ0126
październik	6.10	OK1018/DS0727	3000-6000	6806,5	21.10	Do ogłoszenia	5000-10000				

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

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK



## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>10 października</b> GE: Eksport (VIII) CZ: CPI (IX)	<b>11</b> <b>PL: CPI (IX)</b> GE: Indeks ZEW (X) HU: CPI (IX)	<b>12</b> <b>PL: Inflacja bazowa (IX)</b> EZ: Produkcja przemysłowa (VIII) US: Minutes FOMC	<b>13</b>	<b>14</b> <b>PL: Bilans płatniczy (VIII)</b> <b>PL: Podaż pieniądza (IX)</b> US: Sprzedaż detaliczna (IX) US: Wstępny Michigan (X)
<b>17</b> EZ: HICP (IX) US: Produkcja przemysłowa (IX)	<b>18</b> <b>PL: Place i zatrudnienie (IX)</b> US: CPI (IX)	<b>19</b> <b>PL: Produkcja przemysłowa (IX)</b> <b>PL: PPI (IX)</b> <b>PL: Sprzedaż detaliczna (IX)</b> US: Rozpoczęte budowy domów (IX) US: Pozwolenia na budowę (IX) US: Beżowa księga Fed	<b>20</b> <b>PL: Minutes RPP</b> EZ: Decyzja EBC US: Indeks Philly Fed (X) US: Sprzedaż domów (X)	<b>21</b>
<b>24</b> GE: Wstępny PMI – przemysł (X) EZ: Wstępny PMI – przemysł (X)	<b>25</b> GE: Indeks Ifo (X) HU: Decyzja banku centralnego US: Indeks nastrojów konsumentów (X)	<b>26</b> US: Sprzedaż nowych domów (IX)	<b>27</b> US: Zamówienia na dobra trwałe użytku (IX) US: Niezakończona sprzedaż domów (IX)	<b>28</b> US: Pierwszy szacunek PKB (III kw.) US: Indeks Michigan (X)
<b>31</b> <b>PL: Wstępny CPI (X)</b> EZ: Wstępny HICP (X) EZ: Wstępny PKB (III kw.) US: Dochody osobiste (IX) US: Wydatki konsumentów (IX)	<b>1 listopada</b> <b>PL: Dzień wolny</b> US: ISM – przemysł (X)	<b>2</b> <b>PL: PMI – przemysł (IX)</b> GE: PMI – przemysł (IX) EZ: PMI – przemysł (IX) US: Raport ADP (IX) US: Decyzja FOMC	<b>3</b> CZ: Decyzja banku centralnego US: ISM – usługi (X) US: Zamówienia przemysłowe (IX)	<b>4</b> GE: PMI – usługi (X) EZ: PMI – usługi (X) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (X) US: Stopa bezrobocia (X)
<b>7</b> GE: Zamówienia przemysłowe (IX)	<b>8</b> GE: Produkcja przemysłowa (IX) GE: Eksport (IX) CZ: Produkcja przemysłowa (IX) HU: CPI (X)	<b>9</b> <b>PL: Decyzja RPP</b> CZ: CPI (X)	<b>10</b>	<b>11</b> <b>PL: Dzień Niepodległości</b> US: Wstępny Michigan (XI)
<b>14</b> <b>PL: CPI (X)</b> <b>PL: Bilans płatniczy (IX)</b> <b>PL: Podaż pieniądza (X)</b> EZ: Produkcja przemysłowa (IX)	<b>15</b> <b>PL, GE, EZ, HU, CZ: Wstępny PKB (III kw.)</b> <b>PL: Inflacja bazowa (X)</b> GE: Indeks ZEW (XI) US: Sprzedaż detaliczna (X)	<b>16</b> US: Produkcja przemysłowa (X)	<b>17</b> EZ: HICP (X) US: Rozpoczęte budowy domów (X) US: Pozwolenia na budowę (X) US: CPI (X) US: Indeks Philly Fed (XI)	<b>18</b> <b>PL: Place i zatrudnienie (X)</b>

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Bloomberg

## Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2016 roku

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

## Dane i prognozy ekonomiczne

## Wskaźniki miesięczne

		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	paź 16
PMI	pkt.	50,9	52,2	52,1	52,1	50,9	52,8	53,8	51,0	52,1	51,8	50,3	51,5	52,2	50,5
Produkcja przemysłowa	% r/r	4,0	2,4	7,8	6,7	1,3	6,8	0,7	6,0	3,2	6,0	-3,4	7,5	4,6	1,6
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-2,5	-5,2	1,2	-0,4	-8,6	-10,5	-15,8	-14,9	-13,7	-13,0	-18,8	-20,5	-20,9	-20,3
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	0,1	0,8	3,3	4,9	0,9	3,9	0,8	3,2	2,2	4,6	2,0	5,6	6,2	5,2
Stopa bezrobocia	%	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	8,3
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw <sup>a</sup>	% r/r	4,1	3,3	4,0	3,1	4,0	3,9	3,3	4,6	4,1	5,3	4,8	4,7	4,4	5,0
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	1,0	1,1	1,2	1,4	2,3	2,5	2,7	2,8	2,8	3,1	3,2	3,1	3,0	2,9
Eksport (w euro)	% r/r	3,0	4,5	12,6	11,5	-0,9	5,9	0,8	4,8	-0,7	6,4	-4,8	10,9	3,2	1,7
Import (w euro)	% r/r	5,2	0,2	6,7	3,8	0,6	7,7	1,1	0,3	0,4	2,4	-7,3	9,9	5,9	6,0
Bilans handlowy	mIn EUR	19	252	574	294	441	316	444	531	345	404	-313	-44	-390	-402
Rachunek bieżący	mIn EUR	-608	-305	405	-573	771	-529	54	563	624	-203	-802	-672	-859	-808
Rachunek bieżący	% PKB	-0,4	-0,4	-0,3	-0,2	0,0	-0,1	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-31,1	-34,5	-36,1	-42,6	1,8	-3,1	-9,6	-11,1	-13,5	-18,7	-14,4	-14,9	-35,5	-41,1
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	67,6	74,8	78,4	92,5	-3,2	5,7	17,5	20,3	24,6	34,1	26,3	27,3	64,9	75,2
Inflacja (CPI)	% r/r	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,9	-0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-0,8	-0,9	-0,8	-0,5	-0,4
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	0,2	0,3	0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-2,8	-2,3	-1,8	-0,8	-1,2	-1,5	-1,9	-1,2	-0,4	-0,8	-0,5	-0,1	0,3	0,4
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	8,3	8,9	9,3	9,1	10,2	10,1	9,1	11,6	11,6	11,4	10,7	10,0	9,6	8,9
Zobowiązania	% r/r	8,9	9,2	9,7	9,0	9,9	10,4	9,4	11,6	11,8	11,3	10,6	9,9	9,2	8,7
Należności	% r/r	7,9	7,7	7,0	6,9	6,2	5,8	4,4	6,7	5,0	4,6	4,7	3,7	3,5	3,3
EUR/PLN	PLN	4,22	4,25	4,25	4,29	4,41	4,40	4,29	4,31	4,41	4,40	4,40	4,30	4,32	4,33
USD/PLN	PLN	3,75	3,78	3,96	3,95	4,06	3,96	3,87	3,80	3,90	3,92	3,98	3,84	3,86	3,88
CHF/PLN	PLN	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	3,99
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	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	1,73	1,73	1,72	1,71	1,69	1,67	1,67	1,67	1,69	1,71	1,71	1,71	1,72
Rentowność obligacji 2L	%	1,79	1,65	1,58	1,71	1,46	1,46	1,44	1,48	1,54	1,70	1,66	1,61	1,71	1,74
Rentowność obligacji 5L	%	2,43	2,18	2,10	2,28	2,24	2,26	2,18	2,25	2,24	2,38	2,24	2,14	2,26	2,38
Rentowność obligacji 10L	%	2,91	2,66	2,73	2,93	3,04	3,03	2,88	2,95	3,04	3,11	2,89	2,71	2,85	2,95

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK; <sup>a</sup> nominalnie; <sup>b</sup> 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	1 847,7	1 927,4	426,2	446,3	448,9	526,3	446,9	465,1	467,0	548,4
PKB	% r/r	3,3	3,6	3,0	2,9	3,0	3,1	2,9	2,9	3,1	2,9	2,7	2,8
Popyt krajowy	% r/r	4,9	3,3	3,2	3,5	4,1	2,4	2,9	3,3	3,9	3,8	3,4	3,1
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	-2,9	2,9	-1,8	-4,9	-5,0	-1,0	2,6	3,0	3,0	3,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	3,4	4,8	3,2	5,2	3,0	5,0	2,8	2,2	7,5	5,0	6,2	2,4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	4,3	0,3	-16,8	-3,2	-12,2	-13,9	-20,1	-18,5	-17,2	-10,6	3,8	4,2
Sprzedż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	3,1	1,5	3,8	5,8	1,9	3,5	4,6	5,0	6,7	7,2	5,2	4,4
Stopa bezrobocia <sup>b</sup>	%	11,4	9,8	8,5	7,9	10,0	8,8	8,4	8,5	8,8	7,9	7,6	7,9
Płace brutto w gospodarce narodowej <sup>a</sup>	% r/r	3,6	3,3	4,2	6,1	3,1	4,3	4,2	5,2	6,1	6,3	6,1	5,8
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,2	0,9	2,2	0,6	2,1	2,4	2,2	2,0	0,8	0,6	0,5	0,4
Eksport (w euro)	% r/r	6,4	8,3	3,5	6,5	2,0	3,5	2,8	5,4	6,0	6,4	6,8	6,9
Import (w euro)	% r/r	8,3	4,9	3,2	8,5	3,2	1,0	2,5	6,0	7,7	8,5	8,8	9,0
Bilans handlowy	mIn EUR	-3 255	2 135	2 650	-649	1 200	1 280	-748	918	555	460	-1 673	8
Rachunek bieżący	mIn EUR	-8 303	-1 059	-1 221	-4 614	296	984	-2 333	-168	-364	176	-3 323	-1 105
Rachunek bieżący	% PKB	-2,0	-0,2	-0,3	-1,0	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,4	-0,6	-0,8	-1,0
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-3,3	-2,6	-2,5	-3,2	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	0,0	-0,9	-0,7	1,0	-0,9	-0,9	-0,8	-0,2	0,9	1,0	0,9	1,2
Inflacja (CPI) <sup>b</sup>	% r/r	-1,0	-0,5	0,0	1,3	-1,1	-0,8	-0,5	0,0	1,0	0,9	1,0	1,3
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	0,6	0,3	-0,3	0,5	-0,1	-0,3	-0,4	-0,3	0,0	0,4	0,6	1,0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,5	-2,2	-0,4	0,9	-1,5	-0,8	-0,1	0,7	1,8	0,8	0,6	0,5
Podaż pieniądza (M3) <sup>b</sup>	% r/r	8,2	9,1	7,8	5,6	9,1	11,4	11,1	7,8	7,3	6,7	6,1	5,6
Zobowiązania <sup>b</sup>	% r/r	9,0	9,0	6,4	5,4	9,4	11,3	10,6	6,4	6,2	5,9	5,7	5,4
Należności <sup>b</sup>	% r/r	7,2	6,9	3,6	3,1	4,4	4,6	3,7	3,6	3,4	3,3	3,2	3,1
EUR/PLN	PLN	4,18	4,18	4,36	4,32	4,37	4,37	4,34	4,36	4,37	4,32	4,30	4,30
USD/PLN	PLN	3,15	3,77	3,91	3,81	3,96	3,87	3,89	3,93	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	4,00	3,93	3,84	3,79	3,76
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	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	1,61	1,81	1,45	1,57	1,66	1,74	1,74	1,75	1,82	1,92
Rentowność obligacji 5L	%	2,96	2,21	2,28	2,60	2,23	2,29	2,22	2,40	2,43	2,48	2,63	2,83
Rentowność obligacji 10L	%	3,49	2,69	2,97	3,27	2,98	3,04	2,82	3,03	3,13	3,18	3,30	3,45

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 12.10.2016 r. zostało przygotowane przez:

### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

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

Email: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl) Serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.skarb.bzwbk.pl>

**Maciej Reluga – Główny Ekonomista**

tel. 22 5341888, Email: [maciej.reluga@bzwbk.pl](mailto:maciej.reluga@bzwbk.pl)

**Piotr Bielski** 22 534 18 87

**Agnieszka Decewicz** 22 534 18 86

**Marcin Luziński** 22 534 18 85

**Marcin Sulewski** 22 534 18 84

## DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

### Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5  
61-894 Poznań

tel. 61 856 58 14/30

fax 61 856 44 56

### Warszawa

al. Jana Pawła II 17  
00-854 Warszawa

tel. 22 586 83 20/38

fax 22 586 83 40

### Wrocław

ul. Rynek 9/11  
50-950 Wrocław

tel. 71 369 94 00

fax 71 370 26 22

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

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Bank Zachodni WBK S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: [ekonomia@bzwbk.pl](mailto:ekonomia@bzwbk.pl), [www.bzwbk.pl](http://www.bzwbk.pl)