



Polska: Perspektywy na 2017

GOSPODARKA, STOPY I RYNEK FX

Grudzień 2016

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH
Bank Zachodni WBK S.A.

ekonomia@bzwbk.pl

(+48) 22 534 18 88



Bank Zachodni WBK

 Grupa Santander

Spis treści:

■ Podsumowanie	str. 3
■ 2016: Nasze prognozy a rzeczywistość	str. 5
■ 2017: Nasze prognozy i główne ryzyka	str. 6
■ Wzrost PKB	str. 7
■ Inwestycje	str. 9
■ Konsumpcja	str. 15
■ Rynek pracy	str. 17
■ Eksport	str. 19
■ Procesy inflacyjne	str. 22
■ Polityka pieniężna	str. 25
■ Polityka fiskalna	str. 28
■ Zarządzanie długiem	str. 30
■ Rynek stopy procentowej	str. 35
■ Rynek walutowy	str. 36
■ Tabela z prognozami	str. 42

Podsumowanie (makro)

- Wzrost PKB w 2016 r. rozczarował właściwie na wszystkich frontach: najbardziej jeśli chodzi o inwestycje i eksport, ale konsumpcja również była zaskakująco słaba pomimo bardzo dobrej sytuacji na rynku pracy i transferu w ramach program 500+. Spodziewamy się ożywienia gospodarczego w kształcie litery V w nadchodzących kwartałach, z dołkiem cyklu pod koniec 2016 i stopniowym przyspieszeniem w kolejnych kwartałach. Głównym czynnikiem wzrostu będzie konsumpcja prywatna, wspierana dodatkowo przez program 500+, do której stopniowo będzie dołączała poprawa w eksporcie oraz ożywienie inwestycji, które powinno przyspieszyć II poł. 2017 r., gdy absorpcja środków z UE nabierze tempa. Ogólnie, wzrost PKB będzie niezbyt szybki, pozostając w I półroczu 2017 wyraźnie poniżej 3%, i wynosząc ok. 2,7% średnio w całym roku. W obliczu rekordowo niskiej stopy bezrobocia i spadającej podaży pracy, rynek pracy będzie coraz bardziej odczuwalną barierą dla wzrostu gospodarczego w Polsce.
- Po 28 miesiącach deflacji, wzrost CPI wyniósł zero w listopadzie 2016 r. i prawdopodobnie podskoczy do 1,5% r/r na początku 2017 r., głównie pod wpływem znaczącego efektu bazy oraz wyższych cen ropy, żywności i energii elektrycznej. Pomimo rosnących napięć na rynku pracy i mniej deflacyjnego otoczenia globalnego nie spodziewamy się dużego wzrostu presji inflacyjnej w Polsce (inflacja bazowa w okolicy 1% r/r na koniec 2017 r.), zwłaszcza że wzrost PKB pozostanie raczej słaby.
- Nowa Rada Polityki Pieniężnej okazała się być równie konserwatywna co poprzednia i nie zmieniła stóp procentowych pomimo utrzymującej się deflacji i rozczarowującego wzrostu gospodarczego. Obecnie, gdy deflacji już nie ma, łagodzenie polityki pieniężnej wydaje się tym mniej prawdopodobne, gdyż NBP uważa spowolnienie wzrostu PKB za przejściowe i jest zdania, że obniżki stóp mogłyby zaszkodzić stabilności systemu finansowego. Uważamy, że RPP utrzyma stopy na stabilnym poziomie przez cały 2017 r. i kolejnym ruchem będzie podwyżka, ale dopiero w 2018 r.
- Spodziewamy się początkowo bardzo dobrych wiadomości ze strony polityki fiskalnej (deficyt w 2016 r. będzie dużo niższy niż planowano, nawet blisko 2% PKB), jednak perspektywy dla 2017 r. już nie są takie różowe. Ryzyko dla polityki fiskalnej w 2017 r. leży przede wszystkim po stronie samorządów, jako że wyższe inwestycje mogą skutkować wyższym deficytem. Budżet centralny powinien pozostać pod kontrolą, a ewentualne braki w dochodach będą kompensowane niższymi wydatkami. Co więcej, zysk NBP może być ponownie powyżej założeń budżetowych (o ile pomaga to rządowi w obniżeniu deficytu centralnego i potrzeb pożyczkowych, to nie jest uwzględniane w metodologii Eurostatu). Ogólnie deficyt finansów publicznych może być nieco powyżej 3% PKB w 2017 r.

Podsumowanie (rynki)

- Mocne spowolnienie wzrostu PKB na przełomie 2016 i 2017 (PKB poniżej 2% r/r) powinno zakotwiczyć krótki koniec krzywej rentowności na niskim poziomie, nawet jeśli w tym samym czasie zobaczymy wzrost inflacji. W dalszej części roku krótki koniec krzywej może zacząć wyceniać podwyżki stóp przez RPP, które mogą się zmaterializować w 2018 roku.
- Uważamy, że długi koniec krzywej rentowności pozostanie pod presją polityki pieniężnej zagranicznych banków centralnych. Naszym zdaniem Fed będzie dalej zacieśniał swoją politykę i podwyższy stopy dwukrotnie o 25 pb w 2017 r. Wyższe rentowności w USA przełożą się na rynek niemiecki i polski, zwłaszcza w segmencie 10-letnim. Ponadto, obligacje długoterminowe będą pod presją ryzyka politycznego. Ogólnie, uważamy, że polska krzywa wystromi się, a krótki koniec będzie radził sobie najlepiej. Naszym zdaniem premia na ryzyko polskich aktywów utrzyma się na relatywnie wysokim poziomie, a 10-letni spread do Bunda pozostanie nieco powyżej 300 pb. Głównymi nabywcami polskiego długu ponownie będą krajowe banki (czemu sprzyjać będzie różnica w tempie wzrostu depozytów i kredytów), ale spodziewamy się także dodatniego wkładu inwestorów zagranicznych w 2017 r.
- Złoty jest walutą cykliczną, więc uważamy, że w przyszłym roku może zyskać, zwłaszcza w drugiej połowie 2017 r., kiedy wzrost gospodarczy ulegnie ożywieniu. Poza cyklem gospodarczym, złotemu sprzyjać będą także przepływy finansowe – stopniowe ożywienie eksportu, nadwyżka w handlu i niski deficyt obrotów bieżących do PKB. Ponadto w 2017 r. do polski napłyną środki unijne, dając rządowi więcej amunicji do stabilizowania złotego w razie niekorzystnych warunków rynkowych.

2016: Nasze prognozy a rzeczywistość

Wskaźnik	Nasza prognoza (rok temu)	Rzeczywistość
PKB	Kontynuacja wzrostu 3%-3,5% przez cały rok. Jeśli PKB<3% to tylko przejściowo. Większość czynników ryzyka z zewnątrz.	I kw. zaskoczył w dół słabymi inwestycjami i eksportem, co zmusiło nas do zmiany prognoz na 2016 i 17 w połowie 2016 r. Skala spowolnienia w 2016 r. była nieprzyjemną niespodzianką.
Struktura PKB	Konsumpcja i inwestycje podobnie jak w 2015, umiarkowanie ujemny wkład eksportu netto. Ryzyko w górę dla konsumpcji, w dół dla inwestycji.	Mieliśmy rację co do konsumpcji i eksportu netto, ale myliliśmy się co do inwestycji (podobnie jak konsensus). Inwestycje publiczne mocno pod kreską, prywatne nie rosną pomimo wysokiego wykorzystania mocy wytwórczych.
Rynek pracy	Dalszy wzrost liczby etatów, niedobór rąk do pracy coraz bardziej widoczny; rosnąca presja płacowa	Popyt na pracę rósł, choć nieco wolniej. Presja na wzrost płac uległa wzmocnieniu, ale wciąż jest umiarkowana.
Inflacja	Kontynuacja wzrostowego trendu, choć CPI wciąż (znacznie) poniżej celu. Koniec roku nieco >1%. Głównym ryzykiem import niskiej inflacji z zagranicy, szoki podażowe.	Wzrost w trakcie roku i koniec 2016 wyżej niż 2015. Jednak ogólnie CPI zaskoczył w dół, głównie ze względu na spadek cen surowców na początku 2016.
Polityka pieniężna	Dostosowanie stóp w I kw. (50 pb) przez nową RPP. Ryzyko, że nowa Rada będzie bardzo gołębia.	Nowa Rada okazała się być konserwatywna i kontynuowała politykę stabilnych stóp pomimo niższej od oczekiwań inflacji.
Polityka fiskalna	Deficyt fiskalny nieco powyżej 3% PKB. Ryzyko wyższego deficytu pod wpływem wyższych wydatków.	Niższe inwestycje publiczne (zwłaszcza w samorządach) i poprawa wpływów podatkowych skierują deficyt bliżej 2% niż 3% PKB.
Rynek stopy procentowej	Bardziej stroma krzywa: więcej miejsca na umocnienie krótkiego końca pod wpływem obniżki stóp; długi koniec pod wpływem fundamentów (CPI/PKB), wzrostu rentowności na rynkach bazowych i ryzyka fiskalnego	Brak obniżki nie wsparł krótkiego końca (choć rynek próbował wycenić obniżki) a długi koniec mocno w górę pod wpływem czynników globalnych. Ryzyka fiskalne nie zmaterializowały się, chociaż cięcie ratingu przez S&P przejściowo osłabiło obligacje.
Rynek walutowy	EURPLN w trendzie horyzontalnym, pozytywne czynniki globalne równoważone przez ryzyka lokalne (ekspansywna polityka gospodarcza)	Trend horyzontalny z pewną tendencją do osłabienia, głównie ze względu na czynniki globalne (Brexit, wybory w USA)

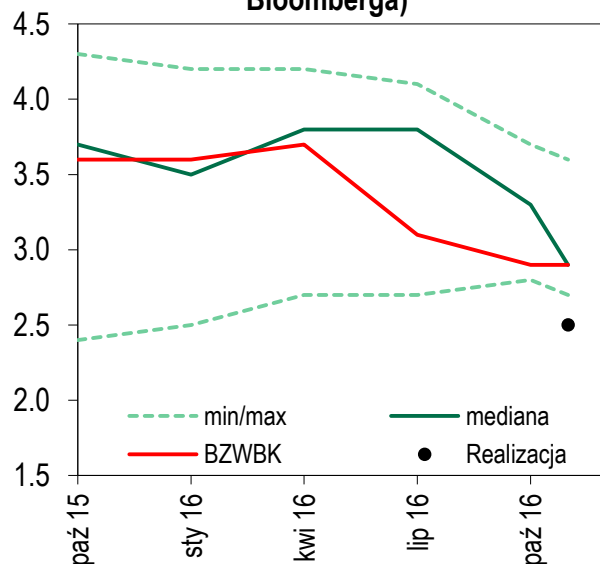
2017: Nasze prognozy i główne ryzyka

Wskaźnik	Nasza prognoza (w skrócie)	Ryzyko
PKB	Ożywienie w kształcie litery V ze spowolnieniem w II kw. pod wpływem ujemnego efektu dni roboczych. Skala ożywienia zależy głównie od inwestycji, wzrost PKB powyżej 3% ponownie w IV kw.	Ożywienie w kształcie litery U jeśli absorpcja środków unijnych ulegnie większemu opóźnieniu. Ryzyko zewnętrzne, gdyby globalny wzrost spowolnił.
Struktura PKB	Mocna konsumpcja, przynajmniej w I poł. 17. Eksport netto z neutralny, pomimo ożywienia w handlu zagranicznym. Inwestycje w górę w II poł. 2017 r. po przyśpieszeniu absorpcji środków unijnych.	Ryzyko dla eksportu jeśli handel światowy nie odbije. Znacząca niepewność co do momentu odbicia w inwestycjach.
Rynek pracy	Bezrobocie blisko naturalnej stopy. Wzrost zatrudnienia ograniczony przez zasoby siły roboczej. Przyspieszenie płac.	Jeśli osłabienie eksportu i inwestycji będzie trwałe, na rynku mogą pojawić się negatywne tendencje.
Inflacja	Mocny skok w I kw. 17 do 1,5% wskutek wzrostu cen surowców. Stabilizacja w dalszej części roku.	Wyższe ceny surowców i presja ze strony popytu pchają inflację do 2% na koniec 2017 r.
Polityka pieniężna	Stopy stabilne przez cały rok. RPP pod presją na przełomie 2016 i 2017 ze względu na niski wzrost PKB.	Ryzyko w dół w I poł. 2017 (RPP nie opiera się presji), ryzyko w górę w II poł. 2017 (ożywienie PKB i wyższa inflacja).
Polityka fiskalna	Budżet deficytu centralnego w miarę bezpieczny na 3% PKB przy sprzyjającej strukturze wzrostu (konsumpcja). Deficyt finansów publicznych nieco powyżej 3% ze względu na deficyt w samorządach.	Brak przyśpieszenia inwestycji publicznych generuje ryzyko dla wzrostu PKB (i wpływów budżetowych), ale także ograniczy wydatki. Z kolei jeśli samorządy wydadzą jeszcze więcej na inwestycje, to deficyt fin. publicznych przekroczy wyraźnie 3% PKB.
Rynek stopy procentowej	W 2017 krótki koniec zaczynając wyceniać podwyżki stóp (w 2018). Długi koniec pod wpływem presji na globalnym rynku.	Splaszczanie krzywej pod wpływem słabszego wzrostu globalnie, mniejszych podwyżek Fed, bardziej gołębiego EBC.
Rynek walutowy	Cykliczność złotego nie będzie wsparciem na początku 2017, pewna poprawa w II poł. roku	Brak ożywienia lokalnie i globalne ryzyko utrzymują złotego powyżej 4,40 za euro przez cały rok.

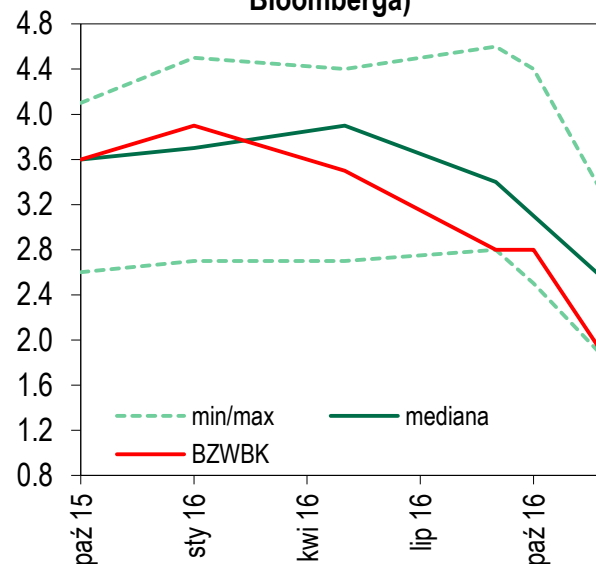
PKB w 2016: Dane zaskakiwały w dół

- W połowie 2016 r. obniżyliśmy swoje prognozy wzrostu gospodarczego na kolejne kwartały (do ok. 3% w II poł. 2016 r. i poniżej 3% w 2017 r.), ale okazało się, że nasza rewizja nie była wystarczająca. Chociaż konsensus na III kw. regularnie szedł w dół, to ostateczny odczyt i tak okazał się niższy od najbardziej pesymistycznych prognoz, co widać na wykresach poniżej.
- Sądzymy, że podobna sytuacja będzie miała miejsce dla ostatniego kwartału roku. W momencie publikacji tego raportu (połowa grudnia) nasza prognoza wzrostu na IV kw. 2016 (najniższa na rynku) jest odległa od konsensusu.
- Na kolejnych slajdach prezentujemy nasz scenariusz na 2017 r., ale chcemy podkreślić, że nawet punkt startowy (przełom 2016 i 2017) jest niepewny.

Ewolucja prognoz wzrostu PKB na III kw. 2016 (na podstawie ankiet Bloomberg)



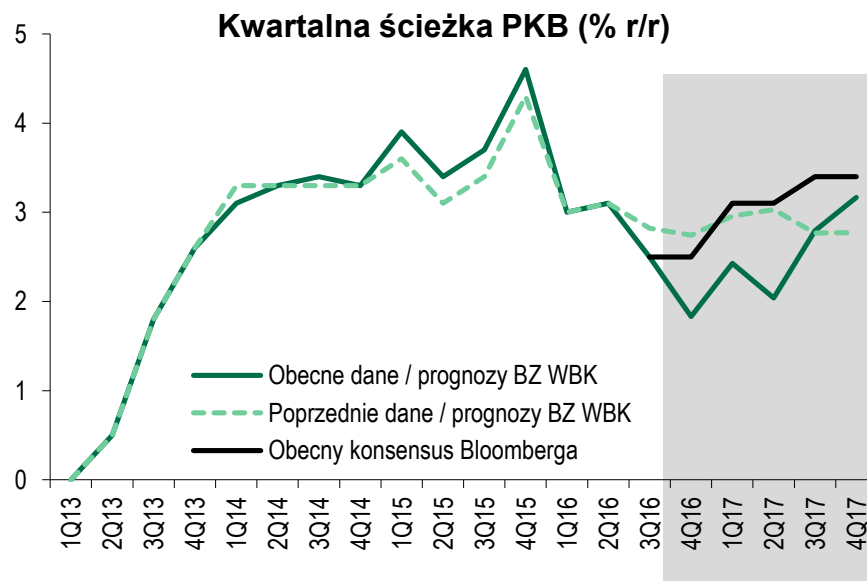
Ewolucja prognoz wzrostu PKB na IV kw. 2016 (na podstawie ankiet Bloomberg)



Źródła: Bloomberg, BZ WBK.

PKB w 2017: Poniżej 3%, ożywienie w kształcie V

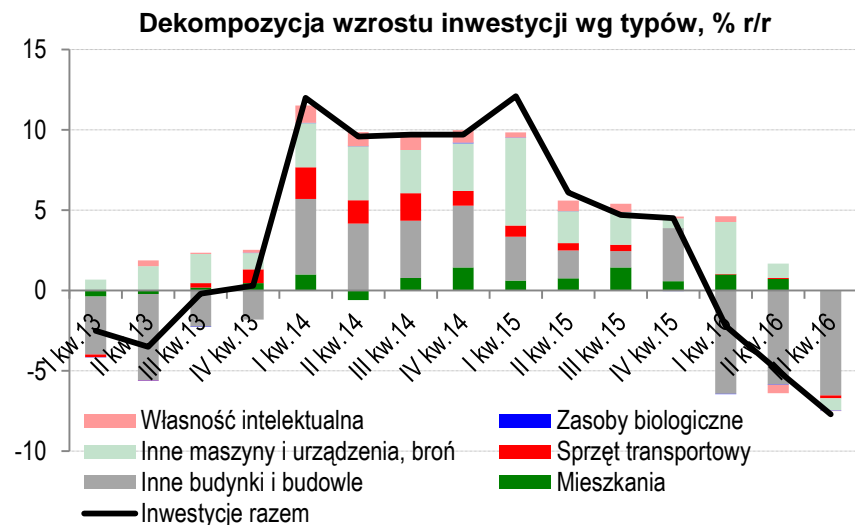
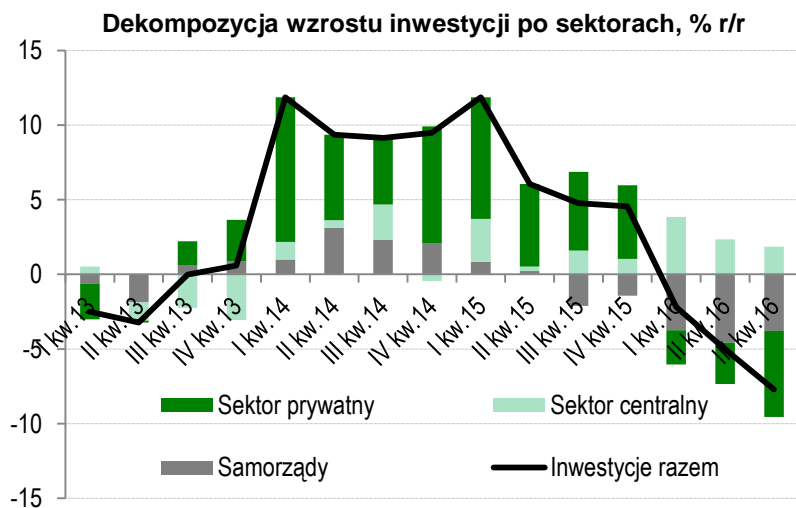
- Rozmiary niespodzianki w drugiej połowie 2016 sugerują, że ścieżka wzrostu w 2016 i 2017 może mieć zupełnie inny kształt niż dotychczas myśleliśmy.
- O ile wcześniej oczekiwaliśmy, że wzrost PKB będzie oscylował wokół 3% (blisko potencjalnej stopy wzrostu dla Polski), to teraz spodziewamy się bardziej stromej ścieżki w kształcie V z dnem cyklu na koniec 2016 r. Pewne fluktuacje pod wpływem efektu dni roboczych są możliwe w I poł. 2017 r. a w II połowie nastąpi wyraźne ożywienie (ostatni kwartał roku powyżej 3%). Jak pokazuje wykres poniżej, prognozowana przez ścieżka PKB na 2017 r. leży poniżej wcześniejszych oczekiwań, choć całoroczna prognoza została obniżona delikatnie (2,7% wobec 2,9%).
- Na kolejnych slajdach prezentujemy nasz scenariusz głównych składowych wzrostu: inwestycji – ze szczególnym uwzględnieniem środków unijnych – (strony 9-14), konsumpcji i rynku pracy (strony 15-18) oraz eksportu w kontekście globalnym (strony 19-20).



Źródła: GUS, Bloomberg, BZ WBK.

Inwestycje w 2016: Duże rozczarowanie

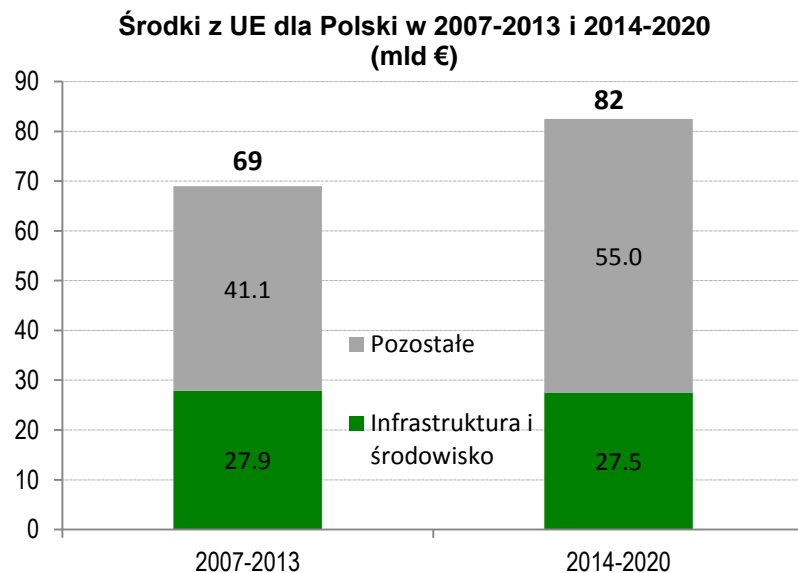
- W 2016 r. inwestycje były bardzo słabe. Po rozczarującym początku roku kolejne kwartały były nawet gorsze.
- Ważną przyczyną było załamanie inwestycji publicznych, przede wszystkim w samorządach (-53,6% r/r w I poł. 2016 r., -36,6% r/r w III kw.). Wyjaśnieniem może być niskie wydatkowanie środków z UE (takie zjawisko obserwujemy nie tylko w Polsce). Dlatego na kolejnych slajdach przedstawiamy szczegóły trzech faz inwestycji z użyciem środków z Unii (wnioski, umowy i wydatki) wraz z oczekiwanym przez nas scenariuszem na kolejne kwartały.
- Jednak fundusze unijne nie są odpowiedzią na wszystko, a inwestycje sektora prywatnego również spadły, przy czym dobry wynik inwestycji publicznych w I kw. wynikał przede wszystkim z wysokich wydatków na obronność.
- Szczególnie niepokojące jest, że w III kw. 2016 poniżej zera znalazły się wszystkie typy inwestycji – po raz pierwszy, od kiedy dostępne są porównywalne dane (2005), przy spadku w kategorii maszyny i urządzenia po raz pierwszy od IV kw. 2012 (o 2,4% r/r). Sektor nieruchomości mieszkaniowych w zasadzie nie korzysta z pieniędzy z Unii, zatem spadek w tej kategorii o 0,2% r/r jest argumentem za tym, że niska absorpcja środków z UE nie opowiada całej historii.



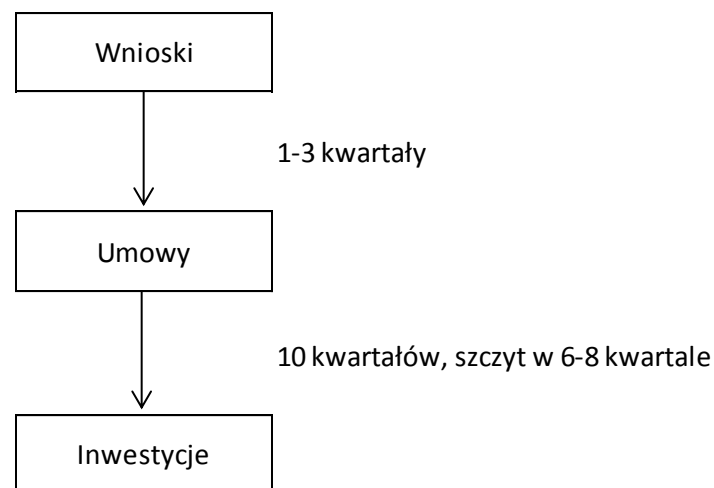
Źródła: GUS, NBP, Eurostat, BZ WBK.

Wolny start nowej perspektywy finansowej UE

- W 2016 byliśmy świadkami bardzo niskiej absorpcji środków z UE, pomimo faktu, że nowa perspektywa jest hojniejsza od poprzedniej (82 mld € środków spójności w 2014-2020 wobec 69 mld € w 2007-2013).
- Skala poprawy w 2017 zależy od ścieżki inwestycji finansowanych pieniędzmi z Unii. Dlatego przeanalizowaliśmy szczegółowo trzy fazy wykorzystania tych środków: 1. wnioski o dofinansowanie z UE, 2. podpisane umowy, 3. inwestycje. Oparliśmy naszą analizę (kolejne slajdy) na dostępnych danych o nowym budżecie oraz danych historycznych o wykorzystaniu środków z perspektywy 2007-2013.
- Nasz model sugeruje, że wnioski przekształcają się w umowy w ciągu 1-3 kwartałów (ok. 40% umów w pierwszym kwartale). Potem umowy stają się faktycznymi inwestycjami z efektem rozłożonym na 10 kwartałów, z największym wykorzystaniem w okolicach 6-8 kwartału.



Trzy fazy absorpcji środków z UE (droga od wniosku do inwestycji)

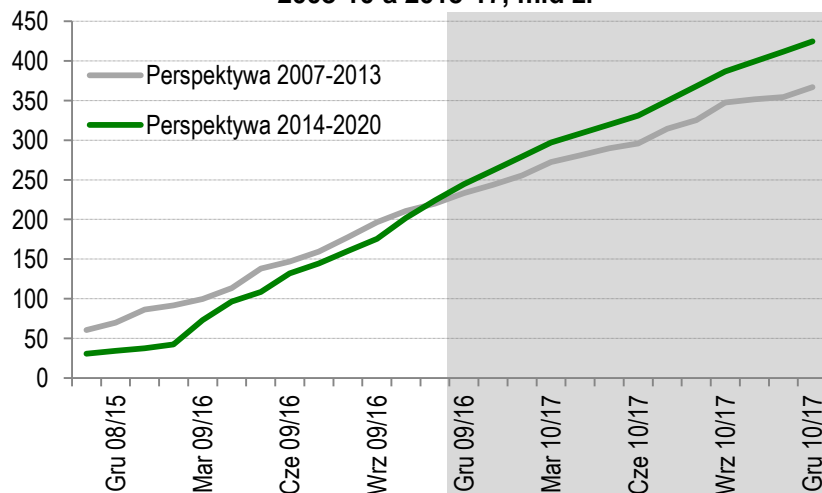


Źródła: Ministerstwo Rozwoju, BZ WBK

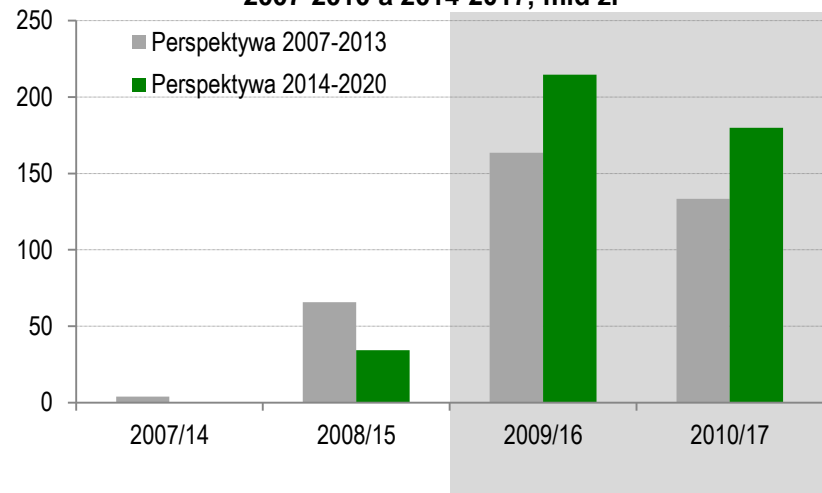
Faza 1: Wnioski – skok w IV kw. 2016

- W dwóch pierwszych latach nowej perspektywy (2014 i 2015) polskie podmioty zawnioskowały o środki (mówimy o łącznej wartości projektów, wliczając środki UE i finansowanie krajowe) o wartości 35 mld zł wobec 70 mld zł w pierwszych dwóch latach starej perspektywy (2007 i 2008). Powolny start nie był zaskakujący, biorąc pod uwagę, że w 2014 i 2015 wciąż dostępne były środki z poprzedniej perspektywy i naturalny był nacisk na wykorzystanie starej puli zamiast nowej.
- Liczba wniosków ostatnio mocno wzrosła, a IV kw. to już mocny ruch w górę. Według naszych szacunków, wartość wniosków w IV kw. 16 wyniesie ok. 70 mld zł (mamy już dane za październik i listopad). Warto zauważyć, że IV kw. jest historycznie najślabszy w roku, z ok 20% udziałem w wolumenie rocznym. W 2016 r. udział ostatniego kwartału przekroczy 30%. Nie sądzimy jednak, by ten „szał wniosków” trwał długo, jako że opóźnienie wobec poprzedniej perspektywy zostało już nadrobione. Ten budżet jest większy od poprzedniego, więc stopa wzrostu wniosków przyśpieszy zapewne także w I kw. 17, ale potem powinna ulec normalizacji.

**Wartość nowych wniosków (kumulatywnie):
2008-10 a 2015-17, mld zł**



**Wartość nowych wniosków rocznie:
2007-2010 a 2014-2017, mld zł**

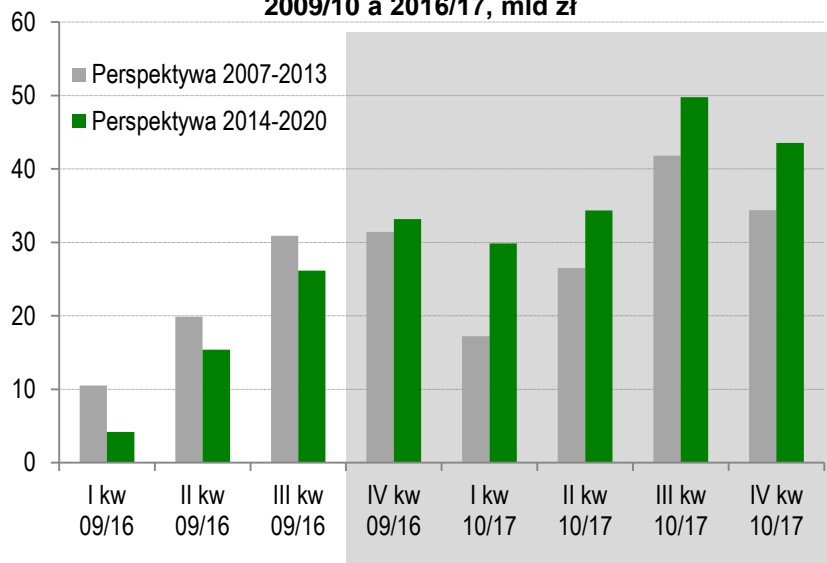


Źródła: Ministerstwo Rozwoju, BZ WBK

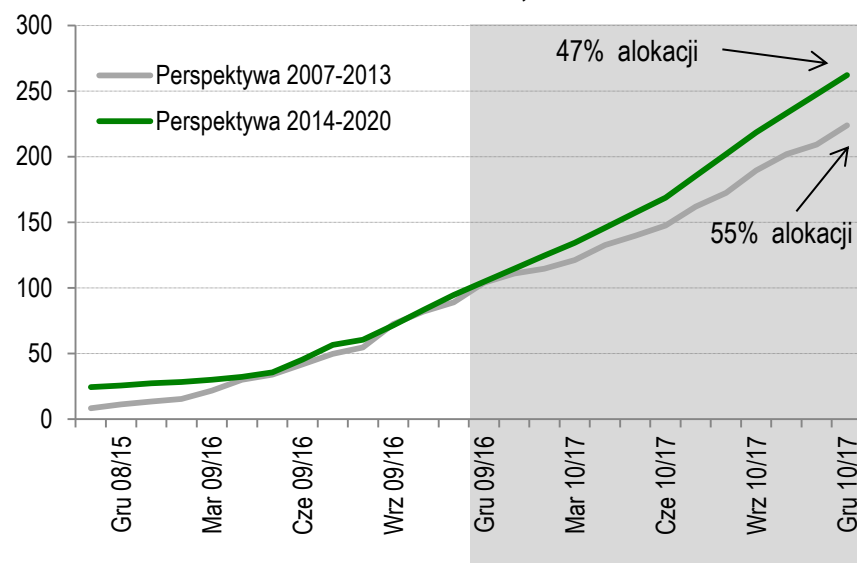
Faza 2: Umowy – szczyt spodziewany w III kw. 2017

- Wnioski to pierwszy krok, kolejnym jest podpisanie umowy o dofinansowanie i to ten dokument jest kluczowy jeśli chodzi o ścieżkę inwestycji. Oczywiście wnioski i umowy to tylko jedna strona monety. Z drugiej, zwłaszcza w przypadku dużych projektów infrastrukturalnych, dochodzą jeszcze przetargi i umowy między inwestorem (np. GDDKiA) a wykonawcami. Tu pojawia się ryzyko opóźnień w przetargach, protestów itd.
- Według naszych szacunków, ok. 65% wniosków staje się faktycznymi umowami i dzieje się to w ciągu 1-3 kwartałów (ok. 40% kontraktów w pierwszym kwartale). A zatem, na podstawie ścieżki wniosków pokazanej na poprzednim slajdzie, spodziewamy się znacznej akumulacji nowych umów w III kw. 2017 r., przy wolumenie przekraczającym 50 mld zł, najwyższym w historii. Koniec 2016 r. i pierwsza połowa 2017 powinny być pod względem wartości podpisanych umów lepsze niż analogiczny okres poprzedniej perspektywy.

Wartość nowych umów kwartalnie:
2009/10 a 2016/17, mld zł



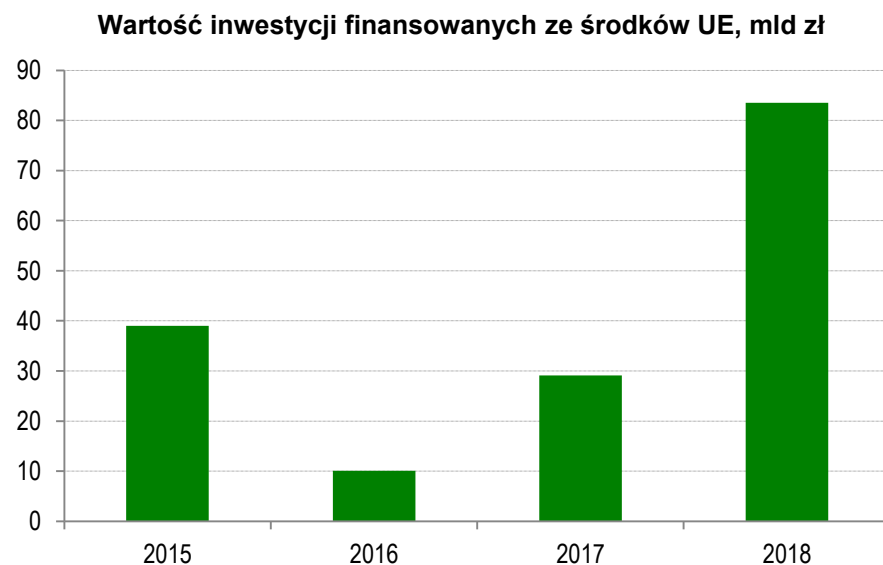
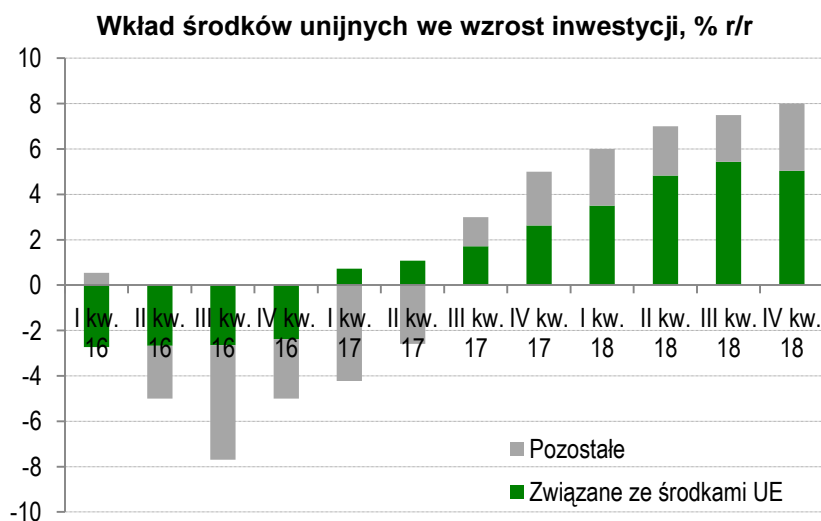
Wartość nowych umów (kumulatywnie):
2008-10 a 2015-17, mld zł



Źródła: Ministerstwo Rozwoju, BZ WBK

Faza 3: Boom inwestycyjny nadchodzi... w 2018

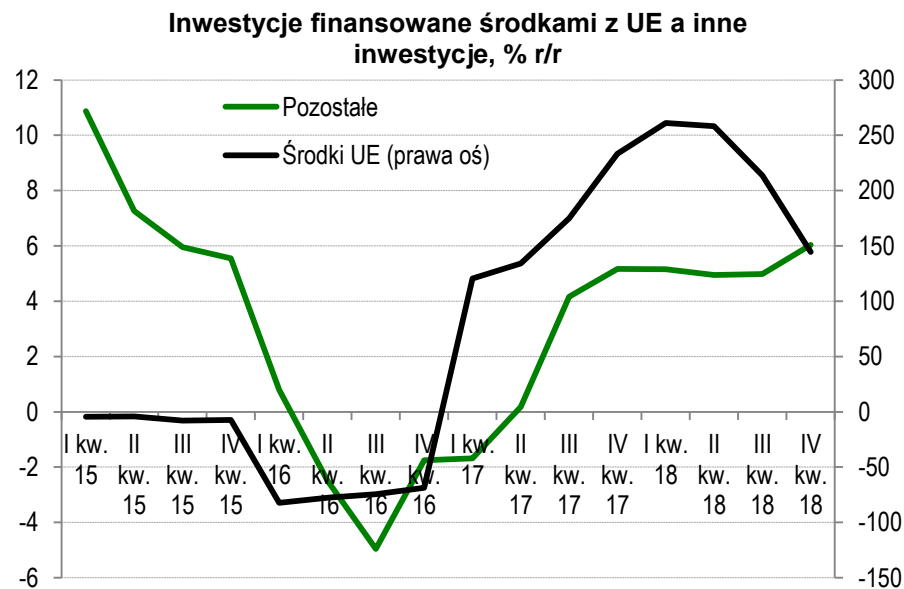
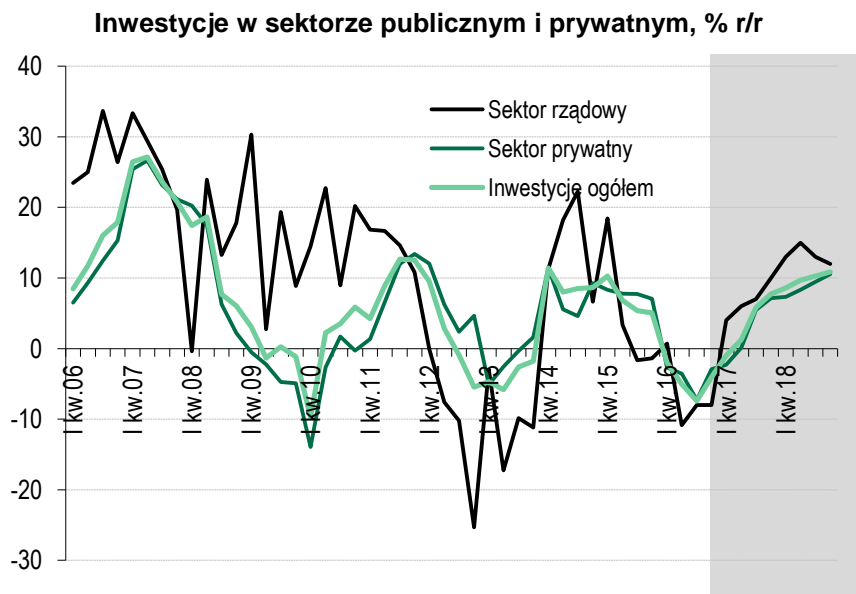
- W kolejnej fazie umowy stają się z kolei inwestycjami. W przypadku dużych inwestycji infrastrukturalnych, po podpisaniu umowy następuje faza planowania trwająca nawet kilka kwartałów. Inwestycje tego typu, obejmujące np. budowę dróg, kolei czy oczyszczalni ścieków to ok. 55% umów podpisanych do tego czasu. Zakładamy, że wydatki inwestycyjne będą rozłożone na 10 kwartałów, ze szczytem między 6 a 8 kwartałem.
- Ogólnie można powiedzieć, że umowy z 2015 r. staną się inwestycjami w 2017 r. Jednak naszym zdaniem wpływ funduszy unijnych na wzrost inwestycji nie będzie szczególnie wysoki w 2017 r., zwłaszcza w pierwszej jego połowie. Pozytywny wkład stanie się bardziej widoczny dopiero w IV kw. 2017, a mocny efekt pojawi się w 2018 r.
- Nasza analiza sugeruje mocny wzrost inwestycji ze środków UE w piątym roku perspektywy unijnej. Warto zauważyć, że podobnie było w poprzedniej perspektywie, kiedy 2011 r. był pierwszym rokiem mocnego wzrostu w inwestycjach po raczej słabym 2010 r.



Źródła: Ministerstwo Rozwoju, BZ WBK

Inwestycje w 2017: Stopniowa poprawa

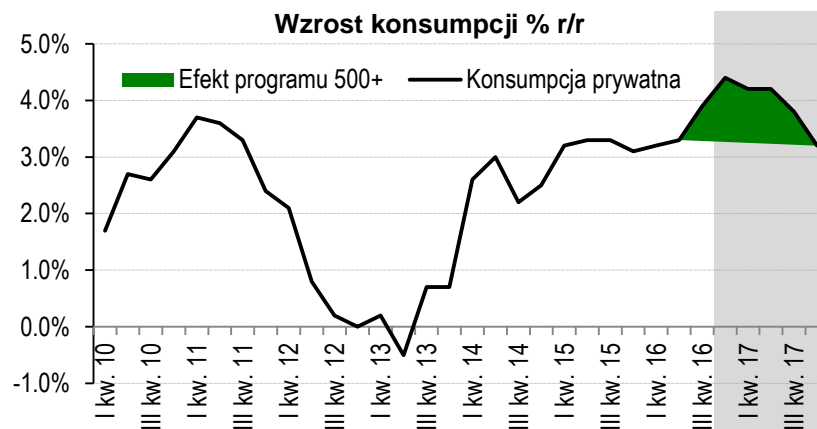
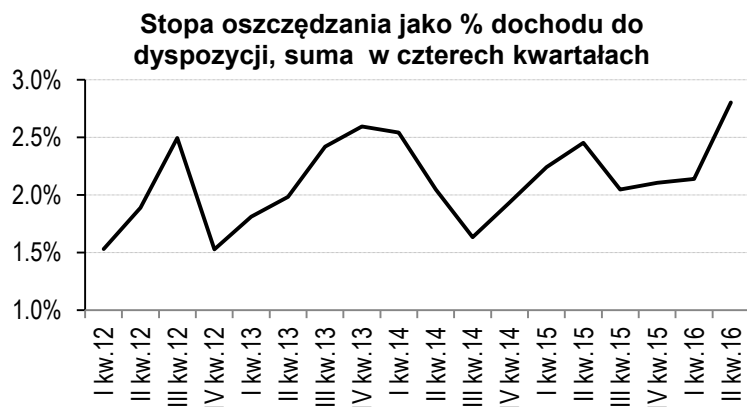
- Scenariusz absorpcji środków unijnych zaprezentowany na poprzednich slajdach sugeruje znaczne przyśpieszenie w 2017 r. (stopa wzrostu powyżej 100%), ale z bardzo niskich poziomów, więc pozytywny wkład do wzrost inwestycji będzie raczej niski. Jeśli zaś chodzi o inne inwestycje, naszym zdaniem wysoki poziom wykorzystania mocy wytwórczych i niskie koszty finansowania sprzyjają dalszemu wzrostowi. Ożywienie w inwestycjach finansowanych środkami unijnymi powinno pobudzić do wzrostu także inne inwestycje, choć z pewnym opóźnieniem. Przypominamy jednak, że wciąż obecna będzie niepewność globalna i lokalna.
- Spodziewamy się, że pierwsza połowa 2017 wciąż będzie słaba pod względem inwestycji (spadek w ujęciu r/r), a dopiero druga połowa przyniesie pewne ożywienie. Porządny wzrost inwestycji zacznie się w IV kw. 2017 r. i będzie widoczny przede wszystkim w 2018 r.



Źródła: GUS, NBP, Eurostat, BZ WBK.

Konsumpcja: Efekt 500+ słabszy od oczekiwań

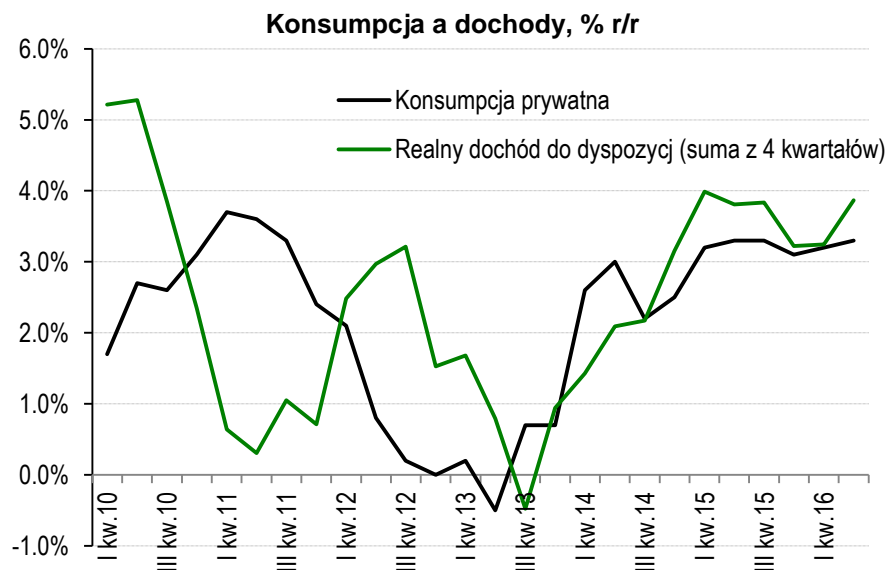
- Program zasiłków na dzieci 500+ został wprowadzony w kwietniu 2016 r. Oczekiwane wypłaty do końca 2016 r. to 17,2 mld zł. Powszechnie oczekiwano, że program przełoży się na wyższe wydatki konsumpcyjne (my spodziewaliśmy się, że wzrost konsumpcji prywatnej może tymczasowo osiągnąć 5% r/r). Tymczasem, dotychczas efekt był raczej słaby – w II kw. 2016 konsumpcja prywatna nie przyśpieszyła (choć do czerwca wypłacono 4,9 mld zł), a w III kw. 2016 wzrosła o 3,9% r/r wobec 3,3% w II kw. (w ujęciu odsezonowanym 1,4% kw/kw w III kw. wobec 0,8% kw/kw w II kw.). Szybki szacunek wpływu programu 500+ na konsumpcję to zatem ok. 0,6 pkt. proc. w III kw.
- 0,6% konsumpcji w III kw. to ok. 1,6 mld zł, co sugeruje że zaledwie 14% płatności 500+ przełożyło się na wydatki, znacznie poniżej oczekiwań (my spodziewaliśmy się 50%). Można to wyjaśnić w następujący sposób: 1) skutki programu są opóźnione (i dlatego brak wpływu w II kw. 16) a niektóre gospodarstwa domowe wstrzymały się z wydawaniem do Świąt Bożego Narodzenia, 2) mniej zarabiający zrezygnowali z szybkich kredytów konsumpcyjnych (dane pokazują że najmniej zarabiający kwintyl gospodarstw domowych wydaje więcej niż zarabia i finansuje się takimi kredytami), więc program 500+ skutkował obniżeniem zadłużenia a nie znaczącym wzrostem konsumpcji.
- Przy założeniu opóźnionego efektu programu i możliwego wzrostu konsumpcji w związku z Bożym Narodzeniem, szacujemy, że stosunek wydatków do wypłat wzrośnie do 25% w 2016 r. i 30% w 2017 r., co doda łącznie 0,4 pp do wzrostu konsumpcji w 2016 i 0,3 pp w 2017.



Źródła: GUS, Eurostat, BZ WBK.

Konsumpcja: Przyspieszenie w 2017, lepsza I połowa roku

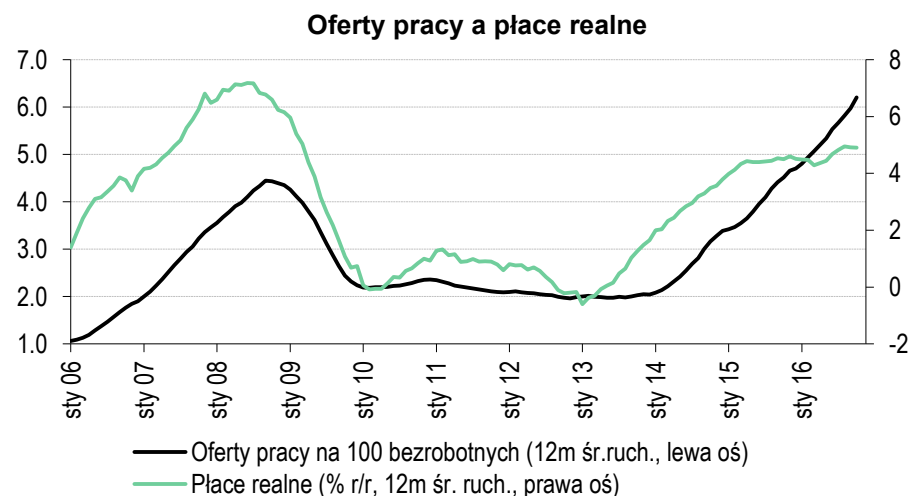
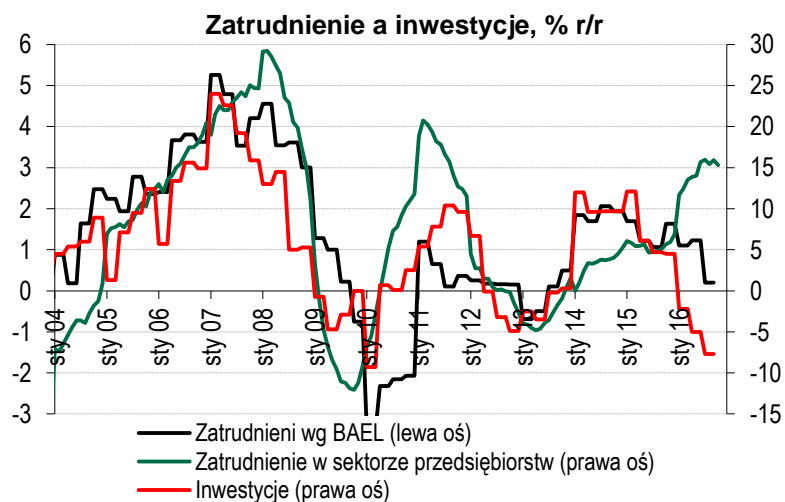
- Od 2014 r. konsumpcja rośnie w tempie ok. 3% r/r. Mimo że realne dochody z pracy i świadczeń społecznych rosły ostatnio w tempie ok 5% r/r, to stopa wzrostu konsumpcji była zgodna z realnym tempem wzrostu dochodu do dyspozycji (ok. 3,3% r/r w okresie 2014 - I kw. 2016). Stopa oszczędzania wzrosła nieznacznie, a gospodarstwa domowe wygładzały swoją ścieżkę konsumpcji.
- Naszym zdaniem przyspieszenie nominalnego wzrostu płac w 2017 r. zostanie skonsumowane przez wyższą inflację (CPI średnio o ok. 2 punkty procentowe wyżej niż 2016 r.), a świadczenia społeczne wzrosną tylko nieznacznie ze względu na niską indeksację, więc łączny wzrost realnych dochodów do dyspozycji będzie niższy niż w 2016 r., co sugeruje, że nie ma wiele miejsca na przyspieszenie konsumpcji w 2017 r. W zasadzie wzrost konsumpcji może nawet spowolnić w II poł. 2017 r. gdy zniknie efekt 500+.
- Ogólnie, spodziewamy się wzrostu konsumpcji o 3,9% w 2017 r. wobec 3,7% w 2016 r.



Źródła: GUS, Eurostat, BZ WBK.

Rynek pracy: Zbliżamy się do ściany

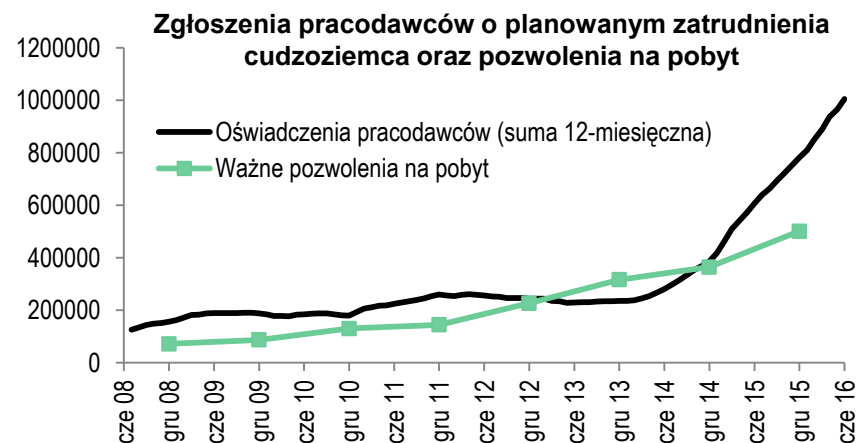
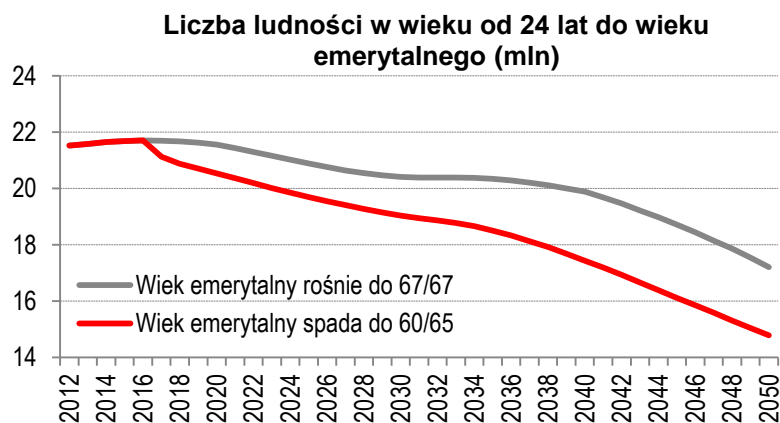
- Sytuacja rynku pracy uległa dalszej poprawie w ciągu ostatniego roku, w październiku 2016 stopa bezrobocia spadła do najniższego poziomu w historii (5,7% wg BAEL). Liczba bezrobotnych spadła po raz pierwszy poniżej 1 miliona .
- Popyt firm na pracę utrzymuje się na wysokim poziomie, co ma swoje odzwierciedlenie w liczbie nowych ofert pracy oraz wakatów. Jednak tempo wzrostu zatrudnienia spowolniło. Dane z sektora firm wciąż wskazują na solidne tempo wzrostu liczby pracujących, o ok. 3% r/r w III kw. 16, ale naszym zdaniem liczba ta jest myląca, gdyż niektóre firmy zaproponowały swoim pracownikom zmianę typu umowy po ostatnich zmianach w prawie (ozusowanie umów cywilnych). Tymczasem dane BAEL, które nie są wrażliwe na takie efekty, bo wliczają wszystkich pracujących, pokazują stagnację zatrudnienia w III kw. 2016. Jednakże, dane BAEL są pod wpływem zmiany szacunku populacji na początku 2016 r.
- Spodziewamy się stabilizacji poziomu zatrudnienia w 2017 – po pierwsze ze względu na słabe inwestycje, które do tej pory były skorelowane z rynkiem pracy, po drugie ze względu na pogłębiające się braki siły roboczej. Ostatni czynnik wraz z powrotem inflacji powinien wzmocnić presję płacową. Przypominamy jednak, że nasze ubiegłoroczne obawy o wyższą presję na płace okazały się przesadzone, a wzrost wynagrodzeń utrzymał się na umiarkowanym poziomie.



Źródła: GUS, NBP, Eurostat, BZ WBK.

Rynek pracy: Dodatkowe czynniki ryzyka

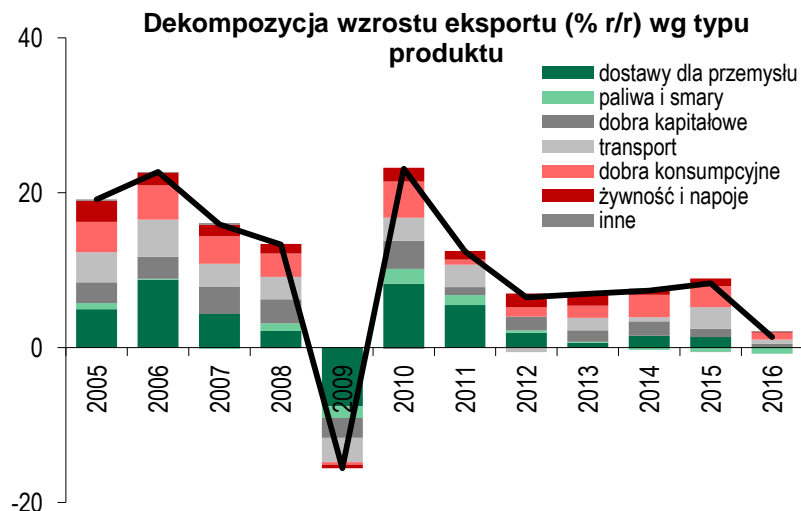
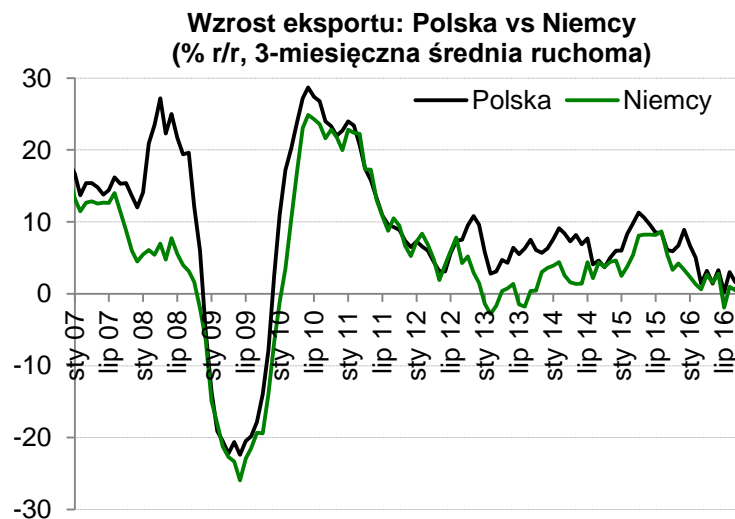
- Widzimy trzy ważne czynniki ryzyka, które mogą mieć wpływ na sytuację na polskim rynku pracy w niedługiej przyszłości:
- **Obniżenie wieku emerytalnego.** Zgodnie z tym, co napisaliśmy w [komentarzu w lipcu](#), liczba emerytów może wzrosnąć o ok. 480 tys. w IV kw. 2017 r. po wejściu w życie nowych przepisów, ale część z nich może kontynuować pracę po przejściu na emeryturę. Szacujemy, że dezaktywizacja zawodowa może dotyczyć ok. 150 tys. osób w pierwszym roku po obniżeniu wieku emerytalnego.
- **Wpływ programu 500+ na aktywność zawodową.** Program zasiłków na dzieci może spowodować spadek aktywności zawodowej w grupach mniej zarabiających. Wciąż jest zbyt wcześnie by ocenić efekty programu, ale pierwsze sygnały (wyniki BAEL za III kw. 16) sugerują, że mógł on niektórych dezaktywizować – aktywność zawodowa obniżyła się nieco dla kobiet, osób gorzej wykształconych i w wieku 35-44.
- **Pracownicy z Ukrainy.** Przedstawiciele UE zastanawiają się nad umożliwieniem Ukraińcom ruchu bezwizowego w całej Unii. Taka decyzja mogłaby zachęcić część Ukraińców pracujących w Polsce do przeniesienia się dalej na zachód, gdzie pensje są wyższe (choć brak wizy nie oznacza wolnego dostępu do rynku pracy!). Z drugiej strony, może zachęcić więcej Ukraińców do przyjazdu do Polski. Liczba pracowników z Ukrainy w Polsce to ok. 500 tys. w 2015 r., a liczba zgłoszeń pracodawców o zatrudnieniu obcokrajowca jest w trendzie wzrostowym i wzrosła do 1 mln w połowie 2016 r.



Źródła: Eurostat, Ministerstwo Pracy, BZ WBK.

Ekspert w 2016: Spowolnienie na całej linii

- Tempo wzrostu polskiego eksportu mocno wyhamowało w 2016 w ślad za analogiczną tendencją w Niemczech (nasz największy partner handlowy). Spowolnienie eksportu wydaje się być zjawiskiem globalnym wobec stagnacji wolumenu światowej wymiany handlowej w ostatnim okresie.
- W pewnym stopniu słabość eksportu wynikała prawdopodobnie z faktu, że w 2016 r. wzrostu PKB w Europie Zachodniej opierał się głównie na silnej konsumpcji, a nie na inwestycjach czy eksporcie. Nie była to optymalna sytuacja dla Polski, której eksport to w dużej części dobra pośrednie i komponenty dla przemysłu państw Europy Zachodniej.
- Dekompozycja po produktach pokazuje jednak, że spadek eksportu do strefy euro odnotowano na całej linii i dotknął on wszystkich typów dóbr. Spadek w dobrach konsumpcyjnych i transportowych był nawet głębszy niż w przypadku dostaw dla przemysłu.
- Analiza pod kątem geograficznym pokazuje, że eksport do głównych partnerów handlowych w strefie euro mocno spadł, podczas gdy sprzedaż do Azji i Ameryki Północnej wciąż solidnie rosła.

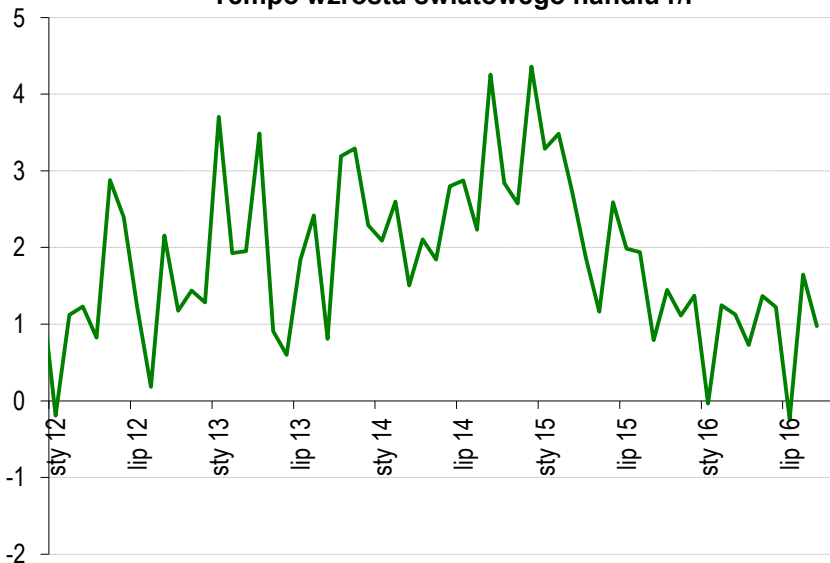


Źródła: Eurostat, Bloomberg, BZ WBK.

Ekspert w 2017: Oczekiwane stopniowe odbicie

- Prognozujemy odbicie tempa wzrostu eksportu w 2017 r. po pierwsze dzięki ożywieniu w handlu światowym, a po drugie w wyniku zmiany akcentów w czynnikach wzrostu w gospodarce strefy euro (z wzrostu napędzanego konsumpcją na wspierany inwestycjami i eksportem).
- Znaczne osłabienie krajowej waluty z ostatnich miesięcy powinno dodatkowo wzmocnić eksport w wyniku poprawy cenowej konkurencyjności.
- Jednocześnie, nie oczekujemy istotnej poprawy w saldzie wymiany handlowej, jako że import ma wzrosnąć w podobnym tempie. W efekcie, wkład eksportu netto do dynamiki PKB będzie w przyszłym roku neutralny, podobnie jak w 2016 r. Również deficyt obrotów bieżących będzie podobny i wyniesie ok. 0,8% PKB.

Tempo wzrostu światowego handlu r/r



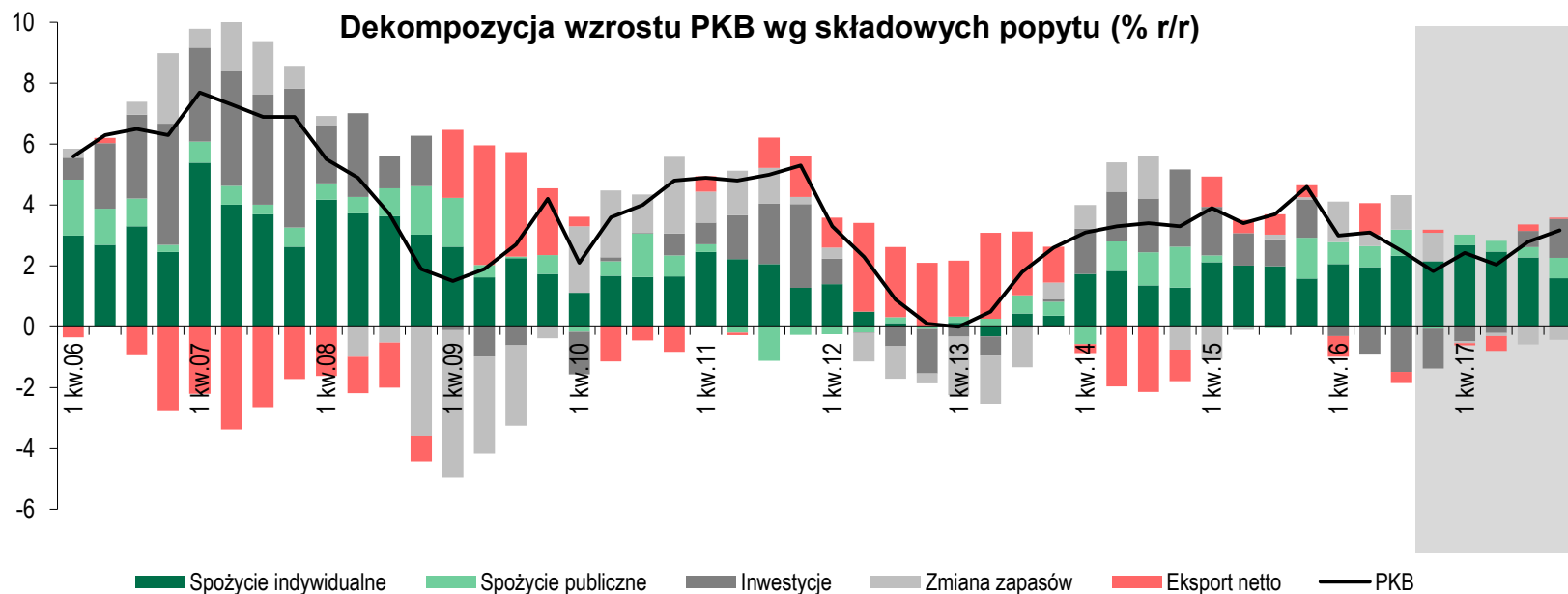
Prognozy wzrostu PKB i eksportu dla Polski i jej głównych partnerów handlowych

Kraj	Wzrost PKB – nasza prognoza (konsensus)		Wzrost eksportu – nasza prognoza (konsensus)	
	2016	2017	2016	2017E
Niemcy	2,0 (1,8)	2,1 (1,4)	2,6 (2,3)	4,8 (2,9)
Czechy	(2,5)	(2,6)	(5,1)	(4,4)
Wielka Brytania	2,0 (2,0)	0,9 (1,1)	2,9 (2,6)	3,0 (3,2)
Francja	1,3 (1,2)	1,5 (1,2)	1,3 (0,9)	4,6 (2,7)
Włochy	0,9 (0,8)	1,3 (0,8)	2,3 (1,4)	4,4 (3,1)
Holandia	(1,7)	(1,6)	(3,4)	(3,5)

Źródła: Eurostat, Bloomberg, BZ WBK, CPB

Struktura wzrostu PKB w 2017

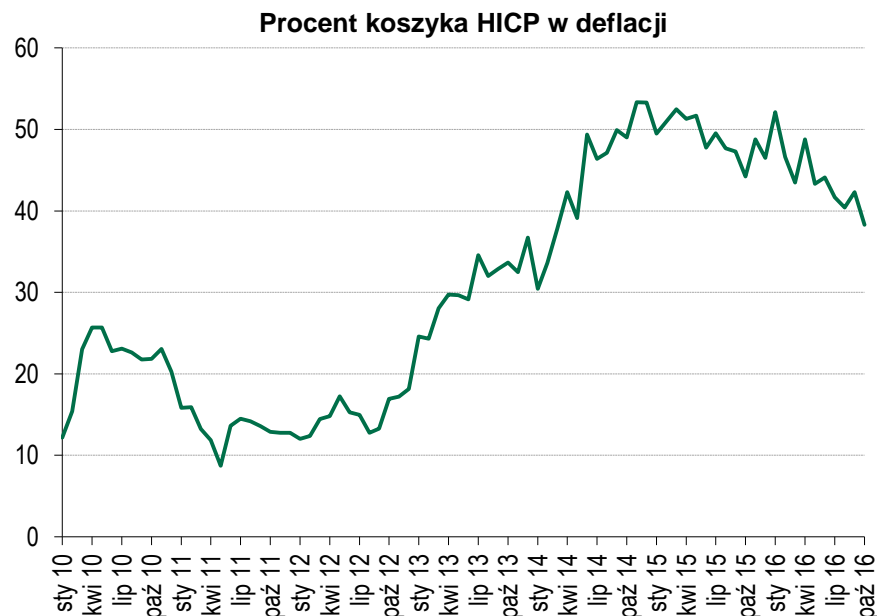
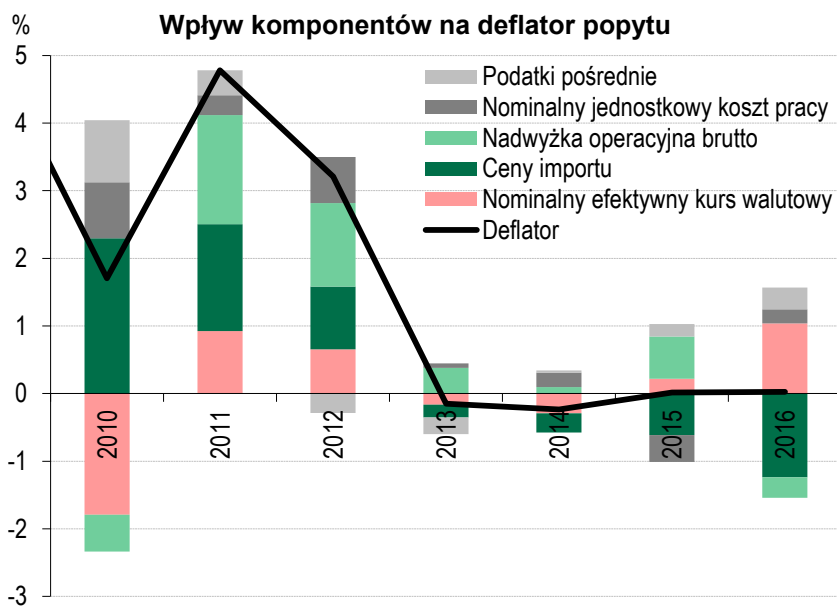
- Konsumpcja indywidualna powinna pozostać głównym silnikiem wzrostu gospodarczego w najbliższym czasie, wspierana przez opóźniony efekt programu 500+. W drugiej połowie roku tempo wzrostu konsumpcji może jednak nieco spowolnić.
- Wkład eksportu netto do PKB pozostanie zapewne neutralny w przyszłym roku, mimo stopniowego ożywienia eksportu w trakcie roku bowiem import będzie rósł w podobnym tempie.
- Liczymy, że inwestycje po spadku w trakcie dwóch pierwszych kwartałów odbiją w drugiej połowie 2017 r., szczególnie w ostatnim kwartale przyszłego roku kiedy wykorzystanie środków z UE przyspieszy. Ich łączny wpływ na PKB pozostanie niewielki i silniejszy efekt poprawy możliwy jest dopiero w 2018 r.



Źródła: GUS, BZ WBK.

Inflacja w 2016: Na początku nisko, ale na koniec roku w końcu powyżej zera

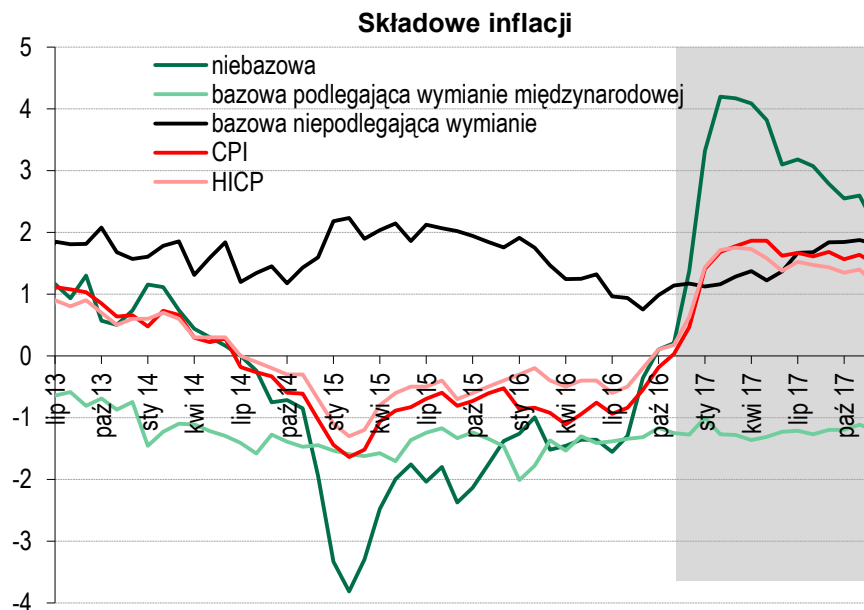
- Wbrew powszechnym prognozom sprzed roku, roczna inflacja CPI utrzymywała się poniżej zera przez zdecydowaną część 2016 r. Było to wynikiem szoku na rynku surowców z początku 2016 r. i zaimportowania tej deflacji do Polski. W trakcie roku CPI stopniowo jednak rósł i w końcu w listopadzie deflacja się zakończyła. W efekcie, nasza prognoza CPI sprzed roku „nieco powyżej 1% r/r” na koniec 2016 r. może się zrealizować w styczniu 2017 r., a w zasadzie inflacja w tym miesiącu może być nawet wyraźnie powyżej 1% r/r.
- Jednocześnie, inflacja bazowa pokazała bardzo niewielką presję popytową na wzrost cen, pomimo solidnego wzrostu konsumpcji czy słabszego od oczekiwań złotego. Średnia za 2016 będzie ujemna, a na koniec tego roku bazowy CPI będzie tylko nieznacznie powyżej zera (wbrew naszej prognozie stopniowego wzrostu do 1%). W 2016 nie pojawiła się presja inflacyjna, ale jednocześnie deflacja stopniowo ustępowała.
- Niemniej, widać już czynniki (głównie globalne), które mogą okazać się inflacyjne w 2017 r. (szczegóły na kolejnym slajdzie).



Źródła: AMECO, Eurostat, NBP, BZ WBK.

Inflacja w 2017: Dalsze wzrosty, głównie pod wpływem efektu podażowego...

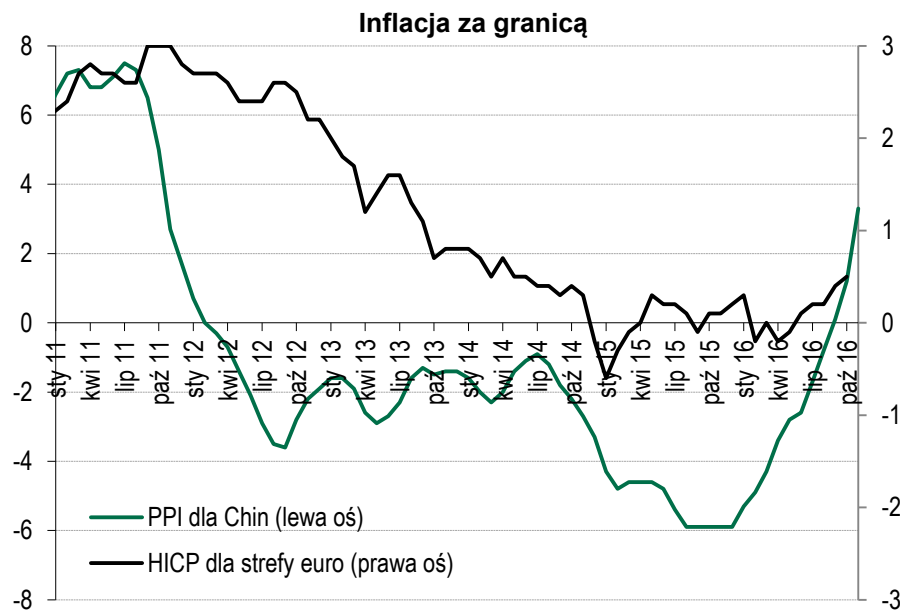
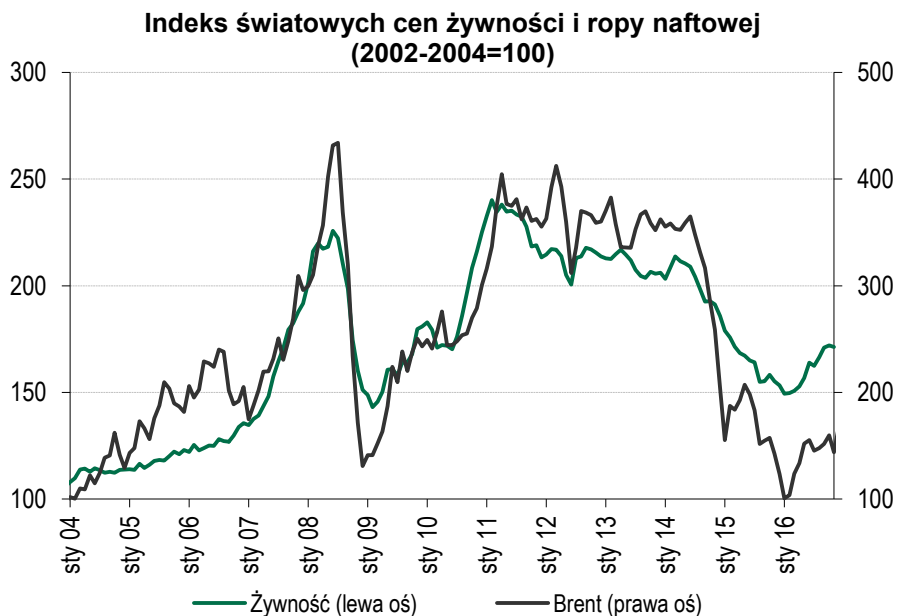
- Odbicie inflacji pod koniec 2016 r., wspierane przez wzrost cen surowców, będzie zapewne kontynuowane na początku 2017 r. Sam wzrost cen ropy Brent w przeliczeniu na złote wyniesie na początku 2017 r. ok 80% r/r (w wyniku zarówno wzrostu ceny tego surowca, jak i osłabienia złotego do dolara). Globalny trend cen żywności też jest bardzo prawdopodobny. Oczekujemy wzrostu cen żywności o średnio 1,6% r/r w 2017 r., dwukrotnie szybciej niż w 2016 r. W styczniu ceny energii wzrosną z kolei pod wpływem podwyżki tzw. opłaty przejściowej.
- Z drugiej strony, nie oczekujemy znacznego odbicia inflacji bazowej (ok. 1% na koniec 2017). Niepodlegające wymianie handlowej składniki inflacji bazowej będą rosły pod wpływem wyższych cen ubezpieczeń oraz wygaśnięcia w II poł. roku efektu obniżek cen leków i dynamika cen tych dóbr powróci poniżej 2%. Ceny dóbr podlegających wymianie pozostaną w deflacji.
- Według prognoz banku centralnego, luka popytowa nie zamknie się do końca 2018 r. Biorąc pod uwagę, że tempo wzrostu gospodarczego na przełomie 2016 r. i 2017 r. będzie znacznie słabsze niż prognozował NBP, presja popytowa na ceny nie powinna się istotnie wzmocnić.



Źródła: GUS, Eurostat, NBP, BZ WBK.

Inflacja w 2017: ... ale są pewne czynniki ryzyka

- Wygląda na to, że deflacja na świecie zanika. Ceny wielu surowców rosną, drożeje też żywność, inflacja wzrosła we wszystkich największych krajach strefy euro. W latach 2013-2016 Polska importowała deflację, ale wydaje się, że rok 2017 będzie pod tym względem inny.
- Co więcej, wzrost cen surowców przy słabym złotym i z silnym wzroście dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych może mieć pośredni wpływ na ceny innych towarów (i usług). Na przykład, listopadowy raport PMI pokazał najszybszy wzrost cen produkcji od 2012.
- Ogólnie, widzimy ryzyko w górę dla naszej prognozy inflacji na 2017 r. i nie można wykluczyć, że osiągnie ona 2% r/r.

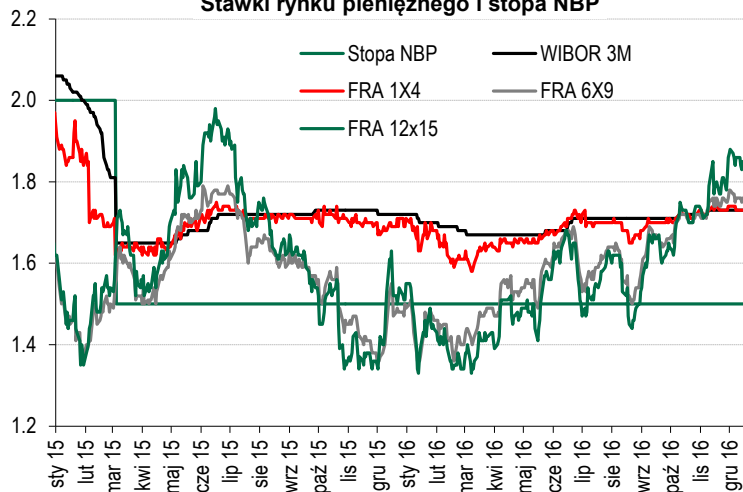


Źródła: Eurostat, Reuters, FAO, Bloomberg , BZ WBK.

Polityka pieniężna: Stabilizacja i kontynuacja

- Rada Polityki Pieniężnej (RPP) okazała się zachowawcza, podobnie jak i poprzednia Rada, utrzymując stopy procentowe na niezmiennym poziomie pomimo kontynuacji deflacji oraz (znacznie) niższego od oczekiwań wzrostu gospodarczego. RPP uważa obecne spowolnienie wzrostu PKB za tymczasowe, a deflację za zjawisko wynikające głównie z czynników zewnętrznych. Dodatkowo, kolejny argument przeciw dalszemu poluzowaniu monetarnemu, który był istotny w czasie dyskusji RPP w 2016 r. (i wcześniej) to stabilizacja sektora finansowego.
- W naszej ocenie RPP utrzyma stopy procentowe na stabilnym poziomie przez cały 2017 r. pomimo wzrostu inflacji i tymczasowego spowolnienia PKB (w IV kw. 2017 r. oczekujemy PKB powyżej 3%). Kolejnym krokiem będzie podwyżka stóp w 2018 r.
- Podsumowując, nowa RPP kontynuuje dotychczasową politykę monetarną. Ryzyko (zbyt) ekspansywnej polityki monetarnej lub ograniczenia niezależności banku centralnego nie zmaterializowało się (tabela poniżej). Wydaje się, że rola prezesa NBP Adama Glapińskiego była również istotna w kształtowaniu ostatecznego rozwiązania problemu kredytów denominowanych w CHF (ograniczając ryzyko bardziej kontrowersyjnego rozwiązania).

Stawki rynku pieniężnego i stopa NBP



Komentarz S&P o niezależności NBP

Styczeń 2016

Zmiana perspektywy ratingu na negatywna odzwierciedla nasz pogląd, że istnieje potencjał do ograniczenia niezależności, wiarygodności oraz efektywności kluczowych instytucji, a przede wszystkim Narodowego Banku Polski (NBP).

Grudzień 2016

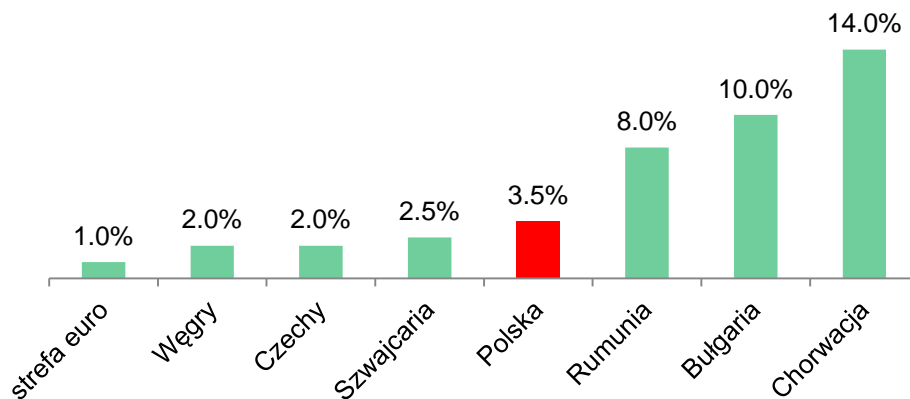
Rewizja (w górę) perspektywy odzwierciedla pogląd, że krótkoterminowe obawy o dalsze osłabienie kluczowych polskich instytucji, głównie banku centralnego, osłabły, a które były spowodowane wysiłkami rządu do zmiany i przejęcia kontroli nad głównymi polskimi niezależnymi instytucjami. Polski rząd ciągle zastanawia się nad potencjalnymi zmianami, które mogą wprost lub pośrednio wpłynąć na NBP, takimi jak: przesunięcie kontroli administracyjnej nad KNF z powrotem do NBP, czy też nad wymuszeniem na bankach zwrotu spreadów walutowych z udzielonych gospodarstwu domowemu kredytów denominowanych w CHF. Mimo to nie widzimy, by działania rządu podważały wiarygodność oraz niezależność NBP.

Źródła: NBP, Reuters, S&P, BZ WBK.

Polityka pieniężna: inne zmiany niż stóp procentowych?

- Rada Polityki Pieniężnej wykazała brak jakiegokolwiek zainteresowania niestandardowymi działaniami w polityce pieniężnej (dla przypomnienia, niektórzy politycy przed wyborami 2015 proponowali ilościowe łagodzenie polityki pieniężnej w Polsce). Przeciwnie, przedstawiciele banku centralnego wydają się dumni z tego, że mogą prowadzić tradycyjną politykę. Nasz scenariusz bazowy zakłada, że tak będzie również w 2017. Widzimy jednak możliwość bardziej aktywnej polityki wspierającej zarządzanie długiem w przypadku wystąpienia problemów na tym froncie.
- Jak pokazujemy na stronie 34, banki komercyjne będą ponownie odgrywały kluczową rolę w finansowaniu potrzeb pożyczkowych rządu w 2017 r. Dlatego w sytuacji zawirowań na rynku możliwe są działania zachęcające je do zakupu papierów skarbowych. Jedną z możliwości byłoby obniżenie współczynnika rezerw obowiązkowych z obecnego dość wysokiego poziomu – wykres poniżej przedstawia porównanie stopy rezerw w Polsce i innych krajach. Przykładowo, obniżenie stopy rezerw o 1 pkt. proc. zwiększyłby potencjał sektora bankowego do zakupu obligacji o ok. 12 mld zł, z czego trzy banki kontrolowane przez skarb państwa (PKO BP, Pekao i BGK) odpowiadają za ok. 4 mld zł.
- Inne możliwości dotyczą zmian w operacjach otwartego rynku.

Stopa rezerw obowiązkowych w wybranych krajach



Źródła: banki centralne, BZ WBK.

Zmiany regulacyjne: czy sprawa kredytów CHF jest aktualna?

- Jedną z obietnic wyborczych PiS było zajęcie się kwestią kredytów walutowych. O ile pierwsza propozycja rozwiązania w tej sprawie przedstawiona przez Prezydenta Andrzeja Dudę zakładała konwersję kredytów walutowych na złote (koszty dla sektora bankowego byłyby olbrzymie, ok. 70 mld zł wg szacunków KNF), to druga propozycja została wyraźnie złagodzona i nie zakłada już obowiązkowego przewalutowania kredytów, a jedynie zwrot klientom spreadów walutowych przez banki. Koszt tego rozwiązania został oszacowany przez ekspertów Prezydenta na 3-4 mld zł, ale zdaniem NBP będzie dwukrotnie wyższy. Nie powinno to jednak zagrozić stabilności systemu bankowego.
- Oprócz propozycji Prezydenta, w parlamencie złożono jeszcze dwa inne projekty w tej sprawie: projekt PO (przewalutowanie na wniosek klienta, strata podzielona 50:50) oraz projekt Kukiz'15, który zakłada obowiązkową konwersję po kursie zaciągnięcia kredytów – potencjalnie bardzo kosztowną dla banków. Najbardziej prawdopodobne jest przyjęcie przez parlament projektu A. Dudy.
- Prezydent wprawdzie złagodził kształt projektu ustawy, ale zasugerował jednocześnie, że powinny zostać wprowadzone zmiany regulacyjne, które będą skłaniały banki, aby „dobrowolnie” porozumiewały się z klientami w sprawie przewalutowania kredytów na złote. Nie wiemy jeszcze jakie to będą rozwiązania. W połowie grudnia KNF wydała jednak rekomendację dot. wypłaty dywidend z zysku za 2016 r., która zawiera ostrzejsze kryteria dla banków z portfelem kredytów walutowych.

Kryteria wypłaty dywidendy dla banków komercyjnych

Banki OSII¹ spełniające jednocześnie powyższe kryteria mogły wypłacić do 50% z wypracowanego zysku:

- nie realizujące programu naprawczego;
- ocenione pozytywnie w ramach procesu badania i oceny nadzorczej - ocena końcowa BION nie gorsza niż 2,5;
- posiadające dźwignię finansową (LR) na poziomie wyższym niż 5%;
- posiadające współczynnik kapitału T1 na poziomie wyższym niż minimalna wartość tego wskaźnika podwyższona o kapitał bezpieczeństwa, tj.:
 - banki OSII - posiadające współczynnik kapitału Tier I (T1) wyższy od $13,25\% + 0,75\% * \text{add-on}^2 + \text{bufor OSII}$;
 - pozostałe banki komercyjne – posiadające współczynnik kapitału Tier I (T1) wyższy od $11,25\% + 0,75\% * \text{add-on}$;
- posiadające łączny współczynnik kapitałowy na poziomie wyższym niż: $13,25\% + \text{add-on} + \text{bufor OSII}$.

Banki OSII spełniające jednocześnie powyższe kryteria mogły wypłacić do 100% z wypracowanego zysku:

- posiadające łączny współczynnik kapitałowy (TCR) wyższy od $16,25\% + \text{add-on} + \text{bufor OSII}$

Dodatkowo, banki posiadające w portfelu należności od sektora niefinansowego ponad 5% udział walutowych kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych korygują stopę wypłaty dywidendy w oparciu o kryteria: Kryterium 1 – bazujące na udziale walutowych kredytów mieszkaniowych dla gospodarstw domowych w całym portfelu należności od sektora niefinansowego. Kryterium 2 – bazujące na udziale kredytów mieszkaniowych walutowych udzielonych w latach 2007 i 2008 (kredyty decydujące o wysokości strat banków w przypadku implementacji ewentualnych rozwiązań ustawowych) w portfelu walutowych kredytów mieszkaniowych gospodarstw domowych. Stosowane są odpowiednie korekty w zależności od wielkości posiadanego przez bank portfela.

Kryterium 1

- Banki z udziałem powyżej 10% - korekta stopy dywidendy 20%
- Banki z udziałem powyżej 20% - korekta stopy dywidendy 30%
- banki z udziałem powyżej 30% - korekta stopy dywidendy 50%

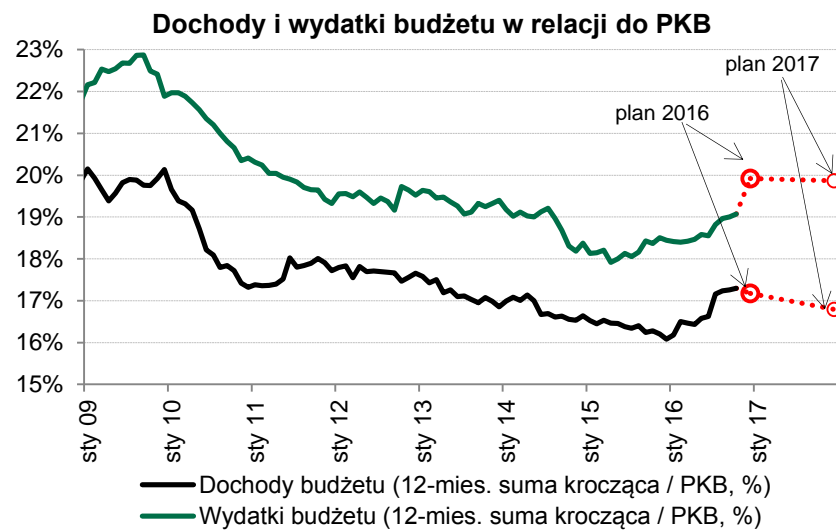
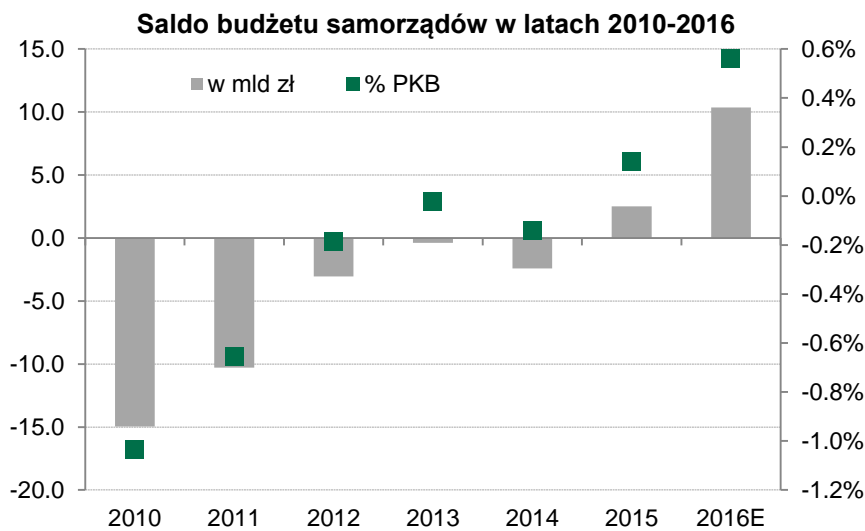
Kryterium 2

- banki z udziałem powyżej 20% - korekta stopy dywidendy 30%
- banki z udziałem powyżej 50% - korekta stopy dywidendy 50%.

¹ OSII – systemowo istotne banki; ² add-on – ustalony dla każdego banku bufor na walutowe kredyty hipoteczne

Polityka fiskalna 2016: Deficyt znacząco niższy od prognoz

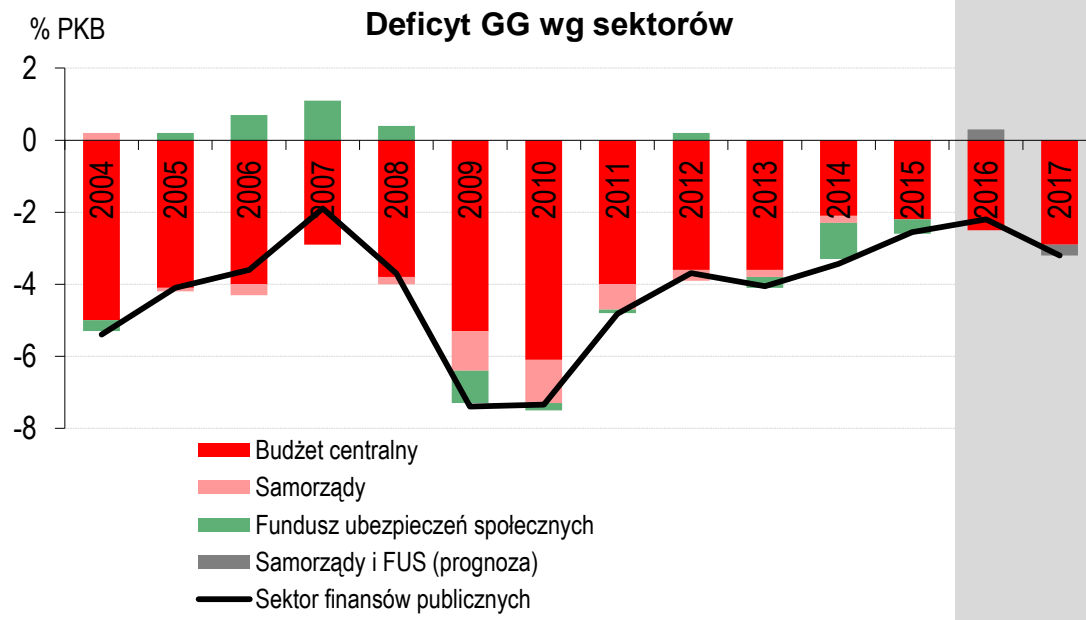
- Wielokrotnie pisaliśmy w naszych raportach, że deficyt budżetowy w 2016 r. będzie niższy od planu i niższy niż przewidywany na początku roku. Po pierwsze będzie to wynikało z poprawy po stronie dochodowej, czemu sprzyja struktura wzrostu gospodarczego, a co więcej widoczny jest wzrost ściągальności podatków (np. rynek paliw). Po drugie realizacja założonych w ustawie budżetowej wydatków, podobnie jak i w poprzednich latach, będzie niższa i to o przynajmniej 10 mld zł według naszych szacunków. W efekcie szacujemy, że deficyt budżetowy wg krajowej metodologii wyniesie 2,1% PKB. Jednak w ujęciu ESA2010 deficyt sektora rządowego może być wyższy.
- Budżet samorządów po trzech kwartałach br. odnotował znaczącą nadwyżkę (19 mld zł). Nawet jeśli ten poziom nie zostanie utrzymany na koniec roku, to sądzymy, że nadwyżka sektora samorządowego wyniesie ok. 0,6% PKB, obniżając deficyt całego sektora finansów publicznych (GG – general government) do poziomu 2,2% PKB w 2016 r.
- Deficyt SFP mógłby wynieść nawet 2% PKB, ale sądzymy, że rząd może zdecydować się na przesunięcie pewnych wydatków na ten rok z 2017 r. , wygładzając tym samym ścieżkę deficytu w latach 2016-2017.



Źródła: GUS, Ministerstwo Finansów, BZ WBK.

Polityka fiskalna 2017: Ryzyko dla deficytu GG ze strony samorządów

- We wrześniowej edycji [MAKROskopu](#) opisaliśmy rządowe plany budżetowe na 2017 r. Nawet jeśli założenia makroekonomiczne (realny wzrost PKB na 3,7% r/r) są dalekie od konserwatywnych, planowane dochody budżetowe (z wyłączeniem wyższej efektywnej ściągальności podatków o 10 mld zł) nie wydają się być przesadzone. Uważamy, że ryzyko niższych dochodów w ciągu roku może być zniwelowane przez dostosowania po stronie wydatkowej. Co więcej, zysk NBP (praktycznie nie ujęty w budżecie) może być bardzo wysoki ze względu na ostatnie osłabienie złotego – skala transferu środków z NBP będzie uzależniona od kursu złotego na koniec roku, niemniej szacujemy, że może on wynieść nawet 10 mld zł. Warto jednak zauważyć, że o ile przychody z zysku NBP pomogą utrzymać budżet centralny w ryzach, to nie są one uwzględniane w przychodach sektora finansów publicznych.
- Głównym czynnikiem ryzyka dla wzrostu deficytu sektora finansów publicznych będzie sektor samorządowy, gdyż wyższe inwestycje przełożą się na deficyt. Szacujemy, że deficyt GG w 2017 r. może być nieznacznie wyższy niż 3% PKB.

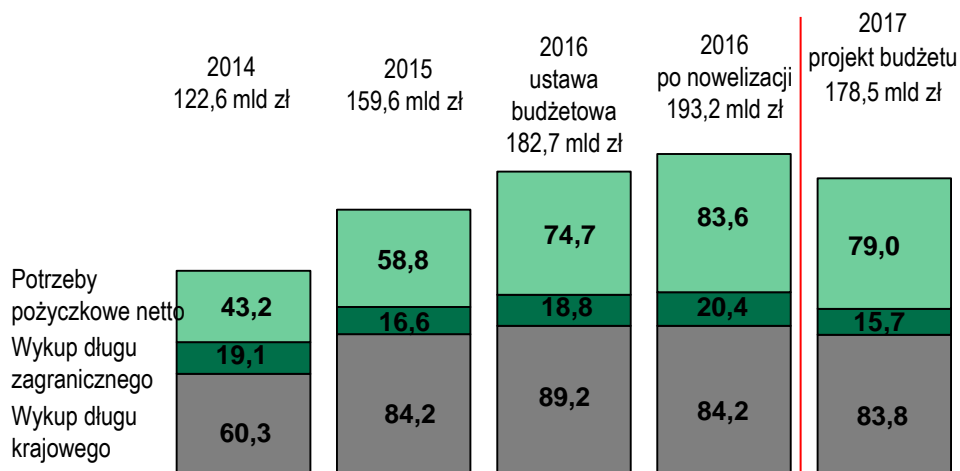


Źródła: GUS, Ministerstwo Finansów, BZ WBK.

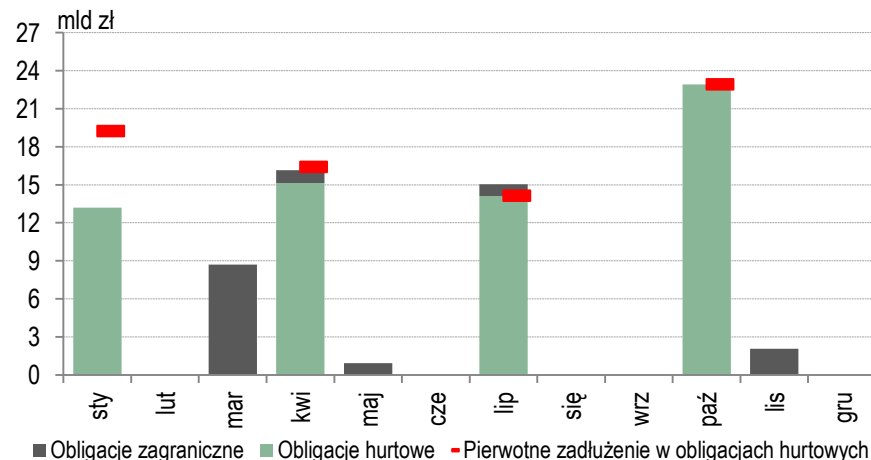
Oferta SPW w 2017 r. zbliżona do poziomu z 2016 r.

- Na koniec listopada tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto po nowelizacji (ok. 193,2 mld zł) były w pełni sfinansowane. Ministerstwo Finansów rozpoczęło proces prefinansowania potrzeb na 2017 r. poprzez aukcje zamiany, sprzedając obligacje o wartości ok. 14,5 mld zł w okresie wrzesień-grudzień, tj. ok. 8% potrzeb w wysokości 178,5 mld zł założonych w projekcie budżetu na 2017 r.
- W tym roku deficyt budżetowy może być niższy o ok. 10 mld zł od planu, co, w naszej ocenie, oznacza, że efektywnie przyszłoroczne prefinansowanie jest wyższe (i może wynieść 15-20%, co i tak będzie niżej niż w poprzednich latach).
- Potrzeby pożyczkowe netto i brutto na 2017 r. nie powinny ulec istotnym zmianom w porównaniu do pierwotnych szacunków (patrz lewy wykres). Istnieją jednak dwa czynniki, o których pisaliśmy na poprzednich stronach, które mogą ograniczać podaż SPW w przyszłym roku: zysk z NBP (na poziomie nawet ok. 10 mld zł) oraz możliwe niższe transfery do FUS o ok. 4 mld zł (jednorazowy spadek wynikający z transferu środków z OFE do ZUS w ramach tzw. suwaka bezpieczeństwa).
- Uwzględniając powyższe czynniki oraz prefinansowanie potrzeb na 2018 r. w II połowie 2017 r. oczekujemy, że średniomiesięczna podaż SPW na krajowym rynku w 2017 r. powinna być zbliżona do poziomu z tego roku (ok. 10 mld zł). W naszej ocenie finansowanie zagraniczne nie powinno przekroczyć 15% przyszłorocznych potrzeb pożyczkowych brutto.

Potrzeby pożyczkowe brutto



Wykupy SPW w 2017 r., uwzględniające proces prefinansowania w 2016 r. (dane na 15 grudnia)



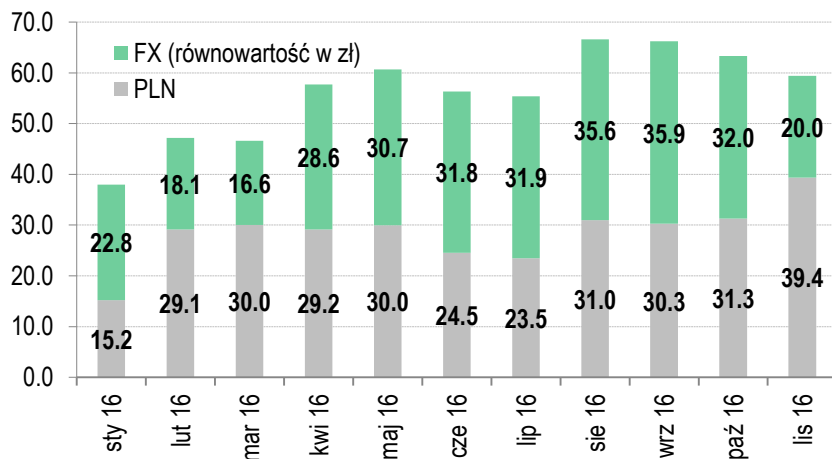
Źródła: Ministerstwo Finansów, BZ WBK.

Potrzeby pożyczkowe w walutach obcych na 2017 r. pokryte, elastyczne podejście do emisji

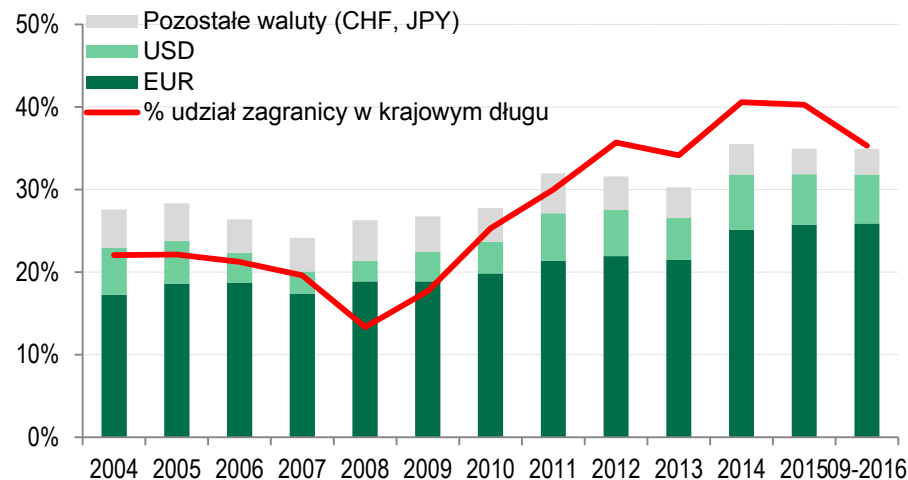
- Rok 2016 był dość intensywny na rynku pierwotnym długu. Polska z sukcesem plasowała emisje obligacji denominowanych w euro (o łącznej wartości 4,75 mld €), w dolarze amerykańskim (1,75 mld USD) oraz w juanie – emitując tzw. obligacje Panda o wartości 3 mld RMB. W ten sposób Ministerstwo Finansów zabezpieczyło przyszłoroczne potrzeby pożyczkowe w walutach obcych. Pomimo zwiększenia emisji długu na rynkach zagranicznych, udział zadłużenia w walutach obcych spadł poniżej 34% na koniec września 2016 r. z ok. 35% na koniec 2015 r. W ten sposób kontynuowany jest proces stopniowego ograniczania udziału długu zagranicznego w długi Skarbu Państwa ogółem (choć ten proces następuje wolniej niż wcześniej oczekiwano).
- Struktura finansowania potrzeb pożyczkowych na 2017 r. nie ulegnie według nas znaczącym zmianom w porównaniu do poprzednich lat. Finansowanie krajowe wciąż będzie kluczowe. W tym samym czasie emisja długu zagranicznego będzie w znaczącym stopniu zależała od warunków rynkowych. Emisja długu denominowanego w euro w 2017 r. wciąż powinna być atrakcyjna biorąc pod uwagę niskie stopy procentowe oraz płynność rynku. Oczekujemy, że resort finansów pozostanie elastyczny w kwestii emisji długu tak na rynek międzynarodowy, jak i krajowy, przy czym struktura oferty na aukcję na tym ostatnim rynku będzie zależała od popytu zgłaszanego przez lokalne banki.

Stan środków złotych i walutowych na rachunkach budżetowych

(środki do finansowania potrzeb pożyczkowych na koniec miesiąca, mld zł)



Struktura długu emitowanego w walutach obcych (udział w zadłużeniu ogółem) i zaangażowanie zagranicy w krajowym długi

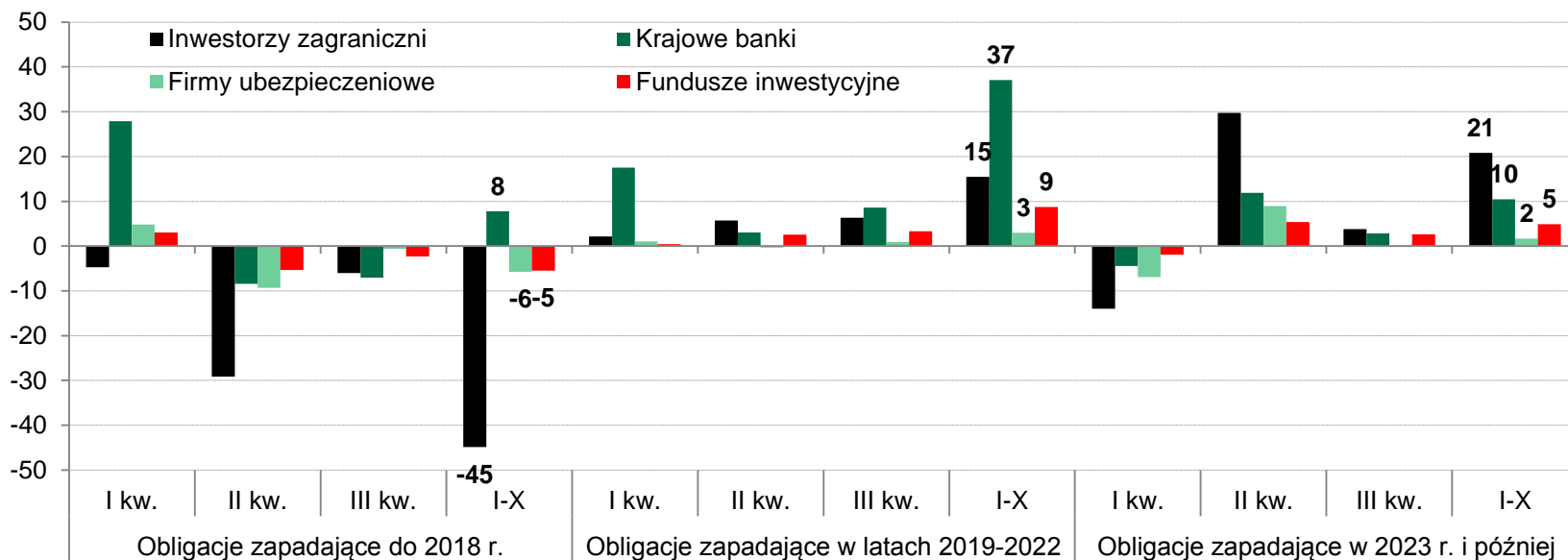


Źródła: Ministerstwo Finansów, BZ WBK.

Strona popytowa 2016: Krajowe banki zachęczone do kupna

- W 2016 r. krajowe banki umocniły swoją pozycję w finansowaniu potrzeb pożyczkowych netto. Wynikało to z nadwyżki depozytów nad kredytami oraz wyłączenia rządowych papierów z bazy podatku bankowego (podatek ten wprowadzono od lutego 2016 r.) – krajowe banki zostały więc zachęczone do zwiększania zaangażowania w papiery rządowe (głównie na krótkim końcu krzywej i obligacje zmiennokuponowe) kosztem redukcji udziału bonów pieniężnych NBP.
- W okresie styczeń–październik zaangażowanie banków zwiększyło się o ok. 57 mld zł do 228,3 mld zł, najwyższego poziomu w historii. Ich udział w rynkowym długu zwiększył się do ok. 39% na koniec października (z ok. 33% na koniec 2015 r.), przy utrzymaniu średniego ważonego duration portfela na poziomie 2,1 (bez zmian w porównaniu do końca 2015 r.). Ekspozycja krajowych banków na ryzyko stopy procentowej (mierzone DV01) nie zmieniła się i wyniosła 2,0.

Nominalne zmiany w różnych segmentach obligacji w portfelach głównych grup inwestorów w 2016 r. (w mld zł)

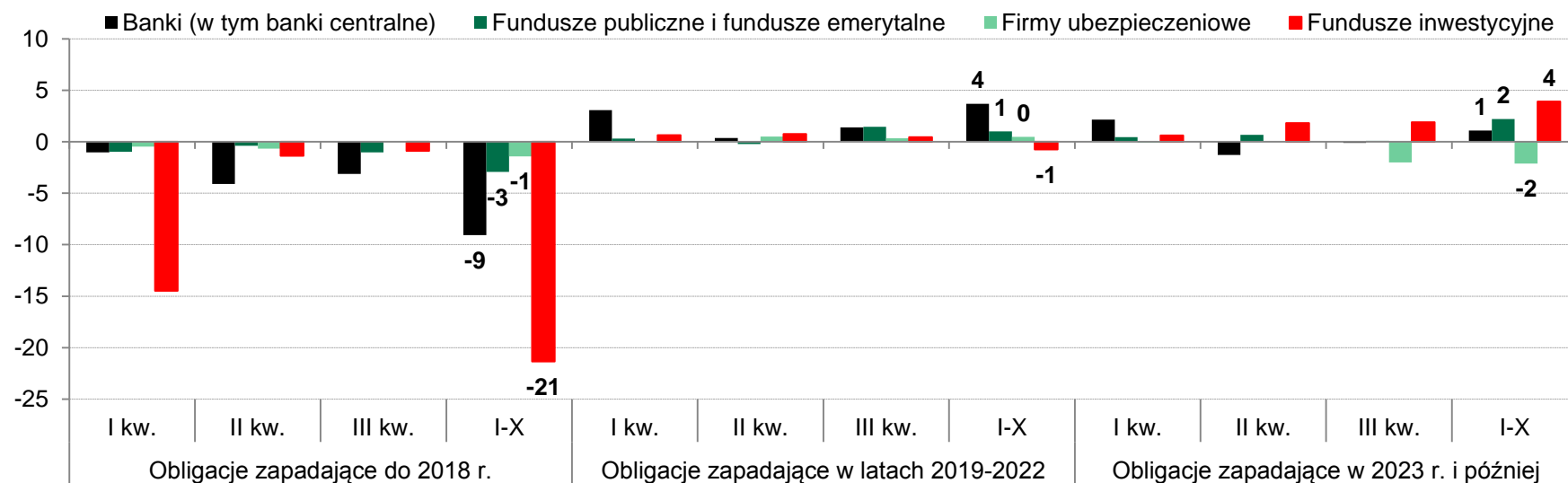


Źródła: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Strona popytowa 2016: Zagranica sprzedała, ale duration w górę

- W 2016 r. wpływ zagranicznych inwestorów do finansowania potrzeb pożyczkowych netto był ujemny po raz pierwszy od 2008 r. Odpływ wyniósł ok. 10 mld zł w okresie styczeń-październik i w konsekwencji wartość portfela nierezzydentów zmniejszyła się do ok. 198 mld zł z 206,7 mld zł na koniec 2015 r.
- Zagraniczni inwestorzy zwiększyli jednak duration swojego portfela, sprzedając obligacje o terminie zapadalności do 2 lat i akumulując papiery średnio i długoterminowe, głównie 5- i 10-letnie benchmark. W konsekwencji na koniec października ich udział w całkowitej emisji w PS0721 oraz DS0726 wynosił odpowiednio 42% i 77%. Średnie ważone duration portfela zagranicy wzrosło do 4,7 (z 3,8 na koniec 2015 r.). Ekspozycja zagranicznych inwestorów na ryzyko stopy procentowej w Polsce (mierzone DV01) także zwiększyła się do 4,7 (z 4,0 na koniec 2015 r.).
- Na koniec października udział zagranicy w polskich rynkowych obligacjach skarbowych wyniósł ok. 35% (wobec 40% na koniec 2015 r.). To wciąż więcej niż ich zaangażowanie w rządowy dług na Węgrzech (ok. 30%) oraz w Czechach (ok. 28%).

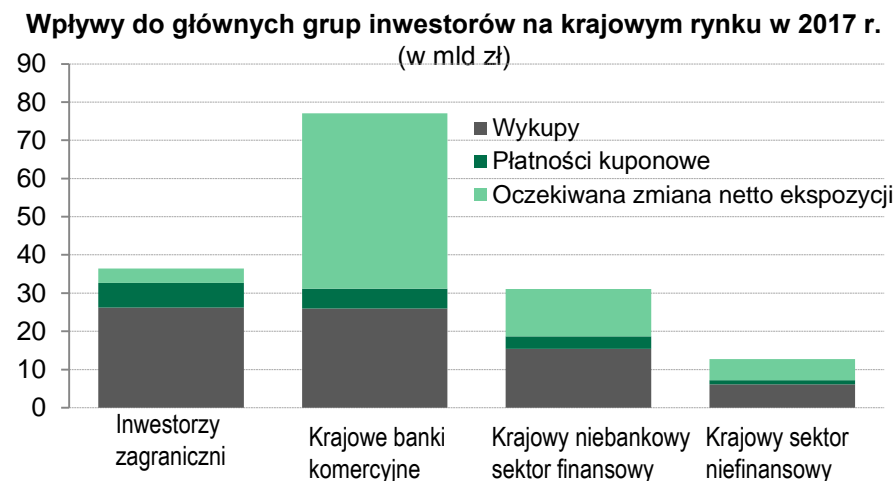
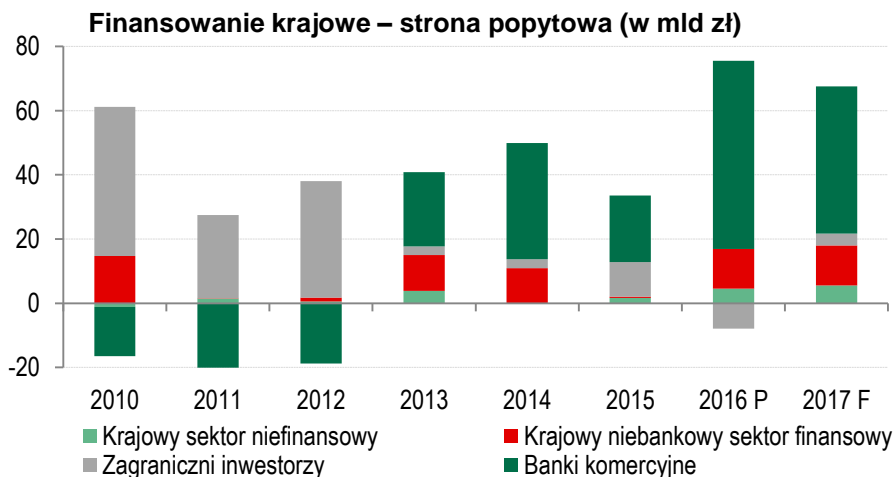
Nominalne zmiany w różnych segmentach obligacji w głównych grupach inwestorów zagranicznych w 2016 r. (w mld zł)



Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

Strona popytowa 2017: Banki (i zagranica) wciąż kluczowe

- Dwie grupy inwestorów będą w dalszym ciągu odgrywały kluczową rolę w krajowym finansowaniu potrzeb na 2017 r. Krajowe banki komercyjne pozostaną głównym kupującym obligacje m.in. ze względu na podatek bankowy, którego konstrukcja w przyszłym roku nie ulegnie raczej zmianie. Banki otrzymają środki w wysokości ok. 35 mld zł z wykupu obligacji, które najprawdopodobniej zrolują oraz ok. 5 mld zł z tytułu płatności odsetkowych. Co więcej, banki mogą przeznaczyć dodatkowo ok. 40 mld zł na zakup papierów skarbowych ze środków pochodzących z nadpłynności, wynikającej z nadwyżki depozytów nad kredytami (znacząco wolniejszy wzrost akcji kredytowej niż przyrostu depozytów).
- W naszej ocenie, wzrost rentowności polskich obligacji powinien zachęcić inwestorów do kupna ze względu na wciąż obowiązującą strategię „poszukiwania stopy zwrotu”. Z taką sytuacją mieliśmy do czynienia na początku 2016 r. po decyzji S&P, ale również po wynikach wyborów prezydenckich w USA (przy innych poziomach, ze względu na globalną przecenę). W związku z tym oczekujemy, że wpływ zagranicznych inwestorów na krajowe finansowanie powinien być w przyszłym roku dodatni.
- Ministerstwo Finansów prawdopodobnie będzie dopasowywało ofertę SPW do popytu zgłaszanego przez krajowe banki. W konsekwencji, jeśli rentowności na globalnych rynkach będą rosły, podaż papierów z krótkiego końca oraz zmiennokuponowych może wzrosnąć. Pozostali krajowi inwestorzy również będą po stronie kupujących (utrzymując netto finansowanie po poziomie zbliżonym do 2016 r.).

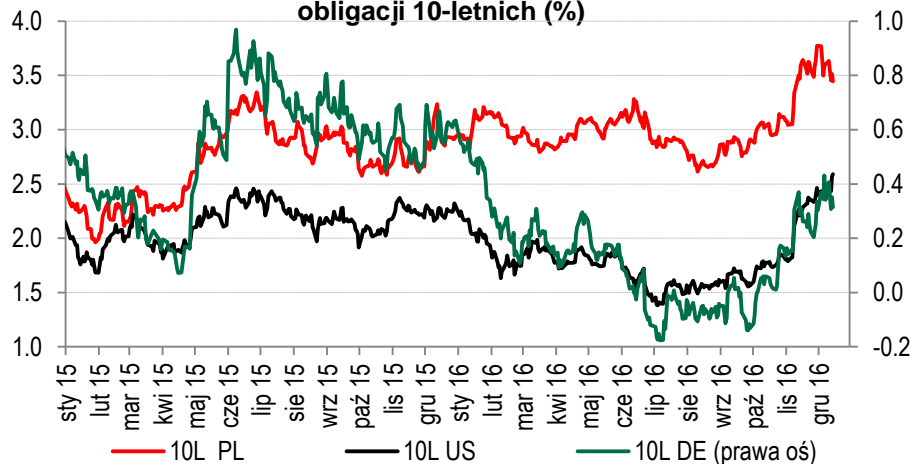


Źródło: Ministerstwo Finansów, BZ WBK

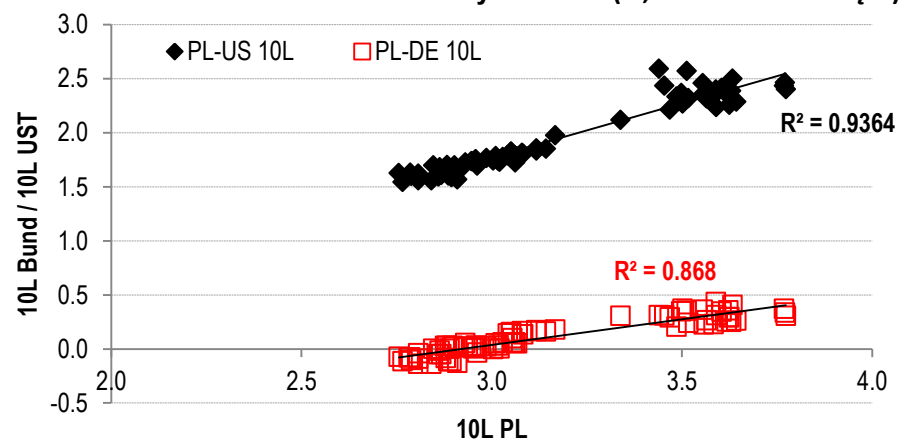
Czynniki globalne wciąż kluczowe dla polskich krzywych

- Oczekiwane przez nas dalsze spowolnienie PKB na przełomie 2016/2017 (realny wzrost PKB poniżej 2% r/r) powinno zakotwiczyć krótki koniec krzywych, nawet jeśli inflacja będzie kontynuowała dalszy wzrost. W trakcie roku, krótki koniec krzywej rentowności może zacząć wyceniać podwyżki stóp procentowych w 2018 roku.
- W 2016 r. czynniki globalne, głównie sygnały płynące z głównych banków centralnych, były kluczowe dla wyceny krajowych aktywów na długim końcu krzywych. W konsekwencji korelacja 10-letniej obligacji Polski z jej amerykańskim odpowiednikiem (głównie od wyborów prezydenckich w USA) wzrosła do ok. 94%, a z Bundem wynosiła ok. 87% (w ostatnich trzech miesiącach). W naszej ocenie Fed będzie kontynuował zacieśnienie monetarne i w przyszłym roku podwyższy stopy dwa razy po 25 pb, po grudniowej podwyżce o 25 pb. W efekcie wzrost amerykańskich rentowności będzie skutkował wyższymi rentownościami niemieckich obligacji, ale również i wzrostem rentowności w Polsce, głównie w sektorze 10 lat. Co więcej, obligacje z długiego końca mogą być pod presją ryzyk wynikających z sytuacji politycznej.
- Oczekujemy, że krajowe krzywe mogą dalej się stromić, gdyż krótki koniec powinien zachowywać się lepiej niż pozostałe sektory. W naszej ocenie premia za ryzyko dla polskich aktywów powinna pozostać dość wysoka, z 10-letnim spreadem wobec niemieckich obligacji oscylującym blisko 300 pb.

Rentowności polskich, niemieckich i amerykańskich obligacji 10-letnich (%)



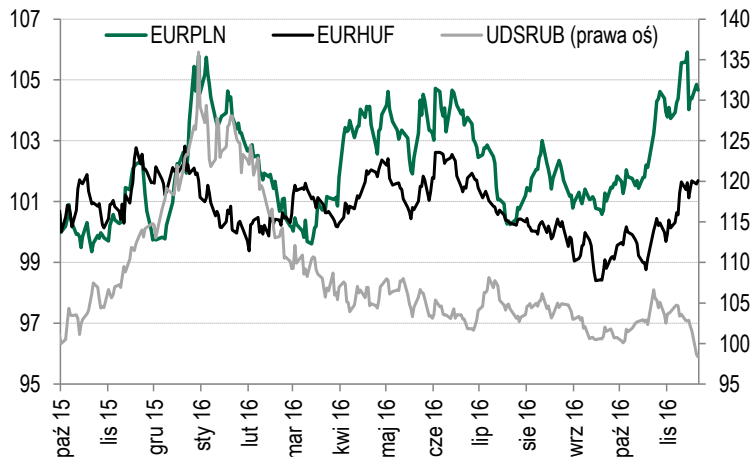
Zależność między rentownością polskich obligacji 10-letnich a rentownościami niemieckimi i amerykańskimi (%), ostatnie 3 miesiące



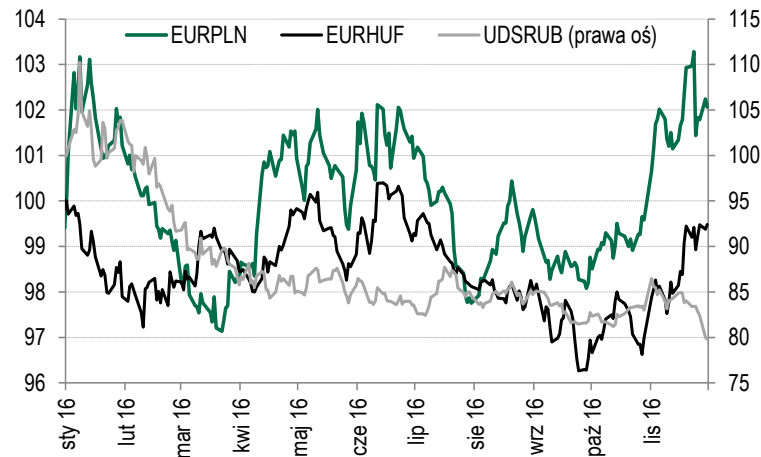
Źródło: Reuters, BZ WBK

Waluty CEE i ważne wydarzenia z lat 2015/2016

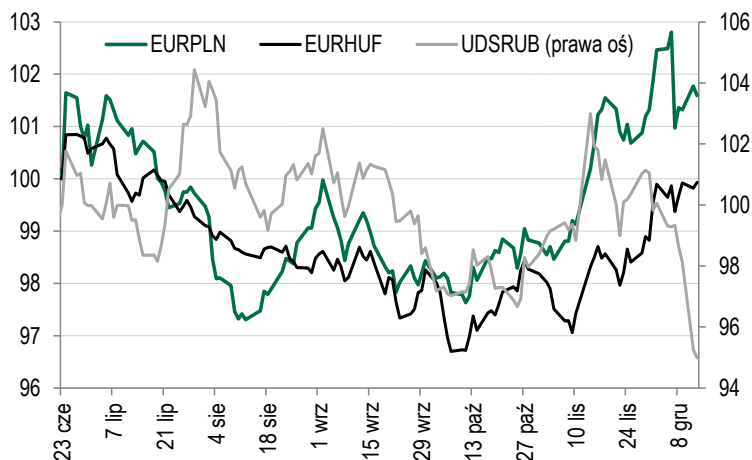
EUR/PLN, EUR/HUF i USD/RUB od dnia przed ostatnimi wyborami parlamentarnymi w Polsce (23.10.2015 = 100)



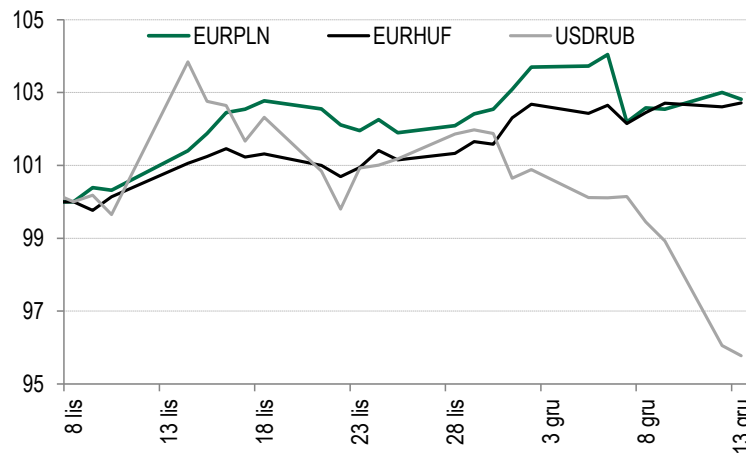
EUR/PLN, EUR/HUF i USD/RUB od dnia przed obniżką polskiego ratingu przez S&P (14.01.2016 = 100)



EUR/PLN, EUR/HUF i USD/RUB od dnia przed referendum w Wielkiej Brytanii (23.06.2016 = 100)



EUR/PLN, EUR/HUF i USD/RUB od dnia przed wyborami prezydenckimi w USA (8.11.2016 = 100)

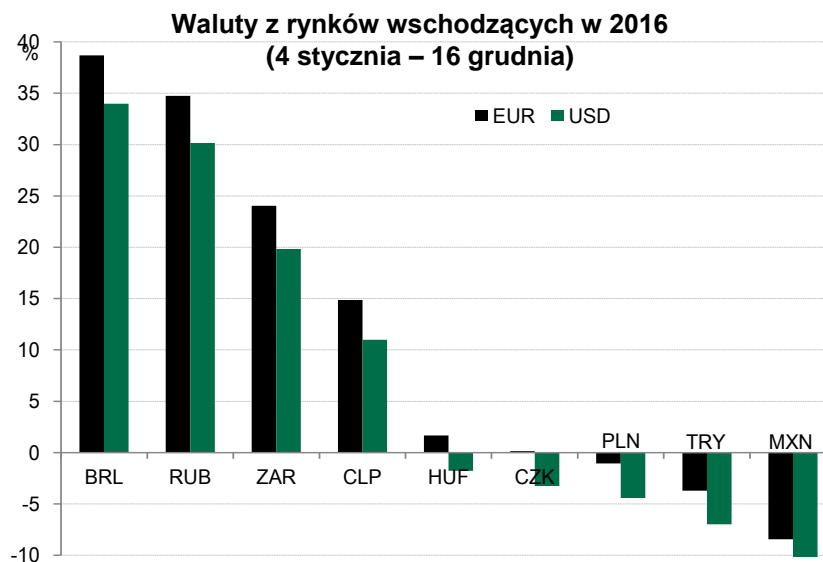


Źródło: BZ WBK, Reuters.

W 2016 złoty pod presją czynników lokalnych

W naszym poprzednim raporcie rocznym niniejszą sekcję zatytułowaliśmy „Niewielki potencjał do umocnienia złotego w 2016” i okazało się, że był to trafny tytuł. Krajowa waluta była pod negatywnym wpływem jednorazowych czynników, które istotnie pogorszyły nastrój na rynku. Już w styczniu złoty mocno stracił pod wpływem nieoczekiwanej i kontrowersyjnej obniżki ratingu Polski przez S&P. W kolejnych miesiącach EUR/PLN skorygował z 4,50 do ok. 4,20 dzięki nadziejom na dalsze luzowanie polityki pieniężnej przez EBC/Bank Japonii, ale obawy o krajowy system bankowy wynikające z niepewności odnośnie finalnego kształtu „ustawy frankowej” i nerwowości przed kolejnymi decyzjami agencji ratingowych w dalszym ciągu wywierały negatywną presję na złotego. Nałożyły się na to dodatkowo wydarzenia globalne – referenda w Wielkiej Brytanii i we Włoszech, wybory prezydenckie w USA – które ciążyły ryzykownym aktywom.

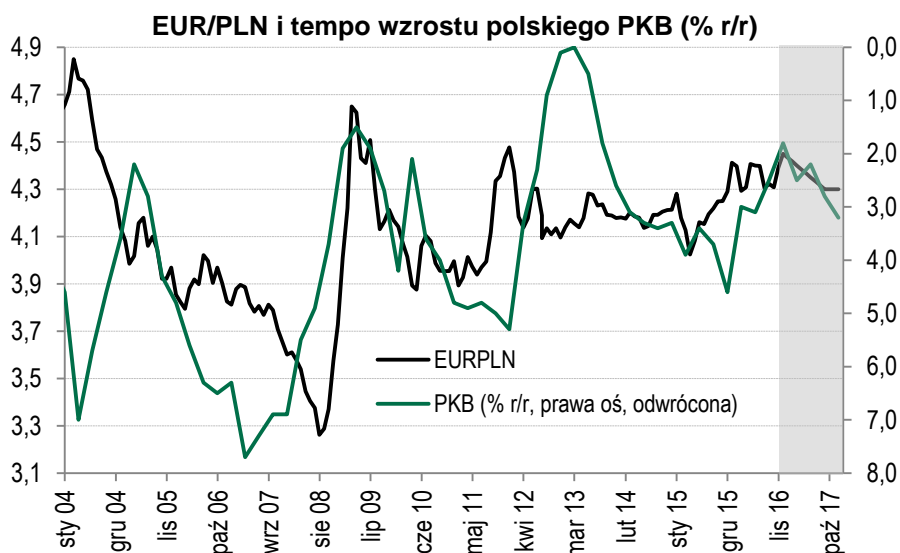
Chociaż w tych niekorzystnych globalnych okolicznościach waluty EM jako grupa radziły sobie całkiem dobrze, to złoty pozostał w tyle i w mijającym roku jest trzecią najsłabszą walutą do euro, dolara i franka (po meksykańskim peso i tureckiej lirze). Według Bloomberg, tylko trzy z głównych walut z rynków wschodzących straciły do tej pory w tym roku do euro i pięć do franka, co sugeruje, że ich słabszy wynik mógł być skutkiem negatywnych czynników wewnętrznych.



Źródło: BZ WBK, Bloomberg.

Czynniki wewnętrzne 2017: Cykl korzystny dla złotego

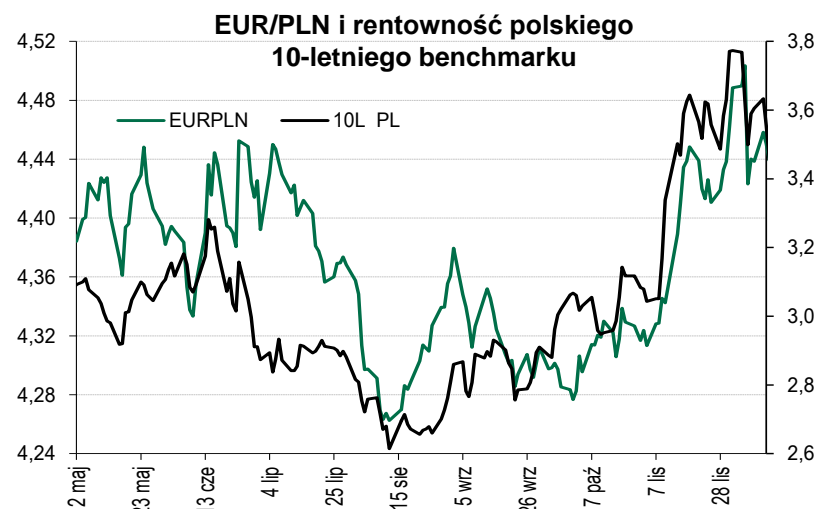
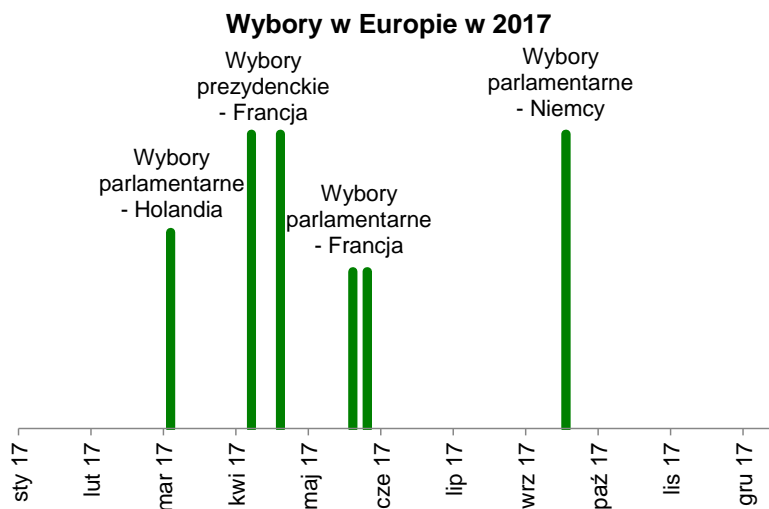
- Mijający rok przyniósł wyraźne wyhamowanie tempa wzrostu PKB w Polsce. Jak argumentowaliśmy na poprzednich stronach, przyszły rok powinien stać pod znakiem stopniowego odbicia, szczególnie w drugiej połowie roku. Powinno to być korzystne dla złotego. Jak wielokrotnie twierdziliśmy, złoty jest walutą cykliczną, zyskującą w okresach ożywienia gospodarczego i to powinien być w naszej ocenie główny czynnik stojący za stopniowym umocnieniem złotego w 2017.
- Obok cyklu koniunkturalnego, wsparciem dla krajowej waluty mogą być też przepływy zagraniczne. Zakładamy, że w 2017 eksport przyspieszy i Polska utrzyma nadwyżkę handlową, co z kolei powinno przyczynić się do lekkiej poprawy relacji salda obrotów bieżących do PKB. Dodatkowo, w przyszłym roku wznowi się napływ środków z UE, co powinno zwiększyć możliwość do stabilizowania złotego w warunkach znacznego pogorszenia nastroju na rynku.
- Perspektywa repolonizacji sektora bankowego była jednym z czynników ryzyka ciężącym nad krajową walutą. Wydaje się jednak, że kwestia ta straciła ostatnio na znaczeniu, bowiem płatność za akcje Pekao SA będzie rozliczona poza rynkiem, a polski Alior Bank powiedział, że nie jest już zainteresowany zakupem Raiffeisen Polbank-u.



Źródło: BZ WBK, Bloomberg

Czynniki zewnętrzne 2017: Polityka i banki centralne

- W 2016 r. wydarzenia polityczne miały istotny wpływ na rynek i zaplanowane na przyszły rok wybory w Niemczech, Francji oraz w Holandii (jak i możliwe wybory we Włoszech) z pewnością przyciągną uwagę inwestorów. Istotne mogą być też nowe wieści w sprawie Brexitu i szczegóły polityki nowego prezydenta USA.
- Odnośnie polityki pieniężnej, rynek wycenia dwie podwyżki stóp Fed w przyszłym roku, co jest zgodne z naszym scenariuszem ruchów o 25 pb w II kw. i IV kw. 2017. Sądzymy, że FOMC będzie podnosił stopy jedynie wtedy kiedy będzie przekonany, że gospodarka USA i światowa będą w dobrej kondycji, więc popyt na ryzykowne aktywa (prawdopodobny w okresie wzrostu gospodarczego) powinien przesłonić obawy o wpływ mniej ekspansywnej polityki pieniężnej w USA na rynki wschodzące.
- Rentowności obligacji w USA powinny rosnać, co zapewne wywrze negatywną presję na polski dług. Za okres od wyborów prezydenckich w USA korelacje między EUR/PLN i 10-letnią polską rentownością oraz między 10-letnimi obligacjami Polski i USA są na poziomie ok. 94%. Sugeruje to, że rynek USA stał się ważniejszy niż niemiecki i że część osłabienia złotego z końca 2016 to skutek sprzedaży polskiego długu przez inwestorów zagranicznych. Uważamy, że tempo wzrostu rentowności miało istotny wpływ i jeśli w przyszłym roku dostosowanie będzie przebiegało stopniowo, to nie powinno to ciążyć na krajowej walucie. Co więcej, długoterminowi inwestorzy mogą uznać wyższe rentowności (i kupony) za atrakcyjne i nowe środki mogą napłynąć na polski rynek. Polityka pieniężna w strefie euro pozostanie łagodna, nawet mimo mniejszej skali programu skupu aktywów.



Źródło: BZ WBK, DM BZ WBK, Reuters

EUR/USD może wzrosnąć *

- W 2016 r. EUR/USD pozostał poniżej naszej prognozowanej ścieżki poruszając się stopniowo dół z 1,16 do 1,04. Wbrew temu czego się spodziewaliśmy, euro nie zdołało odrobić strat poniesionych w 2014, ale znalazło się pod presją luźniejszej polityki pieniężnej w strefie euro, decyzji Brytyjczyków o wyjściu z UE, solidnego wzrostu gospodarczego w USA, oczekiwań na podwyżki stóp Fed i wygranej Donalda Trumpa w wyborach prezydenckich.
- Sądzymy, że EUR/USD pozostanie w powyższym przedziale. W naszej ocenie, w I kw. 2017 dolar może pozostać mocny dzięki polityce pieniężnej Fed i luźniejszej polityce fiskalnej nowego prezydenta USA. Jednocześnie, niepewność polityczna w Europie i wydłużenie programu skupu aktywów przez EBC będą ciążyły euro na początku 2017 r..
- W dalszej części roku oczekujemy stopniowego oddalania się kursu od dolnej granicy przedziału. Indeksy nastroju w biznesie w strefie euro pozostały na solidnych poziomach mimo czerwcowego referendum w Wielkiej Brytanii i w naszym bazowym scenariuszu zakładamy kontynuację ożywienia gospodarczego w Europie w trakcie 2017 r. Powinno to wywierać wzrostową presję na inflację ograniczając tym samym przestrzeń do dalszego luzowania polityki pieniężnej.
- Prognozujemy, że po stabilizacji blisko 1,05 w I kw. 2017, w kolejnych miesiącach EUR/USD będzie rósł i na koniec 2017 r. znajdzie się blisko 1,11.



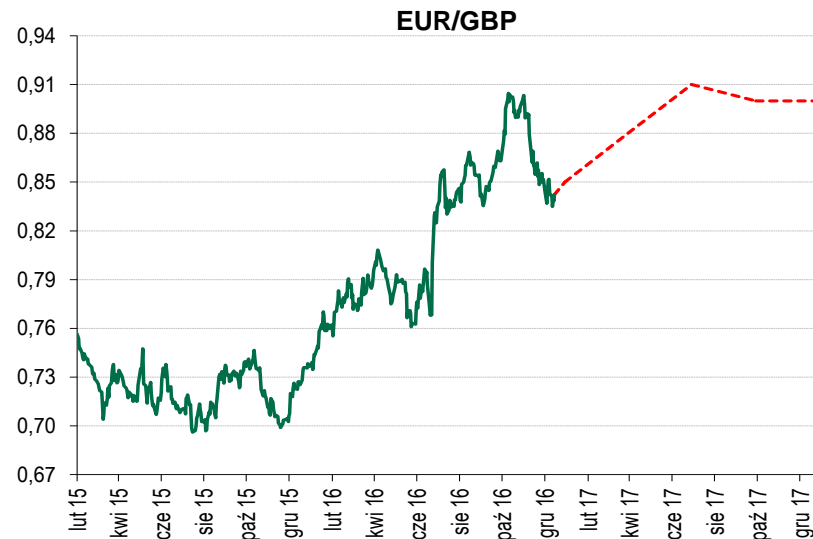
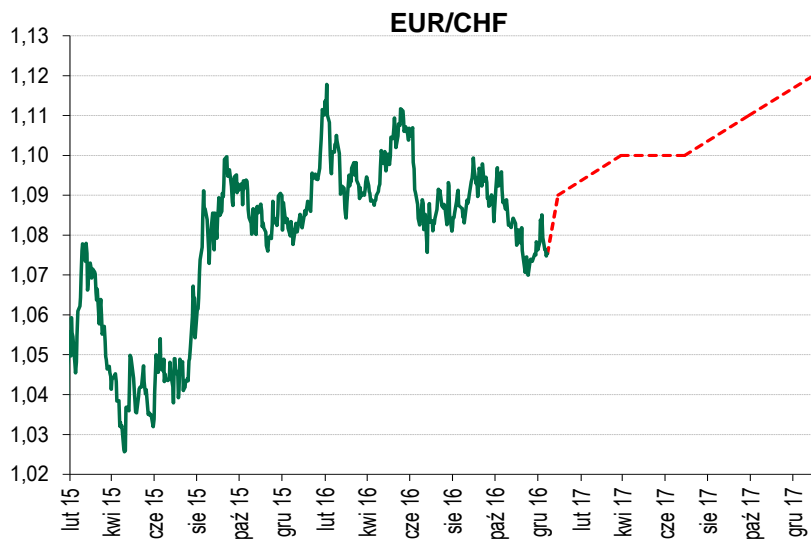
Źródło: BZ WBK, Santander, Reuters

* Opracowane na podstawie raportu FX Compass przygotowanego przez Santander Global FX Strategy i opublikowanego 24 listopada 2016

Stabilny EUR/GBP i rosnący EUR/CHF *

Decyzja podjęta pod koniec czerwca przez Brytyjczyków o wyjściu z UE pchnęła funta do wieloletnich minimów do euro i dolara. Zakładamy, że w przyszłym roku EUR/GBP pozostanie blisko 0,90, podczas gdy GBP/USD może stopniowo rosnać w kierunku 1,24. Z jednej strony, niepewność dotycząca warunków Brexitu powinna ciążyć funtowi. Z drugiej jednak strony, na rynku otwarte jest już bardzo dużo pozycji na spadek funta i do dalszego osłabienia waluty potrzebne mogą być dodatkowe negatywne informacje. Obok warunków na jakich Wielka Brytania wyjdzie w UE uwaga inwestorów skupi się także na wyroku Sądu Najwyższego, który orzeknie czy tamtejszy parlament musi wydać zgodę na wyjście z UE. Jeśli będzie ona konieczna, to wzrosnąć mogą szanse na łagodne wyjście z UE, co powinno być korzystne dla funta.

Szwajcarski bank centralny (SNB) nadal uważa, że frank jest znacznie przewartościowany, ale do tej pory nie udało mu się doprowadzić do wyraźniejszego osłabienia waluty. W dalszym ciągu zakładamy wzrostową ścieżkę dla EUR/CHF, ale tempo aprecjacji euro powinno być powolne z powodu ważnych wydarzeń politycznych jakie będą miały miejsce w Europie w przyszłym roku. Poza tym, gospodarka Szwajcarii powinna sobie radzić w 2017 lepiej niż w 2016 r. (wzrost PKB o 1,8% wobec 1,5%), więc SNB nie będzie pod silną presją, aby osłabiać franka. Prognozujemy, że na koniec 2017 r. EUR/CHF będzie blisko 1,14.



Źródło: BZ WBK, Santander, Reuters

Prognozy makroekonomiczne

Polska		2014	2015	2016E	2017E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
PKB	mld PLN	1,719.7	1,798.3	1,846.3	1,929.4	428.3	449.4	453.4	515.1	446.2	468.0	473.2	542.0
PKB	% r/r	3.3	3.9	2.6	2.7	3.0	3.1	2.5	1.8	2.5	2.2	2.8	3.2
Popyt krajowy	% r/r	4.7	3.4	2.7	2.8	3.9	2.2	2.9	1.8	2.6	2.7	2.6	3.2
Spożycie indywidualne	% r/r	2.6	3.2	3.7	3.9	3.2	3.3	3.9	4.4	4.2	4.2	3.8	3.2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	10.0	6.1	-5.1	1.8	-2.2	-5.0	-7.7	-4.8	-3.5	-1.2	3.0	5.0
Stopa bezrobocia ^a	%	11.4	9.7	8.4	7.5	9.9	8.7	8.3	8.4	8.5	7.6	7.3	7.5
Rachunek bieżący	mldn EUR	-8,534	-2,653	-3,360	-3,399	-186	988	-2,641	-1,521	-557	691	-2,133	-1,400
Rachunek bieżący	% PKB	-2.1	-0.6	-0.8	-0.8	-0.8	-0.6	-0.7	-0.8	-0.9	-0.9	-0.8	-0.8
Saldo sektora General Government	% PKB	-3.4	-2.6	-2.2	-3.2	-	-	-	-	-	-	-	-
CPI	% r/r	0.0	-0.9	-0.6	1.7	-0.9	-0.9	-0.8	0.1	1.6	1.8	1.6	1.6
CPI*	% r/r	-1.0	-0.5	0.5	1.5	-1.1	-0.8	-0.5	0.5	1.8	1.6	1.7	1.5
Inflacja bazowa	% r/r	0.6	0.3	-0.2	0.6	-0.1	-0.3	-0.4	-0.2	0.1	0.5	0.7	1.0

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, BZ WBK

^a koniec okresu

Prognozy rynkowe

Poland		2014	2015	2016E	2017E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
Stopa referencyjna*	%	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	1.73	1.75	1.75	1.75	1.75
Rentowność obligacji 2L	%	2.46	1.70	1.62	1.84	1.45	1.57	1.66	1.80	1.80	1.80	1.83	1.92
Rentowność obligacji 5L	%	2.96	2.21	2.33	2.68	2.23	2.29	2.22	2.61	2.62	2.60	2.67	2.83
Rentowność obligacji 10L	%	3.49	2.69	3.04	3.71	2.98	3.04	2.82	3.34	3.60	3.67	3.77	3.80
IRS 2L	%	2.51	1.72	1.67	1.83	1.54	1.64	1.68	1.81	1.75	1.77	1.83	1.95
IRS 5L	%	2.92	2.02	1.94	2.29	1.85	1.92	1.84	2.16	2.15	2.18	2.30	2.52
IRS 10L	%	3.34	2.41	2.39	3.12	2.32	2.34	2.19	2.71	2.95	3.05	3.20	3.28
EUR/PLN	PLN	4.18	4.18	4.37	4.35	4.37	4.37	4.34	4.38	4.42	4.37	4.32	4.30
USD/PLN	PLN	3.15	3.77	3.95	4.03	3.96	3.87	3.89	4.07	4.21	4.08	3.94	3.89
CHF/PLN	PLN	3.45	3.92	4.00	3.95	3.98	3.99	3.99	4.05	4.05	3.97	3.91	3.86
GBP/PLN	PLN	5.19	5.77	5.34	4.88	5.67	5.55	5.11	5.04	5.11	4.88	4.77	4.78

Źródło: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, BZ WBK

^a koniec okresu

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 16.12.2016 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa

email: ekonomia@bzwbk.pl

serwis ekonomiczny w internecie: <http://www.skarb.bzwbk.pl>

Maciej Reluga 22 534 18 88
Główny Ekonomista

Piotr Bielski 22 534 18 87

Agnieszka Decewicz 22 534 18 86

Marcin Luzziński 22 534 18 85

Marcin Sulewski 22 534 18 84

ZASTRZEŻENIA

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 kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Banku Zachodniego WBK S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych.