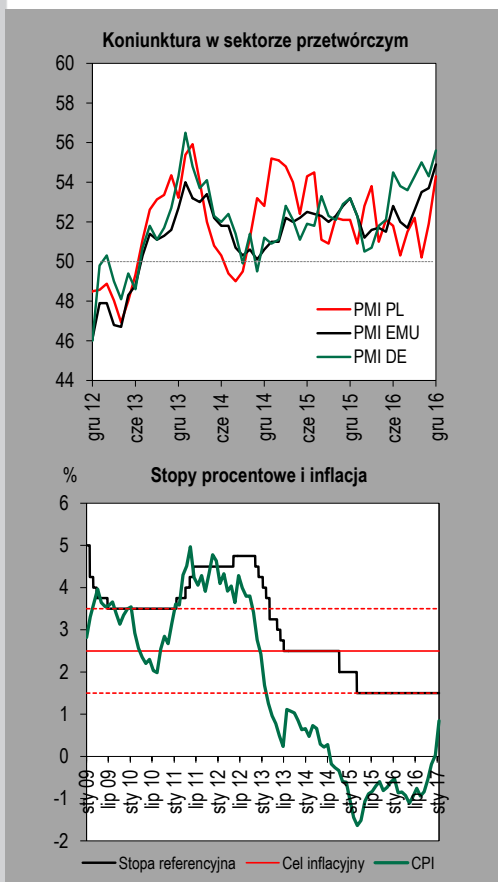


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Styczeń 2017

Początek roku w dobrych nastrojach



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: skarbk.bzwbk.pl
 Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88
 Piotr Bielski 22 534 18 87
 Agnieszka Decewicz 22 534 18 86
 Marcin Luziński 22 534 18 85
 Marcin Sulewski 22 534 18 84

■ Wygląda na to, że aktywność gospodarcza na świecie poprawia się. Wskaźniki obrazujące nastrój przedsiębiorców w wielu krajach Europy, w USA czy nawet w Chinach wzrosły dość wyraźnie pod koniec 2016 r. potwierdzając nasz scenariusz zakładający, że rok 2017 przyniesie stopniowe ożywienie w produkcji i handlu międzynarodowym. Niemiecki eksport przyspieszył już dość wyraźnie, podobnie jak produkcja u największego partnera handlowego Polski. Jeśli chodzi o krajowe dane, listopadowa **produkcja przemysłowa była lepsza od oczekiwań, ale średnia za 3 miesiące pozostała w trendzie spadkowym**, który wg nas był kontynuowany w grudniu. Wygląda na to, że **ostatni kwartał 2016 r. przyniósł kontynuację spowolnienia gospodarczego (do nieco poniżej 2%), ale nadal sądzimy, że był to dołek cyklu**.

■ Wzrost PKB w 2017 r. będzie zapewne poniżej rządowych prognoz (nasz szacunek to 2,7% wobec 3,6% założonych w budżecie), ale nie widzimy istotnego ryzyka dla polityki fiskalnej w tym roku, przynajmniej jeśli chodzi o **wykonanie budżetu centralnego i potrzeby pożyczkowe, które będą zapewne niższe od planu** (dzięki dużemu zyskowi banku centralnego). W zasadzie jest bardzo prawdopodobne, że deficyt za 2016 r. też zaskoczy pozytywnie wynikiem zaledwie blisko 2% PKB.

■ Jedyna nieprzyjemna niespodzianka na przełomie roku przyszła ze strony inflacji (choć po ponad dwóch latach deflacji nie jest to aż tak zła wiadomość). **Grudniowy odczyt na poziomie 0,8% r/r znacznie przekroczył oczekiwania**, do czego przyczyniły się wzrosty cen surowców. Wygląda na to, że już w I kw. 2017 roczny CPI może osiągnąć ok. 2% r/r, co jest scenariuszem wyraźnie różniącym się od prognoz przedstawionych w listopadzie przez NBP zakładających, że w 2017 r. inflacja nie przekroczy 1,5% r/r. Szef banku centralnego Adam Glapiński **nie oczekuje osiągnięcia celu 2,5% r/r w tym roku** i podkreśla, że nie ma absolutnie powodu do podwyżek stóp. **Czas na dyskusję nad zacieśnieniem polityki pieniężnej przyjdzie kiedy wzrost gospodarczy przyspieszy i wywoła silniejsze odbicie inflacji (w 2018 r.)**.

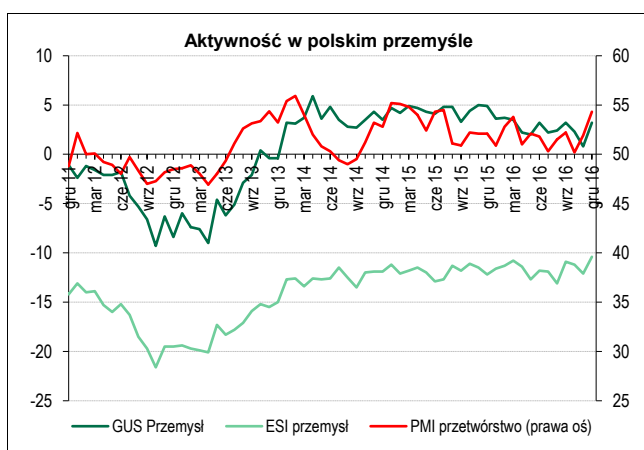
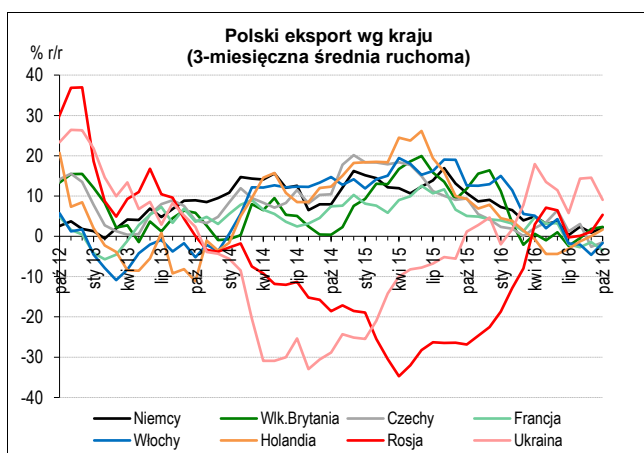
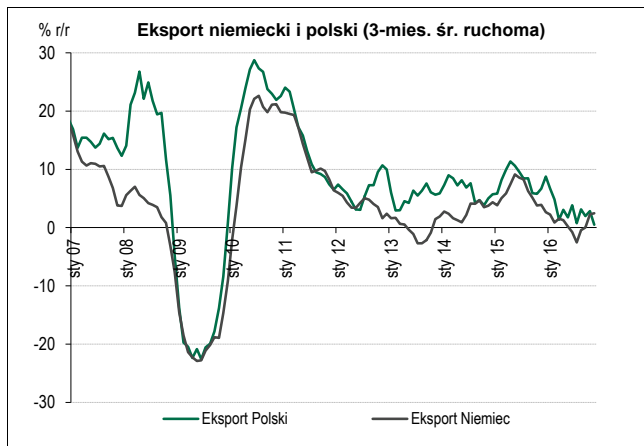
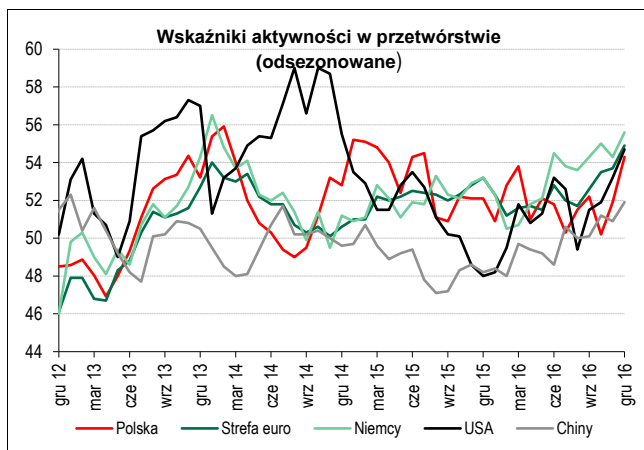
■ Koniec zeszłego roku był pozytywny dla rynków akcyjnych i popyt na ryzykowne aktywa wspierał też waluty CEE. Złoty umocnił się do głównych walut. Chociaż dla złotego styczeń bywa zazwyczaj bardziej zmienny niż inne miesiące roku, do tej pory polski rynek walutowy jest dość spokojny i **widzimy ograniczony potencjał do dalszej aprecjacji krajowej waluty w krótkim terminie**. Agencje ratingowe tym razem nie zaskoczyły zmianami oceny wiarygodności kredytowej, co było korzystne dla obligacji. Chociaż na początku stycznia IRS i rentowności wzrosły w reakcji na wyższy od prognoz wstępny odczyt CPI, to **poprawa globalnego nastroju pomogła zniwelować znaczną część tego ruchu**. Spadła także premia za ryzyko, choć nadal utrzymuje się na wysokim poziomie (10-letni spread do Bundu wynosi ok. 330 pb).

Na rynku finansowym 16 stycznia 2017 r.:

Stopy depozytowa NBP	0,50	WIBOR 3M	1,73	EURPLN	4,3792
Stopy referencyjna NBP	1,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	1,98	USDPLN	4,1354
Stopy lombardowa NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	2,87	CHFPLN	4,0837

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 16.01.2017 r.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, Eurostat, BZ WBK

Sygnaly rosnącej aktywności ekonomicznej za granicą

Dostrzegamy coraz więcej sygnałów, że aktywność gospodarcza na świecie zaczyna się ożywiać. Wskaźniki koniunktury w większości krajów europejskich, w USA, a nawet w Chinach zanotowały dość znaczącą poprawę w końcówce 2016 r. i zdają się potwierdzać nasze przewidywania, wg których rok 2017 będzie rokiem stopniowego ożywienia światowej produkcji i handlu międzynarodowego, po stagnacji, jaka nastąpiła w roku ubiegłym.

Co ważne, poprawę sygnalizują nie tylko wskaźniki koniunktury, ale również „twarde dane” z Europy – wzrost niemieckiego eksportu odbił się od dna i zaczął przyspieszać, podobnie jak wzrost produkcji przemysłowej naszego największego partnera handlowego. Produkcja w innych krajach strefy euro również zaczęła nabierać tempa.

Jeśli te tendencje będą kontynuowane, powinno to zaowocować szybszym napływem zamówień eksportowych dla wielu polskich firm, będących poddostawcami dla europejskiego przemysłu.

Korelacja pomiędzy eksportem niemieckim (czy ogólniej strefy euro) i polskim była w ostatnich latach wysoka i dlatego mamy nadzieję na ożywienie w polskim eksporcie w niedługiej perspektywie, po ostatniej stagnacji. Powinien temu dodatkowo sprzyjać względnie słaby kurs złotego.

Oczywiście na horyzoncie są też czynniki ryzyka, które – jeśli się zmaterializują – mogą osłabić lub nawet zatrzymać pozytywne tendencje. Największym z nich wydaje się dalszy wzrost protekcjonizmu w handlu międzynarodowym. Ważny dla handlu światowego będzie też faktyczny kształt polityki ekonomicznej USA po zaprzysiężeniu Donalda Trumpa na prezydenta, a także uzgodnienia dot. warunków wyjścia Wielkiej Brytanii z Unii Europejskiej.

... ale na razie nie w polskim przemyśle

Na razie nie widzieliśmy przekonujących sygnałów ożywienia w polskim przemyśle (poza wskaźnikami koniunktury – patrz niżej). Wprawdzie wzrost produkcji przemysłowej w listopadzie przyspieszył i był lepszy od oczekiwań, ale miało to miejsce po znacznie słabszym od prognoz październiku i wynikało, naszym zdaniem, głównie z efektów kalendarzowych (zmiany liczby dni roboczych w porównaniu z poprzednim rokiem). Trzymiesięczna średnia ruchoma dynamiki produkcji przemysłowej pozostała w trendzie spadkowym, który – wg naszych prognoz – jeszcze się pogłębił w grudniu.

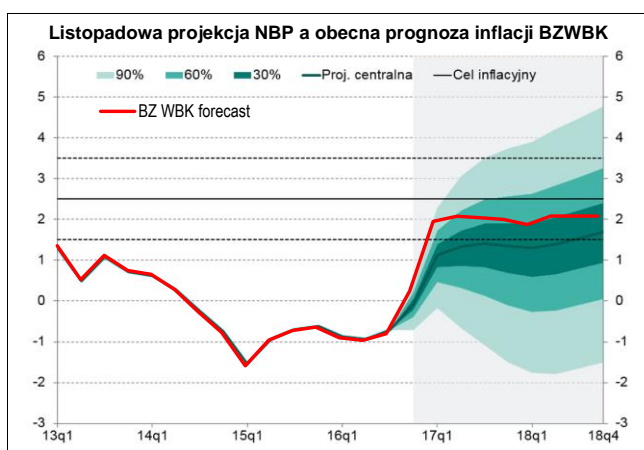
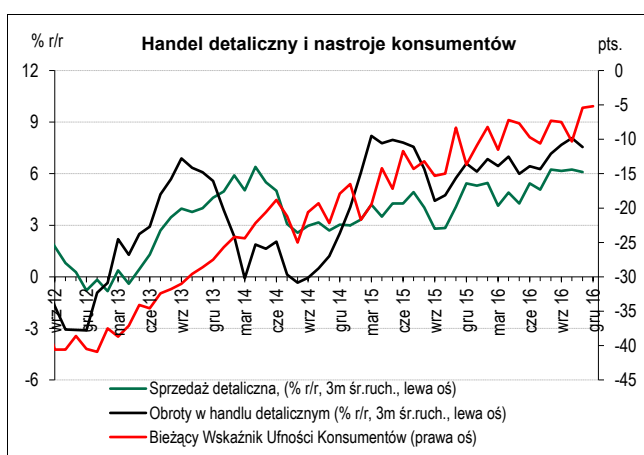
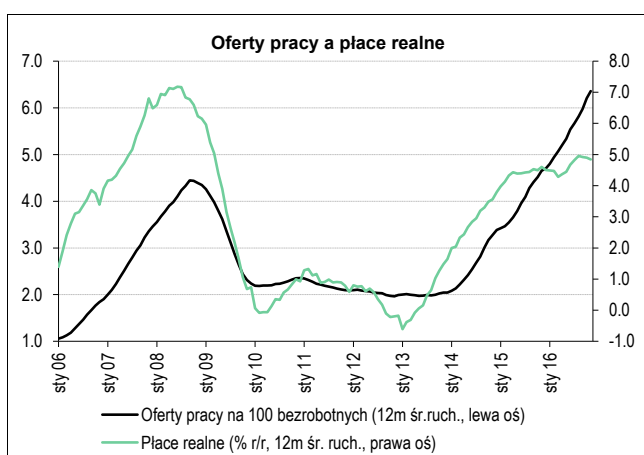
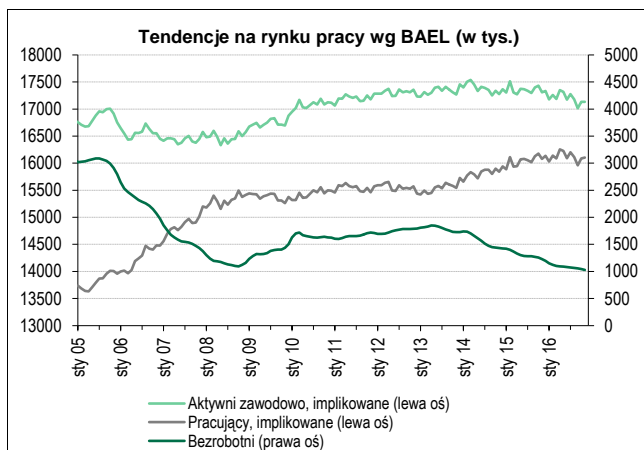
Na razie nie ma też sygnałów poprawy w polskim eksporcie. Dostępne dane wskazują na utrzymanie stagnacji po jedenastu miesiącach ub.r. Co więcej, wyhamowanie wzrostów eksportu jest widoczne w odniesieniu do niemal wszystkich głównych partnerów handlowych Polski.

Nadal mamy nadzieję na odbicie w górę dynamik produkcji i eksportu w kolejnych miesiącach jeśli pozytywne trendy za granicą się utrzymają. Najnowsze badania koniunktury dla przemysłu (GUS, ESI z Komisji Europejskiej) również zanotowały wreszcie poprawę.

Indeks PMI dla polskiego przemysłu wzrósł w grudniu do 54,3, najwyższego poziomu od 17 miesięcy, dzięki zamówieniom rosnącym najszybciej od marca i eksportowi rosnącemu najszybciej od września. Chociaż jesteśmy ostrożni z oceną wskaźnika PMI, który w ostatnich dwóch latach był wyjątkowo zmienny i niezbyt dobrze przewidywał tendencje w polskim przetwórstwie, dobrą wiadomością jest to, że inne wskaźniki koniunktury dla przemysłu (GUS, ESI z Komisji Europejskiej) również zanotowały wreszcie poprawę.

Grudzień może być jeszcze miesiącem słabych wyników produkcji (znów z powodu efektu kalendarzowego), ale widzimy warunki do tego, żeby na początku 2017 r. nastąpiło stopniowe ożywienie. Największym wyzwaniem dla polskich producentów może być pogłębiający się niedobór rąk do pracy i wynikająca z niego potrzeba szybszego wzrostu wydajności pracy.

Gospodarka Polski



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

Popyt na pracę wciąż silny, ale czy zatrudnienie dalej rośnie?

▪ Wzrost zatrudnienia w sektorze firm ustabilizował się w listopadzie na poziomie 3,1% r/r. Wydaje nam się jednak, że te dane mogą być mylące, gdyż część firm zaproponowała swoim pracownikom zmianę typu umowy po niedawnych modyfikacjach w prawie (ozusowanie umów cywilnych). Tymczasem dane BAEL, które nie są wrażliwe na ten efekt, bo wliczają wszystkich pracujących, pokazują zupełnie inny obraz, wg którego wzrostowy trend liczby pracujących odwrócił się w połowie 2016 r., a w październiku-listopadzie liczba pracujących była niższa o ok. 1% r/r. Dane te sugerują też, że spadek bezrobocia w ostatnich miesiącach praktycznie w całości wynikał z obniżania się liczby osób aktywnych zawodowo (patrz wykres), a nie z tworzenia nowych miejsc pracy.

▪ Co ciekawe, popyt przedsiębiorstwa na pracowników nadal jest wysoki, co odzwierciedla m.in. szybko rosnąca liczba nowych ofert pracy i liczba wakatów. Taka sytuacja sugeruje, że polskie firmy stoją już teraz w obliczu ograniczenia po stronie podażowej, tj. niewystarczających zasobów siły roboczej. Warto jednak zauważyć, że dane BAEL również nie są perfekcyjne, ponieważ wygląda na to, że w tym badaniu poważnie niedoreprezentowana jest liczba obywateli innych krajów pracujących w Polsce (w szczególności, obywateli Ukrainy z czasowym pozwoleniem pobytu). W efekcie, nie dysponujemy obecnie jasnym i wiarygodnym obrazem sytuacji na polskim rynku pracy.

▪ Biorąc pod uwagę rekordowo niską stopę bezrobocia (6% w listopadzie wg BAEL po rewizji) oraz pogłębiające się braki siły roboczej, spodziewamy się wzmocnienia presji płacowej w nadchodzących miesiącach. Średnia płaca w sektorze firm wzrosła w listopadzie o 4,0% r/r i naszym zdaniem powinna przyspieszać w 2017 r. Jednakże, będziemy mieli również do czynienia ze wzrostem inflacji (patrz niżej), który będzie ograniczał wzrost realnych dochodów do dyspozycji gospodarstw domowych.

Konsumpcja prywatna głównym motorem wzrostu w I półroczu

▪ Najnowsze dane wskazują, że popyt konsumentów stopniowo rośnie w siłę, wspierany niezłymi dochodami z pracy i hojnymi świadczeniami rodzinnymi; poprawiają się też nastroje konsumentów.

▪ Konsumpcja prywatna pozostanie naszym zdaniem głównym motorem wzrostu gospodarczego w I półroczu 2017, jednak jej wzrost może spowolnić w II połowie roku, gdy zaniknie efekt 500+.

Inflacja w 2017 r. będzie wyższa od oczekiwań

▪ Inflacja wzrosła w grudniu do 0,8% r/r, bardziej niż oczekiwano, głównie z powodu mocnych podwyżek cen paliw i żywności.

▪ Oczekujemy, że w na początku 2017 r. wzrost inflacji będzie kontynuowany dzięki efektowi bardzo niskiej bazy z początku 2016 r. i podwyżkom w niektórych kategoriach (energia elektryczna, papierosy). Wzrostowy trend cen żywności na rynkach światowych też raczej będzie kontynuowany. Wygląda na to, że nawet niespodziewana decyzja URE o obniżeniu od lutego cen gazu nie powstrzyma inflacji przed wzrostem do ok. 2% r/r w marcu/kwietniu. W kolejnych miesiącach spodziewamy się stabilizacji, a potem powrotu CPI w okolice 1,5% w grudniu 2017 (m.in. za sprawą wysokiej tym razem bazy).

▪ Scenariusz inflacyjny będzie więc się dość mocno różnił od tego, jaki prezentowała listopadowa projekcja NBP – zakładała ona, że stopa inflacji pozostanie poniżej 1,5% aż do II połowy 2018 r., a tymczasem wg naszej obecnej prognozy poziom 1,5% r/r zostanie przekroczony już w styczniu 2017.

▪ Jednocześnie, nie spodziewamy się znaczącego wzrostu 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.

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragmenty styczniowego komunikatu RPP

Wzrost aktywności gospodarczej za granicą pozostaje umiarkowany, choć pojawiają się sygnały ożywienia w światowym przemyśle. W strefie euro dynamika aktywności jest stabilna, ale zróżnicowana w poszczególnych jej krajach. W Stanach Zjednoczonych trwa ożywienie wspierane przez utrzymującą się poprawę sytuacji na rynku pracy, wyrażającą się zarówno w zwiększaniu się zatrudnienia, jak i wzroście płac. W Chinach pojawiły się sygnały poprawy koniunktury, lecz wzrost gospodarczy jest tam nadal niższy niż w poprzednich latach.

W Polsce dynamika PKB w IV kw. ub.r. ukształtowała się prawdopodobnie na obniżonym poziomie. Miesięczne dane sygnalizują jednak pewną poprawę aktywności gospodarczej w ostatnim okresie. Głównym czynnikiem wzrostu gospodarczego jest rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń wychowawczych. Ograniczająco na dynamikę PKB oddziaływał natomiast spadek inwestycji spowodowany w dużej mierze przejściowym zmniejszeniem wykorzystania środków unijnych po zakończeniu poprzedniej perspektywy finansowej UE.

Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych rośnie – w grudniu ub.r. wyniosła według wstępnego szacunku 0,8% r/r. Zwiększa się również dynamika cen produkcji sprzedanej przemysłu. Do wzrostu dynamiki cen przyczyniają się głównie wyższe niż rok wcześniej ceny surowców energetycznych na rynkach światowych, a więc czynniki pozostające poza bezpośrednim wpływem krajowej polityki pieniężnej. Jednocześnie dynamikę cen ogranicza nadal niska presja inflacyjna za granicą oraz ujemna luka popytowa w krajowej gospodarce.

W ocenie Rady w najbliższych miesiącach dynamika cen będzie nadal rosła, choć pozostanie umiarkowana. Oprócz wyższych niż rok wcześniej cen surowców energetycznych wzrostowi cen będzie sprzyjało oczekiwane przyspieszenie wzrostu gospodarczego, następujące w warunkach stopniowego zwiększania się dynamiki inwestycji i stabilnego wzrostu konsumpcji.

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.

Brak miejsca na podwyżki w 2017

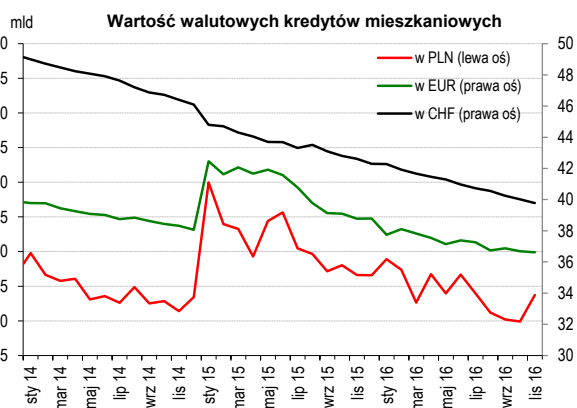
- Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z oczekiwaniami, utrzymała stopy procentowe bez zmian, w tym stopę referencyjną na 1,5%.
- Oficjalny komunikat RPP nie zmienił się znacząco w porównaniu z poprzednim miesiącem. Rada wciąż uważa, że spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce jest przejściowe. W ocenie RPP inflacja może jeszcze wzrosnąć, ale pozostanie umiarkowana. Prezes NBP Adam Glapiński powiedział, że w tym roku inflacja prawdopodobnie dotknie dolnej granicy dopuszczalnych wahań wokół celu inflacyjnego (tj. 1,5%), ale nie samego celu na 2,5%. Co więcej, Glapiński podkreślił, że „absolutnie nie widzi” powodów do rozważania podwyżek stóp procentowych w 2017 r. Prezes NBP powiedział, że jeśli wzrost gospodarczy przyspieszy i spowoduje większe odbicie inflacji, wówczas przyjdzie czas na rozpoczęcie dyskusji nt podwyżek stóp procentowych, ale to może nastąpić dopiero w 2018 r. i tylko w pozytywnym scenariuszu, który nie musi się zmaterializować. Tymczasem, szef banku centralnego widzi ograniczoną przestrzeń do wzrostu inflacji w najbliższej przyszłości, ponieważ wzrostowy trend cen ropy wyhamował, a wzrost gospodarczy w Europie jest nadal wątki. Adam Glapiński zasugerował też, że odbicie CPI z powodu wyższych cen paliw nie powinno być powodem do reakcji banku centralnego tak długo jak nie pojawi się szerzej zakrojona presja cenowa. Podsumowując, retoryka banku centralnego była neutralna, a może nawet lekko gołębia – nadal nie ma powodów do zmian w polityce pieniężnej w tym roku, a jej zacieśnienie w 2018 będzie możliwe jedynie w przypadku odbicia inflacji wynikającego z szybszego wzrostu gospodarczego.

Rekomendacje KSF w sprawie kredytów walutowych

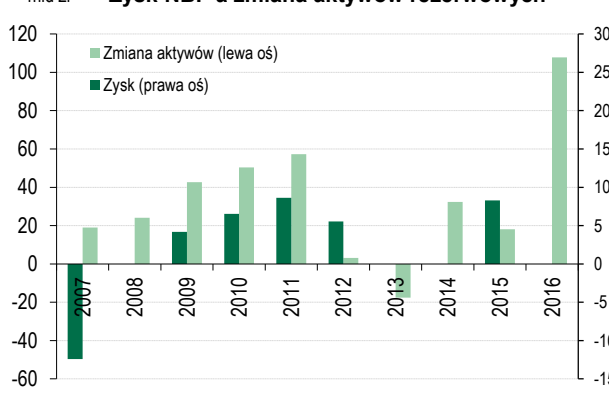
- 13 stycznia Komitet Stabilności Finansowej (KSF) wydał rekomendacje odnośnie do kwestii przewalutowania kredytów mieszkaniowych we frankach szwajcarskich. Nowe regulacje mają na celu skłonienie banków komercyjnych do dobrowolnej konwersji kredytów we frankach szwajcarskich na złote.
- Dokument wskazuje tylko kierunek, w którym powinny pójść regulacje prawne i deleguje przygotowanie szczegółowych przepisów na Ministerstw Finansów, KNF i BFG. Nie ustalono szczegółowych dat wprowadzenia poszczególnych rozwiązań. Dodatkowo, wprowadzenie nowych rekomendacji wymaga zmiany niektórych istniejących regulacji.
- Rekomendacje zawierają między innymi: zwiększenie wagi ryzyka dla kredytów walutowych do 150% ze 100%, podwyższenie wskaźnika LGD, zmiany wymogów w ramach II filara, dodatkowa wpłata do BFG oraz wprowadzenie kapitałowego bufora ryzyka systemowego w wysokości 3 punktów procentowych. Bufor ryzyka systemowego ma zastąpić dotychczasowy domiar w tej samej wysokości do współczynnika Tier-1 wprowadzony przez KNF.
- Należy podkreślić, że dokument KSF zawiera raczej mało gotowych rozwiązań, trudno zatem ocenić jego wpływ na sektor bankowy. Ponadto, naszym zdaniem ostateczne decyzje będą zależeć od uwarunkowań politycznych i otoczenia makro.

Rekordowy wzrost rezerw NBP

- Pod koniec grudnia 2016 r., oficjalne rezerwy NBP wyniosły 478 mld zł, po rekordowym wzroście o 107,8 mld zł wobec grudnia 2015 r. Dotychczas zmiany rezerw NBP były silnie skorelowane z zyskiem NBP, więc zakładamy, że zysk NBP za 2016 r. również może być najwyższy w historii (obecnie rekord należy do kwoty 8,6 mld zł z 2011 r.). 95% zysku NBP trafia do budżetu państwa, zatem wysoki zysk zmniejszy potrzeby pożyczkowe brutto oraz deficyt budżetu centralnego. Jednak wynik NBP nie ma wpływu na deficyt sektora finansów publicznych wg ESA 2010. Ponadto, wynik finansowy NBP jest tworzony w oparciu o zyski zrealizowane, więc rekordowy wzrost aktywów nie musi koniecznie oznaczać wysokiego zysku.

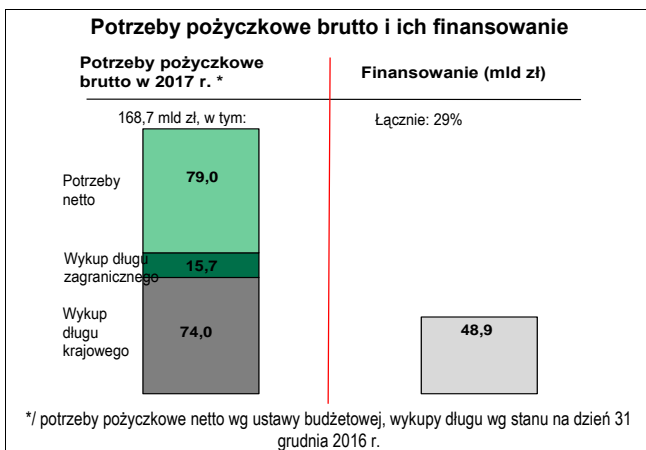
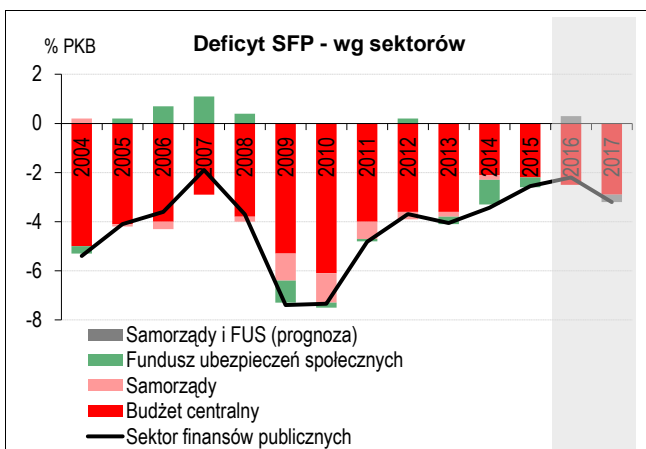
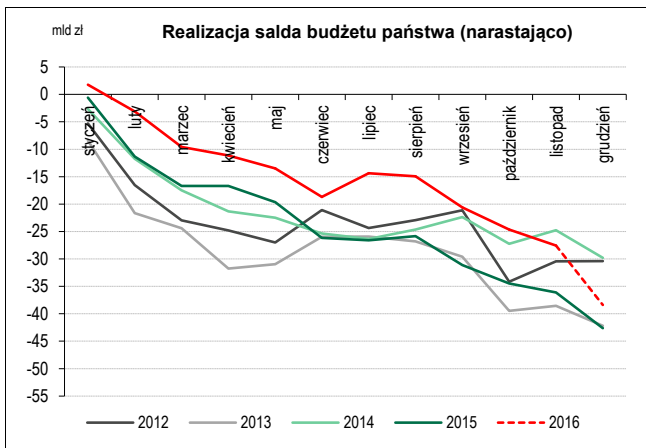


Zysk NBP a zmiana aktywów rezerwowych



Źródła: NBP, BZ WBK

Pod lupą: polityka fiskalna



Kalendarz aktualizacji ratingów Polski

		Data aktualizacji	
S&P		21 kwietnia 2017	20 października 2017
Moody's	13 stycznia 2017	12 maja 2017	8 września 2017
Fitch	13 stycznia 2017	7 lipca 2017	8 grudnia 2017

Niższy deficyt budżetowy, niższy deficyt fiskalny

Deficyt budżetu po jedenastu miesiącach wyniósł 27,6 mld zł i stanowił 50,4% rocznego planu. Tempo wzrostu dochodów podatkowych nadal było niezłe i wyniosło w listopadzie 6,6% r/r, w tym z podatków pośrednich 6,4% r/r. Jednocześnie, wydatki nadal realizowane były w tempie wolniejszym niż wynika z wstępnego harmonogramu Ministerstwa Finansów (po listopadzie różnica między harmonogramem a wykonaniem powiększyła się do 12 mld zł). Wydaje się bardzo prawdopodobne, że rok 2016 zakończy się deficytem budżetu niższym o ponad 15 mld zł od pierwotnego planu.

Niższy deficyt budżetu w połączeniu z nadwyżką sektora samorządowego przyczyni się do obniżenia deficytu całego sektora finansów publicznych (GG – general government) do ok. 2,2% PKB w 2016 r. (z 2,6% PKB w 2015 r.).

Z drugiej strony rok 2016 przyniósł znaczący wzrost długu SP (o ok. 70 mld zł wg naszych szacunków). Oznacza to, że dług publiczny może osiągnąć 52% PKB na koniec 2016 r.; wzrost o ponad 3pp r/r, najwyższy od 2003 r. W tym roku spodziewamy się, że relacja długu do PKB wzrośnie do ok. 55% (wg krajowej metodologii).

Senat bez poprawek przyjął ustawę budżetową na 2017 r., którą następnie podpisał Prezydent Andrzej Duda. Partie opozycyjne kwestionują legalność głosowania nad budżetem w Sejmie w dniu 16 grudnia, co jest źródłem politycznego impasu w ostatnich tygodniach.

Dość znacząca poduszka płynnościowa na początku roku

W grudniu Ministerstwo Finansów uplasowało, po raz pierwszy w historii, obligacje tzw. Green bonds oraz przeprowadziło aukcję zamiany, kontynuując proces prefinansowania potrzeb pożyczkowych na 2017 r. Co więcej, pierwsza aukcja obligacji w tym roku była dużym sukcesem. W efekcie, po pierwszej tegorocznej aukcji potrzeby pożyczkowe są już sfinansowane w ok. 29%.

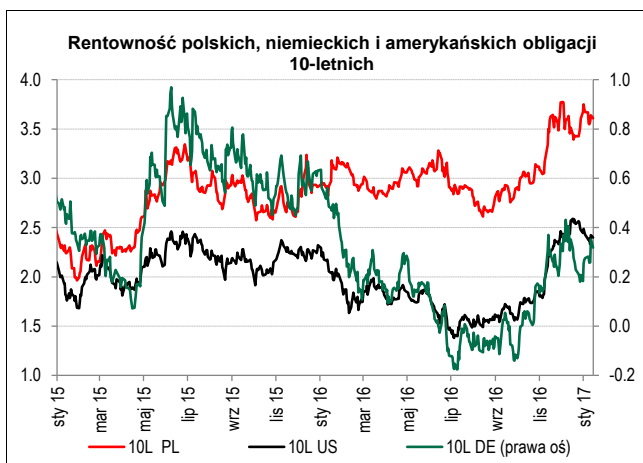
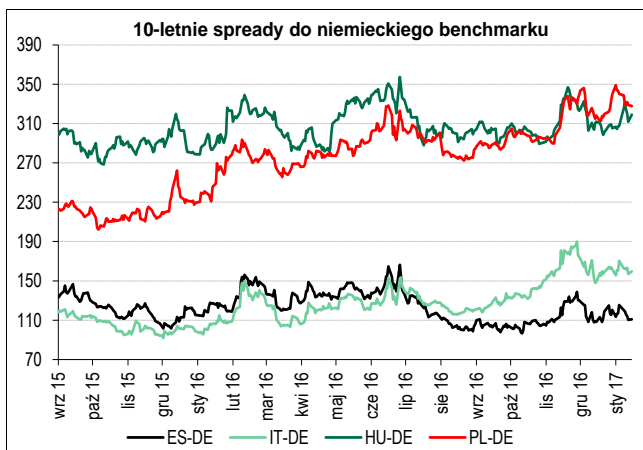
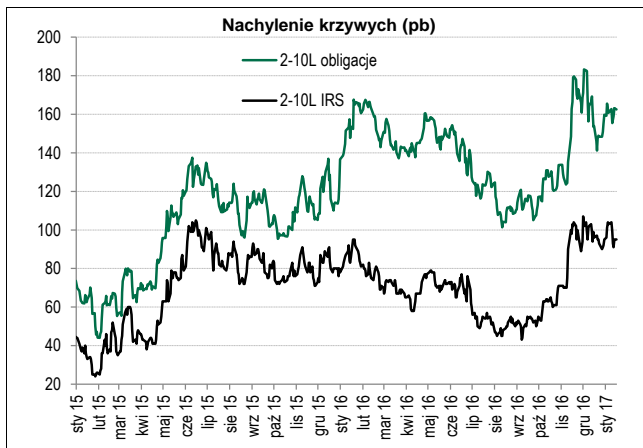
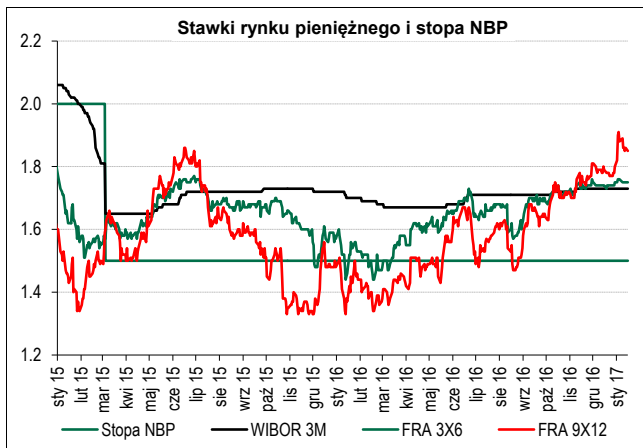
Tymczasem, wiceminister finansów Piotr Nowak powiedział, że potrzeby pożyczkowe na ten rok mogą być niższe od pierwotnego planu (178,5 mld zł) przynajmniej o 10 mld zł, a być może i więcej. Nowak potwierdził, że resort planuje emisje na rynki zagraniczne w wysokości 4,5 mld €, niemniej finansowanie krajowe pozostanie wciąż kluczowe. Uważamy, że relatywnie wysoki poziom prefinansowania w połączeniu z perspektywą niższych potrzeb pożyczkowych brutto na ten rok powoduje, że resort finansów jest w komfortowej sytuacji jeśli chodzi o plasowanie SPW w kolejnych miesiącach.

Agencje ratingowe utrzymują rating Polski bez zmian

Agencja ratingowa Fitch utrzymała rating Polski na poziomie A- z perspektywą stabilną. Wg agencji, obecna ocena odzwierciedla m.in. silne fundamenty naszej gospodarki, w tym zdrowy system bankowy i solidne ramy monetarne. Natomiast stabilna perspektywa ratingu oznacza, że ryzyko dla ratingu jest wyważone. Tymczasem, przewidywalność decyzji politycznych i klimat polityczny pogorszyły się, zwiększając ryzyko obniżenia przyszłych prognoz makro, co może w dłuższym terminie wywołać negatywne działania względem ratingu. Odnosząc się do prognoz makroekonomicznych, Fitch w tym roku przewiduje przyśpieszenie PKB do 3% r/r z 2,7% r/r oczekiwanych w 2016 r., a w 2018 r. do 3,2% r/r. Agencja przewiduje, że deficyt sektora finansów publicznych w 2017 r. wyniesie 3% PKB wobec 2,5% PKB w 2016 r. (wicepremier Mateusz Morawiecki zasugerował ostatnio, że deficyt w 2016 r. może być nawet niższy od 2% PKB). Natomiast agencja ratingowa Moody's nie dokonała aktualizacji ratingu Polski, utrzymując rating na poziomie A2 z perspektywą negatywną.

Biorąc pod uwagę nasze prognozy wzrostu PKB, zakładające V-kształtne ożywienie, z dołkiem cyklu pod koniec 2016 i stopniowym przyśpieszeniem w kolejnych kwartałach oraz nieznaczny wzrost deficytu GG w 2017 r. (do 3% PKB) uważamy, że ryzyko obniżenia ratingu Polski w tym roku znacząco się zmniejszyło.

Rynek stopy procentowej



Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Początek roku korzystny dla rynku stopy procentowej

▪ Sytuacja na rynku stopy procentowej była mieszana w grudniu. Krótki koniec krzywej osłabił się znacząco, podczas gdy środek i długi koniec pozostały względnie stabilne, wspierane przez umocnienie na rynkach bazowych. W tym samym czasie krzywa IRS nie uległa większym zmianom w porównaniu do końca listopada. Tymczasem na początku stycznia rentowności i stawki IRS wzrosły dość istotnie w reakcji na znacząco wyższy od prognoz wstępny odczyt grudniowej inflacji, w tym rentowność 10-latk w kierunku 3,80%, a stawka IRS 10L powyżej 3%, po raz pierwszy od czerwca 2015 r. Jednak umocnienie długu na rynkach bazowych wsparło krajowe aktywa, niwelując większość, a nawet całość (jak w przypadku obligacji) wcześniejszych strat.

▪ W grudniu krzywa rentowności spłaszczyła się, gdyż długi koniec umocnił się bardziej niż pozostałe sektory. Spread 2-10L zawężił się do 160 pb na koniec ubiegłego roku. Na początku tego roku spread ten nie zmienił się znacząco, pozostając blisko poziomu z końca grudnia. Tymczasem, premia za ryzyko mierzona spreadem wobec niemieckich obligacji oraz stawką CDS, nieco się zmniejszyła, niemniej spread wobec Bundów pozostaje w naszej ocenie na relatywnie wysokim poziomie (blisko 330 pb).

▪ Na rynku pieniężnym stawki WIBOR pozostały stabilne w grudniu, podczas gdy stawki FRA zmieniały się w ślad za zmianami na rynku IRS. Stawki FRA wzrosły dość znacząco na początku roku w wyniku wyższego odczytu wstępnej inflacji. W efekcie wzrosły oczekiwania na podwyżki stóp procentowych przez RPP. Jednak retoryka Rady po styczniowym posiedzeniu ponownie schłodziła oczekiwania na szybkie zacieśnienie monetarne. Obecnie rynek w pełni wycenia podwyżkę stop o 25 pb w perspektywie 15 miesięcy.

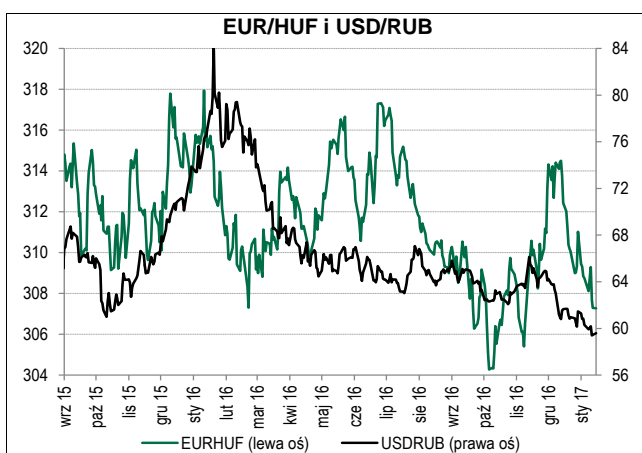
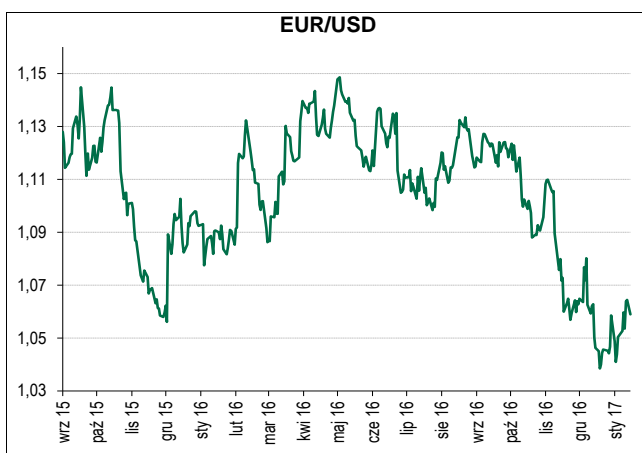
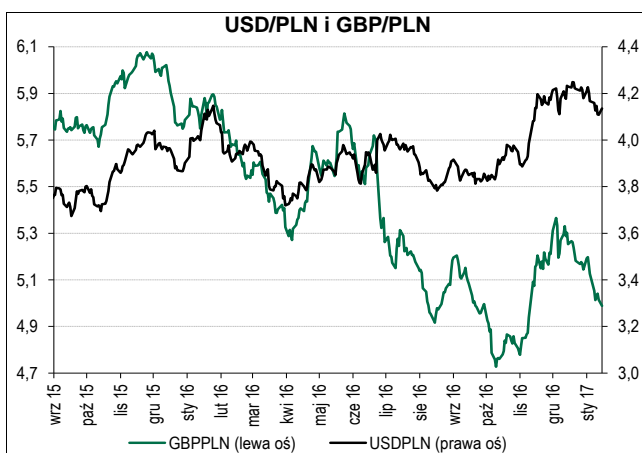
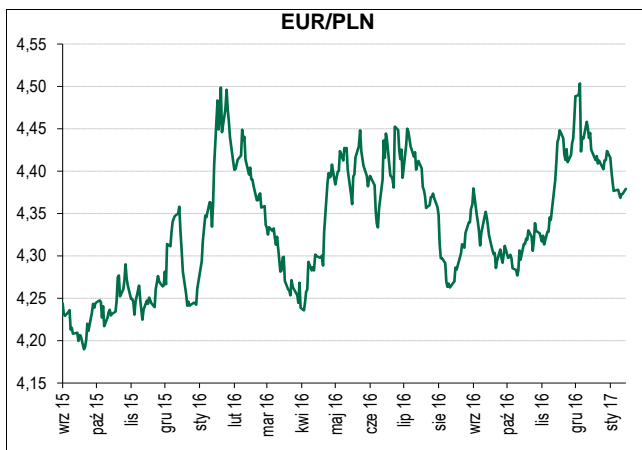
Czynniki globalne wciąż kluczowe dla krajowego rynku

▪ W naszej ocenie sytuacja na rynku pieniężnym nie zmieni się znacząco w nadchodzących tygodniach. Spodziewamy się, że stawki WIBOR pozostaną względnie stabilne. Większą zmiennością możemy obserwować na rynku FRA, m.in. pod wpływem niejednoznacznych sygnałów ze strony danych makro (słabe odczyty grudniowe i PKB za 2016 r., pozytywne sygnały nt. koniunktury w 2017).

▪ Krótki koniec krzywych pozostanie wrażliwy na czynniki krajowe. Konferencja RPP po styczniowym posiedzeniu potwierdziła, że Rada jest zdeterminowana utrzymać stopy NBP na niezmiennym poziomie w całym 2017 r. To powinno stabilizować rentowność 2-latk blisko 2% w najbliższych tygodniach. Dodatkowym czynnikiem wspierającym dla krótkiego końca krzywej powinny być publikacje danych z gospodarki realnej, gdyż oczekujemy słabych danych (nasze prognozy produkcji są znacząco poniżej oczekiwań rynkowych).

▪ Ostatnie zmiany rentowności i stawek IRS wyraźnie pokazują, że obecnie korelacja pomiędzy polskimi a amerykańskimi obligacjami jest większa niż między polskimi a niemieckimi. W związku z tym napływające dane z USA, które będą wpływały na oczekiwania odnośnie do działań Fed w 2017 r., mogą mieć większy wpływ na zachowanie się inwestorów na środku i długim końcu krzywych. W naszej ocenie styczniowe posiedzenie FOMC nie przyniesie niespodzianek po grudniowej decyzji o podwyżce stop o 25 pb. Kolejnej podwyżki stóp przez Fed (o 25 pb) oczekujemy dopiero w czerwcu, niemniej silne dane z amerykańskiej gospodarki oraz oczekiwana stymulacja ze strony administracji Trumpa może przyspieszyć kolejną decyzję o zacieśnieniu monetarnym w USA. W efekcie, wyższe rentowności w USA będą przekładały się na wzrost rentowności niemieckich, ale również i polskich obligacji w segmencie 10L w średnim terminie. Spodziewamy się, że rentowność krajowej 10-latk będzie wahała się w dość szerokim przedziale 3,50%-3,75%.

Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Aprecjacja złotego może się zatrzymać

▪ Złoty zyskał w grudniu, EURPLN spadł do 4,35 z 4,50 co było dla krajowej waluty najlepszym wynikiem do euro w ostatnim miesiącu roku od 2013 r. Koniec ubiegłego roku był pozytywny dla akcji, co miało także korzystny wpływ na notowania walut CEE. Złoty odrobił również część strat do dolara – kurs USDPLN spadł z 4,28 do 4,08 na początku stycznia. GBPPLN spadł chwilowo do 4,95 z 5,38, a CHFPLN skorygował przejściowo do 4,05 z 4,18.

▪ Historycznie styczeń jest okresem dużo wyższej zmienności niż pozostałe miesiące. Od 2012 roku średnia rozpiętość między najniższym a najwyższym kursem EURPLN w styczniu wyniosła 21 groszy wobec średniej dla całego roku na poziomie 13 groszy. Zmienność styczniowa była wyższa niż w pozostałych miesiącach w każdym kolejnym roku poczynając od 2012. Jednak w 2017 r. polski rynek walutowy jest jak do tej pory dość spokojny (różnica między szczytem i dołkiem dla kursu EURPLN wynosi nieco ponad 7 groszy w połowie stycznia), m.in. z powodu braku niespodzianki ze strony Moody's i Fitch, które nie zmieniły polskiego ratingu.

▪ W krótkim okresie, widzimy ograniczony potencjał do kontynuacji aprecjacji krajowej waluty. Dane makro pokażą wg nas słaby wzrost na przełomie roku, co może ciężać złotemu. Jednocześnie, szybkie odbicie inflacji wydaje się nie niepokoić RPP więc podwyżki stóp – które mogłyby korzystnie wpłynąć na krajową walutę – wydają się być dość odległą perspektywą.

▪ Po rozszerzeniu w grudniu programu skupu aktywów, EBC raczej nie dokona w najbliższym czasie istotnych zmian w polityce pieniężnej, które mogłyby wzmocnić popyt na ryzykowne aktywa. Tymczasem, rynek oczekuje przynajmniej dwóch podwyżek stóp Fed w tym roku, pierwszej z nich nie wcześniej niż w czerwcu. Jeśli jednak po zaprzysiężeniu Donald Trump potwierdzi plany pobudzenia amerykańskiej gospodarki, wtedy inwestorzy mogą zacząć wyceniać szybsze podwyżki, co może osłabić waluty z rynków wschodzących.

Niewielki potencjał do spadku EURUSD

▪ Dolar w dalszym ciągu korzystał ze zwycięstwa Donalda Trumpa w wyborach prezydenckich, solidnych danych z USA i jastrzębiej grudniowej podwyżki stóp Fed. W efekcie, EURUSD spadł na chwilę poniżej 1,04 przebijając minimum z 2015 i osiągając najniższy poziom od stycznia 2003. W połowie stycznia kurs jest jednak znowu blisko 1,06.

▪ Euro osłabiało się do dolara przez trzy ostatnie miesiące, ostatni raz taka sytuacja miała miejsce w 2015 i poprzedziła odbicie trwające pięć miesięcy.

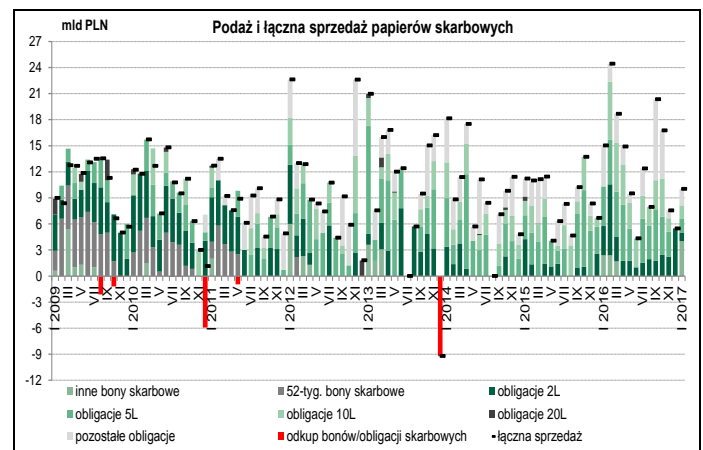
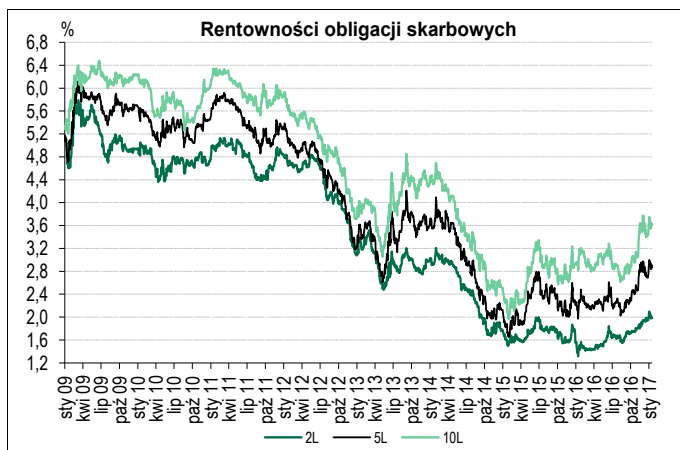
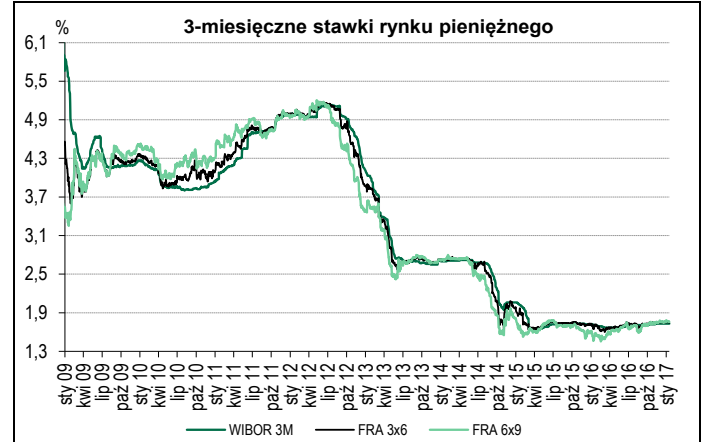
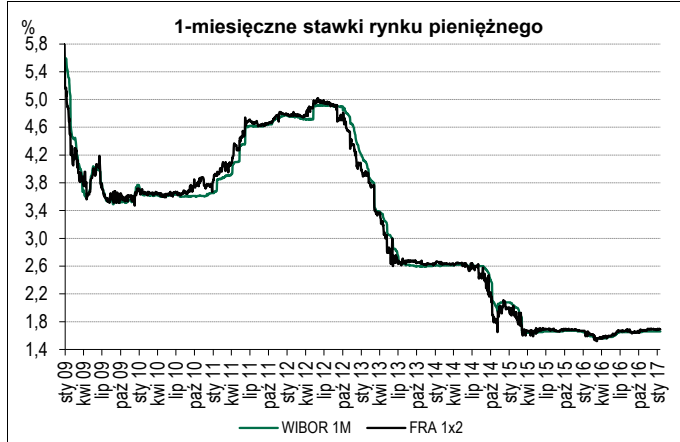
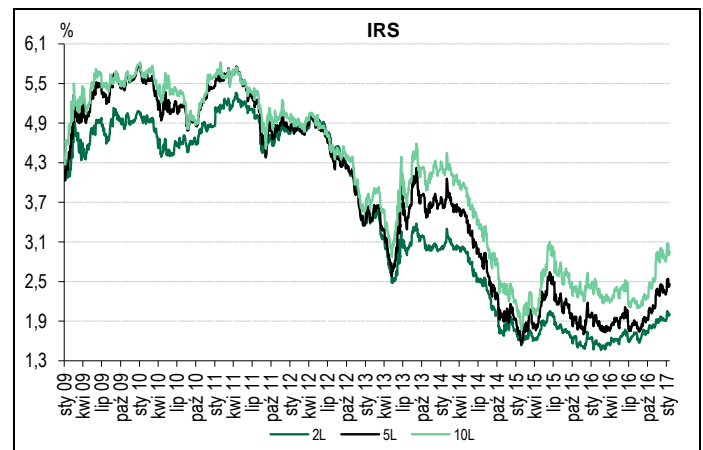
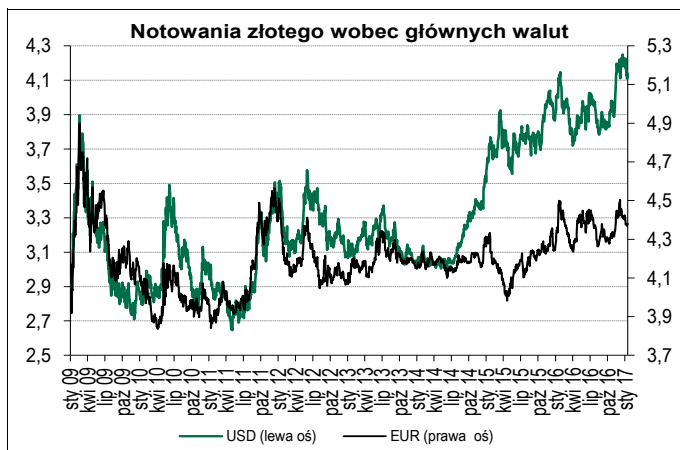
▪ Sądymy, że dolar pozostanie mocny w I kw. 2017 r. i EURUSD będzie się wahał blisko 1,05, ale nie oczekujemy wznowienia ruchu na południe. Dolar będzie wspierany przez politykę pieniężną Fed i oczekiwania na fiskalną stymulację pod rządami nowego prezydenta. Jednocześnie, dobre dane makro i szybkie odbicie inflacji powinny korzystnie wpływać na euro.

Rubel wciąż mocny, forint czeka na impuls

▪ Stopniowe wzrosty ceny ropy w dalszym ciągu wspierały rubla i w rezultacie na początku 2017 r. USDRUB osiągnął nowe lokalne minimum na ok. 59, najniższy poziom od lipca 2015 r. Tempo wzrostu cen ropy sugeruje wg nas, że w najbliższym czasie trudno może być utrzymać trend bez korekty. Jeśli ceny ropy spadną, to początek 2017 r. może przynieść realizację zysków z ostatniej aprecjacji rosyjskiej waluty.

▪ Węgierski forint podążał za trendem obserwowanym na polskim rynku walutowym. W grudniu EURHUF spadł do 307 z 315, ale na początku 2017 r. nastąpiło odbicie do 310. Wywołać je mogły sygnały z węgierskiego banku centralnego mówiące, że możliwe jest dalsze luzowanie polityki pieniężnej za pomocą niestandardowych narzędzi. Uważamy, że globalny nastrój będzie kluczowy dla EURHUF w najbliższych tygodniach i że kurs może wznowić ruch spadkowy.

Monitor rynku



Przetargi obligacji skarbowych w 2016/2017 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg				Przetarg zamiany		
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	Obligacje	sprzedaż
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	28.07	PS0721/WZ1122/WZ0126	5000-8000	7950,9			odwołany
lipiec	7.07	OK/DS/WS	3000-6000	4431,9							
sierpień	18.08	OK/PS/DS	5000-8000	7949,4							
wrzesień	1.09	OK/DS/WZ	4000-7000	7593,5							
październik	6.10	OK1018/DS0727	3000-6000	6806,5	21.10	WZ0121/PS0422/WZ1122	6000-10000	9943,1			
listopad	17.11	PS/WZ	3000-5000	3649,0					3.11	WZ0117/PS0417/DS1017	OK1018/IZ0823/DS0727
grudzień									15.12	WZ0117/PS0417/DS1017	OK0419
Styczeń '17	5.01	OK/PS/WZ/DS	3000-5000	6004,0	23.01	OK/PS/WZ/DS/WS/IZ	5000-10000				

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja odkupu

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
16 stycznia PL: Inflacja bazowa (XII)	17 GE: Indeks ZEW (I)	18 PL: Place i zatrudnienie (XII) EZ: HICP (XII) US: CPI (XII) US: Produkcja przemysłowa (XII)	19 PL: Produkcja przemysłowa (XII) PL: PPI (XII) PL: Sprzedaż detaliczna (XII) EZ: Decyzja EBC US: Rozpoczęcie budowy domów (XII) US: Pozwolenia na budowę (XII) US: Indeks Philly Fed (I)	20
23	24 GE: Wstępny PMI – przemysł (I) EZ: Wstępny PMI – przemysł (I) HU: Decyzja banku centralnego US: Sprzedaż domów (XII)	25 PL: Stopa bezrobocia (XII) GE: Indeks Ifo (I)	26 PL: Minutes RPP US: Sprzedaż nowych domów (XII)	27 US: Pierwszy szacunek PKB (IV kw.) US: Zamówienia na dobra trwałe użytku (XII) US: Indeks Michigan (I)
30 US: Dochody osobiste (I) US: Wydatki konsumentów (I) US: Niezakończona sprzedaż domów (XII)	31 PL: wstępny PKB (2016) EZ: Pierwszy szacunek PKB (IV kw.) Wstępny HICP (I) US: Indeks nastrojów konsumentów (I)	1 lutego PL: PMI – przemysł (I) GE: PMI – przemysł (I) EZ: PMI – przemysł (I) US: ISM – przemysł (I) US: Raport ADP (XI) US: Decyzja FOMC	2 CZ: Decyzja banku centralnego	3 GE: PMI – usługi (I) EZ: PMI – usługi (I) US: ISM – usługi (I) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (I) US: Stopa bezrobocia (I) US: Zamówienia przemysłowe (XII)
6 GE: Zamówienia przemysłowe (XII)	7 GE: Produkcja przemysłowa (XII) CZ: Produkcja przemysłowa (XII)	8 PL: Decyzja RPP	9 GE: Eksport (XII)	10 CZ: CPI (I) US: Wstępny Michigan (II)
13 PL: CPI (I) PL: Bilans płatniczy (XII)	14 PL: Podaż pieniądza (I) PL, EZ, GE, HU, CZ: Pierwszy szacunek PKB (IV kw.) HU: CPI (I) EZ: Produkcja przemysłowa (XII) GE: Indeks ZEW (II)	15 US: CPI (I) US: Sprzedaż detaliczna (I) US: Produkcja przemysłowa (I)	16 PL: Place i zatrudnienie (I) US: Rozpoczęcie budowy domów (I) US: Pozwolenia na budowę (I) US: Indeks Philly Fed (II)	17 PL: Produkcja przemysłowa (I) PL: PPI (I) PL: Sprzedaż detaliczna (I)

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Bloomberg

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2017 roku

	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
Posiedzenie EBC	19	-	9	27	-	8	20	-	7	26	-	14
Posiedzenie RPP	10-11	7-8	7-8	4-5	11-12	6-7	4-5	-	5-6	3-4	7-8	4-5
Minutes RPP	26	23	23	21	25	22	-	24	21	19	23	21
Szybki szacunek PKB*		14			16			16			14	
PKB*		28			31			31			30	
Inflacja CPI	13	13	14	11	12	12	11	11	11	12	13	11
Inflacja bazowa	16		15	12	15	13	12	14	12	13	14	12
Ceny producenta	19	17	17	20	19	20	19	18	19	18	20	19
Produkcja przemysłowa	19	17	17	20	19	20	19	18	19	18	20	19
Sprzedaż detaliczna	19	17	17	20	19	20	19	18	19	18	20	19
Place brutto, zatrudnienie	18	16	16	19	18	19	18	17	18	17	17	18
Handel zagraniczny	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*			31									
Bilans płatniczy	13	13	16	13								
Podaż pieniądza	13	14	14	14								

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

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		gru 16	sty 16	lut 16	mar 16	kwi 16	maj 16	cze 16	lip 16	sie 16	wrz 16	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17
PMI	pkt.	52,1	50,9	52,8	53,8	51,0	52,1	51,8	50,3	51,5	52,2	50,2	51,9	54,3	52,5
Produkcja przemysłowa	% r/r	6,7	1,3	6,8	0,7	6,0	3,2	6,0	-3,4	7,5	3,2	-1,3	3,3	-0,3	8,4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-0,4	-8,6	-10,5	-15,8	-14,9	-13,7	-13,0	-18,8	-20,5	-15,3	-20,1	-12,8	-14,6	-11,7
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	4,9	0,9	3,9	0,8	3,2	2,2	4,6	2,0	5,6	4,8	3,7	6,6	6,8	7,7
Stopa bezrobocia	%	9,7	10,2	10,2	9,9	9,4	9,1	8,7	8,5	8,4	8,3	8,2	8,2	8,3	8,7
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	3,1	4,0	3,9	3,3	4,6	4,1	5,3	4,8	4,7	3,9	3,6	4,0	3,7	4,4
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	1,4	2,3	2,5	2,7	2,8	2,8	3,1	3,2	3,1	3,2	3,1	3,1	3,1	1,8
Eksport (w euro)	% r/r	10,8	-1,3	5,4	0,0	4,0	1,4	6,0	-5,2	9,2	2,7	-2,3	4,6	3,6	16,5
Import (w euro)	% r/r	4,4	0,3	7,4	0,9	0,0	2,5	0,8	-6,9	10,8	3,1	2,1	6,4	7,0	11,7
Bilans handlowy	mIn EUR	143	439	200	337	487	375	641	-327	-409	2	-128	102	-305	1 120
Rachunek bieżący	mIn EUR	-846	679	-652	-217	691	1 392	-723	-993	-739	-445	-531	-427	-798	1 234
Rachunek bieżący	% PKB	-0,6	-0,4	-0,5	-0,8	-0,9	-0,8	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,5
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-42,6	1,8	-3,1	-9,6	-11,1	-13,5	-18,7	-14,4	-14,9	-20,6	-24,6	-27,6	-38,4	-1,0
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	92,5	-3,2	5,7	17,5	20,3	24,6	34,1	26,3	27,3	37,7	45,0	50,4	70,1	1,7
Inflacja (CPI)	% r/r	-0,5	-0,9	-0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-0,8	-0,9	-0,8	-0,5	-0,2	0,0	0,9	1,7
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,3
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-0,8	-1,2	-1,5	-1,9	-1,2	-0,4	-0,8	-0,5	-0,1	0,2	0,6	1,7	3,0	3,7
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	9,1	10,2	10,1	9,1	11,6	11,6	11,4	10,7	10,1	9,4	8,7	9,7	9,6	9,2
Zobowiązania	% r/r	9,0	9,9	10,4	9,4	11,6	11,8	11,3	10,6	9,9	9,1	8,7	9,6	9,2	8,9
Należności	% r/r	6,9	6,2	5,8	4,4	6,7	5,0	4,6	4,7	3,7	3,7	3,9	4,8	4,7	4,4
EUR/PLN	PLN	4,29	4,41	4,40	4,29	4,31	4,41	4,40	4,40	4,30	4,32	4,31	4,39	4,44	4,40
USD/PLN	PLN	3,95	4,06	3,96	3,87	3,80	3,90	3,92	3,98	3,84	3,86	3,91	4,07	4,20	4,19
CHF/PLN	PLN	3,96	4,03	3,99	3,93	3,94	3,99	4,04	4,05	3,96	3,96	3,96	4,08	4,13	4,08
Stopa referencyjna ^b	%	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 3M	%	1,72	1,71	1,69	1,67	1,67	1,67	1,69	1,71	1,71	1,71	1,72	1,73	1,73	1,75
Rentowność obligacji 2L	%	1,71	1,46	1,46	1,44	1,48	1,54	1,70	1,66	1,61	1,71	1,75	1,85	1,95	2,00
Rentowność obligacji 5L	%	2,28	2,24	2,26	2,18	2,25	2,24	2,38	2,24	2,14	2,26	2,43	2,74	2,80	2,77
Rentowność obligacji 10L	%	2,93	3,04	3,03	2,88	2,95	3,04	3,11	2,89	2,71	2,85	3,01	3,41	3,55	3,60

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK;

^a nominalnie; ^b wartość na koniec okresu;

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2014	2015	2016	2017	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
PKB	mld PLN	1 719,7	1 798,3	1 846,9	1 934,7	428,3	449,4	453,4	515,8	447,0	468,9	474,6	544,2
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
Produkcja przemysłowa	% r/r	3,4	4,8	2,7	2,1	3,0	5,7	2,5	0,6	3,1	0,1	2,4	2,9
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	4,3	0,3	-15,4	3,2	-12,2	-13,9	-18,1	-15,8	-9,7	-5,7	9,0	11,6
Sprzedż detaliczna ^a	% r/r	3,1	1,5	3,9	6,5	1,9	3,5	4,1	5,8	7,5	8,0	6,4	4,4
Stopa bezrobocia ^b	%	11,4	9,7	8,3	7,4	9,9	8,7	8,3	8,3	8,5	7,5	7,3	7,4
Płace brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	3,6	3,3	3,8	5,0	3,1	4,3	4,1	3,6	4,6	4,7	4,4	5,8
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,2	0,9	2,3	1,0	2,1	2,4	2,4	2,2	1,2	1,0	0,9	0,6
Eksport (w euro)	% r/r	6,4	8,5	2,3	5,3	1,4	3,8	1,9	1,9	3,0	4,0	7,0	7,0
Import (w euro)	% r/r	8,3	5,0	2,8	6,1	2,9	1,1	1,9	5,1	4,0	5,5	7,7	7,2
Bilans handlowy	mIn EUR	-3 255	2 213	1 413	-37	976	1 503	-735	-331	584	917	-1 092	-446
Rachunek bieżący	mIn EUR	-8 534	-2 653	-2 765	-3 815	-186	1 357	-2 180	-1 756	-518	863	-2 447	-1 713
Rachunek bieżący	% PKB	-2,1	-0,6	-0,7	-0,9	-0,8	-0,5	-0,5	-0,7	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-3,4	-2,6	-2,2	-3,2	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	0,0	-0,9	-0,6	1,9	-0,9	-0,9	-0,8	0,2	1,9	2,0	2,0	1,9
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	-1,0	-0,5	0,9	1,6	-1,1	-0,8	-0,5	0,9	2,0	1,8	2,1	1,6
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	0,6	0,3	-0,2	1,0	-0,1	-0,3	-0,4	-0,1	0,3	0,8	1,1	1,6
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,5	-2,2	-0,2	2,5	-1,5	-0,8	-0,1	1,8	4,0	2,8	2,4	0,9
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	8,2	9,1	9,6	7,0	9,1	11,4	9,4	9,6	8,9	8,3	7,6	7,0
Zobowiązania ^b	% r/r	9,0	9,0	8,5	6,8	9,4	11,3	9,1	8,5	8,1	7,7	7,3	6,8
Należności ^b	% r/r	7,2	6,9	4,3	3,2	4,4	4,6	3,7	4,3	4,0	3,8	3,5	3,2
EUR/PLN	PLN	4,18	4,18	4,36	4,35	4,37	4,37	4,34	4,38	4,40	4,37	4,32	4,30
USD/PLN	PLN	3,15	3,77	3,95	4,02	3,96	3,87	3,89	4,06	4,18	4,08	3,94	3,89
CHF/PLN	PLN	3,45	3,92	4,00	3,94	3,98	3,99	3,99	4,06	4,05	3,97	3,91	3,86
Stopa referencyjna ^b	%	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 3M	%	2,52	1,75	1,70	1,75	1,69	1,68	1,71	1,73	1,75	1,75	1,75	1,75
Rentowność obligacji 2L	%	2,46	1,70	1,63	1,99	1,45	1,57	1,66	1,85	2,00	1,98	1,98	1,99
Rentowność obligacji 5L	%	2,96	2,21	2,35	2,78	2,23	2,29	2,22	2,66	2,73	2,73	2,78	2,87
Rentowność obligacji 10L	%	3,49	2,69	3,04	3,71	2,98	3,04	2,82	3,32	3,61	3,67	3,77	3,80

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 16.01.2017 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

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

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

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

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

Piotr Bielski	22 534 18 87
Agnieszka Decewicz	22 534 18 86
Marcin Luziński	22 534 18 85
Marcin Sulewski	22 534 18 84

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5
61-894 Poznań

tel. 61 856 58 14/30

fax 61 856 44 56

Warszawa

al. Jana Pawła II 17
00-854 Warszawa

tel. 22 586 83 20/38

fax 22 586 83 40

Wrocław

ul. Rynek 9/11
50-950 Wrocław

tel. 71 369 94 00

fax 71 370 26 22

Niniejsza publikacja przygotowana przez Bank Zachodni WBK S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Bank Zachodni WBK S.A., jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Bank Zachodni WBK S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni 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. W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Bank Zachodni WBK S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl