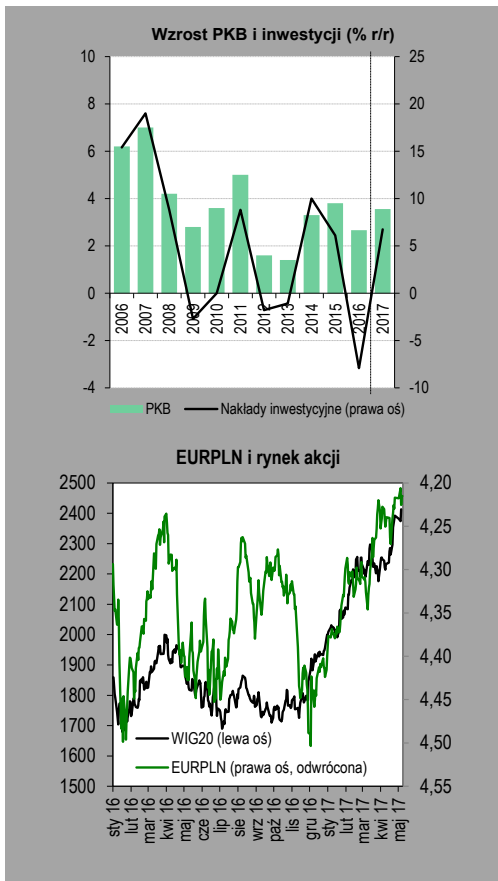


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Maj 2017

Powrót do przeszłości?



W tym miesiącu:

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

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40
 email: ekonomia@bzwbk.pl Strona www: skarb.bzwbk.pl
 Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88
 Piotr Bielski 22 534 18 87
 Marcin Luźniński 22 534 18 85
 Grzegorz Ogonek 22 534 19 23
 Izabela Sajdak 22 534 18 86
 Marcin Sulewski 22 534 18 84

■ Najnowsze dane z polskiej gospodarki wskazują na wyraźne ożywienie aktywności ekonomicznej w pierwszym kwartale tego roku – znacznie mocniejsze i szybsze niż się spodziewaliśmy. Zaskakująco mocne odczyty z ostatnich miesięcy oraz rewizja w dół danych o wzroście PKB w 2016 r. skłoniły nas do podniesienia prognoz tegorocznego wzrostu gospodarczego po raz kolejny. Aktualnie **spodziewamy się, że wzrost PKB w I kwartale 2017 wyniósł 3,7% r/r, a średnio w całym roku może być na poziomie 3,6%**.

■ Wydaje się, że pod pewnymi względami sytuacja w gospodarce w tym roku może przypominać tą z 2015 r. Wracamy do przeszłości nie tylko jeśli chodzi o tempo wzrostu gospodarczego, ale również – do pewnego stopnia – jego strukturę. Po przejściowym zaburzeniu w 2016 r., w tym roku ponownie spodziewamy się włączenia wszystkich trzech głównych motorów wzrostu gospodarczego. Konsumpcja prywatna pozostaje mocna, wspierana niezłymi dochodami z pracy oraz świadczeń rodzinnych. Eksport zaczął przyspieszać w warunkach poprawiającego się otoczenia zewnętrznego i spodziewamy się, że ten trend będzie kontynuowany dzięki ożywieniu w handlu międzynarodowym i poprawie koniunktury w strefie euro. Dodatkowo, widzimy coraz więcej oznak ożywienia w inwestycjach – produkcja budowlano-montażowa oraz produkcja dóbr inwestycyjnych znacząco się poprawiły w ostatnich miesiącach.

■ Mimo większego optymizmu jeśli chodzi o wzrost gospodarczy, nasze prognozy inflacyjne nie ulegają większej zmianie. Spodziewamy się, że **dynamika CPI, po osiągnięciu lokalnego szczytu na poziomie 2,2% r/r w lutym, ustabilizuje się na większą część roku blisko 2% r/r, lub nawet poniżej**. Widzimy pewne ryzyko ponownego wzrostu cen żywności w dalszej części roku (niskie temperatury w ostatnich tygodniach mogą mieć negatywny wpływ na zbiory owoców), ale nasz scenariusz bazowy nadal zakłada spadek CPI do ok. 1,5% r/r w grudniu tego roku pod wpływem wysokiej bazy oraz niezbyt szybki wzrost inflacji bazowej w najbliższych miesiącach (również 1,5% na koniec roku).

■ Spodziewamy się, że w takim otoczeniu **polski bank centralny wciąż nie będzie się spieszył z zacieśnianiem polityki pieniężnej**. Postawa 'wait-and-see' może naszym zdaniem zostać utrzymana nawet do drugiej połowy 2018 (taki scenariusz wycenia obecnie rynek finansowy).

■ Złoty ponownie się umocnił w kwietniu, a kursy EURPLN i CHFPLN również cofnęły się w czasie do 2015 r. **Nadal oczekujemy, że po tak znaczącym umocnieniu powinna nastąpić krótkoterminowa realizacja zysków**, ale w dalszej części roku złoty powinien ponownie zyskać na wartości.

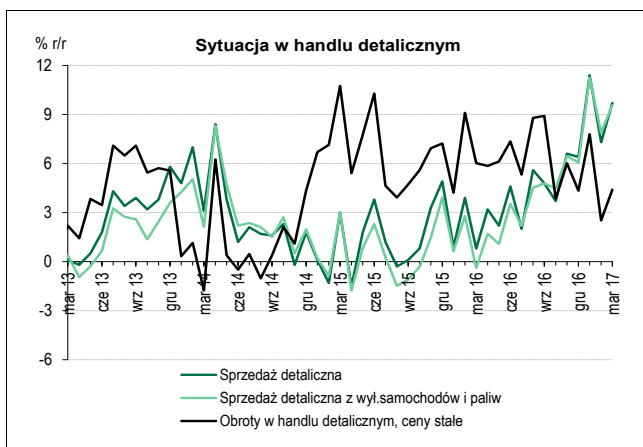
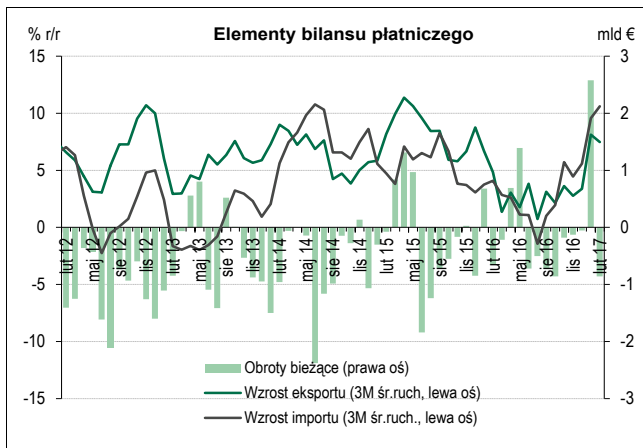
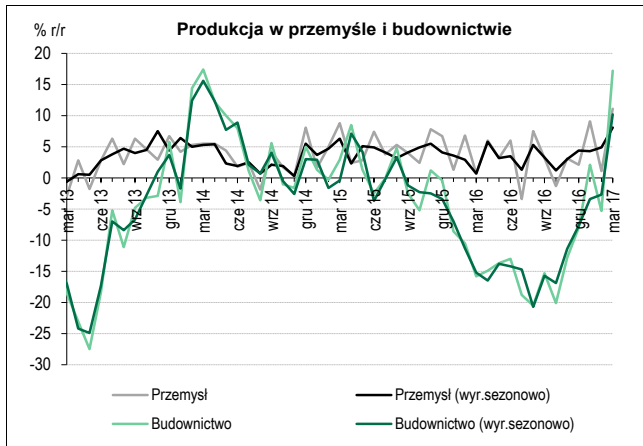
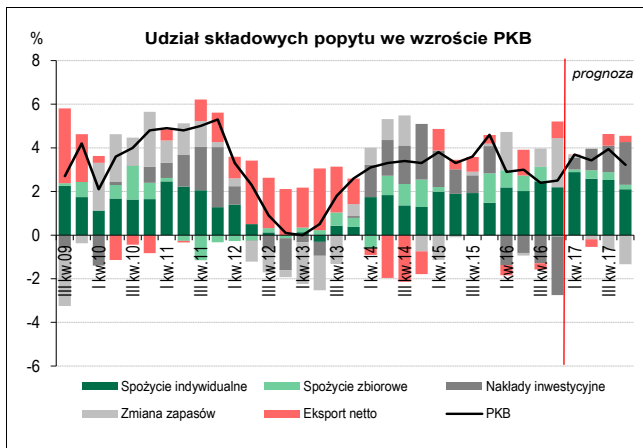
■ Jeśli chodzi o rynek długu, wydaje nam się, że wzrost rentowności obligacji za granicą powinien skutkować presją na polskie papiery, w szczególności na długim końcu krzywej. O ile wygląda na to, że jest jeszcze trochę miejsca na kompresję spreadów PL-DE, nie oznacza to prawdopodobnie potencjału do obniżenia poziomu polskich rentowności z obecnych poziomów.

Na rynku finansowym 11 maja 2017 r.:

Stopa depozytowa NBP	0,50	WIBOR 3M	1,73	EURPLN	4,2150
Stopa referencyjna NBP	1,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	1,97	USDPLN	3,8744
Stopa lombardowa NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 10 lat	3,37	CHFPLN	3,8446

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 11.05.2017 r.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, Eurostat, BZ WBK

Pierwszy kwartał przebił oczekiwania

▪ Dane za I kw. 2017 r. okazały się lepsze niż oczekiwaliśmy. Produkcja przemysłowa wzrosła w tym czasie 7,1% r/r (najlepszy wynik od 2011), a produkcja budowlana o 5,6% r/r po pięciu kwartałach spadków.

▪ Co więcej, GUS zrewidował wzrost PKB za rok 2016 z 2,8% do 2,7%, obniżając przede wszystkim wynik za IV kw. (z 2,7% r/r do 2,5%). Największa korekta w dół dotknęła inwestycje w I i IV kw., w obu przypadkach sprowadzając ich dynamikę do -9,8% r/r (a wynik za cały rok do -7,9% r/r). To oznacza niższą bazę startową dla wzrostu inwestycji w 2017 r. Konsumpcja prywatna została nieznacznie zrewidowana w górę, co sugeruje, że wpływ programu 500+ był nieco wyższy niż wcześniej szacowano, a to z kolei daje podstawę do podwyższenia prognoz konsumpcji na I poł. 2017 r.

▪ Wspomniane czynniki skłoniły nas do podwyższenia prognozy wzrostu gospodarczego na I kw. 2017 r. do 3,7% r/r, przy czym powinien on opierać się przede wszystkim na odbiciu inwestycji. Obniżony po rewizji wynik inwestycji za I kw. 2016 wyjaśnia relatywnie szybkie odbicie w I kw. br. Naszym zdaniem wzrost PKB w całym roku może wynieść 3,6%.

Zdecydowane ożywienie produkcji w marcu

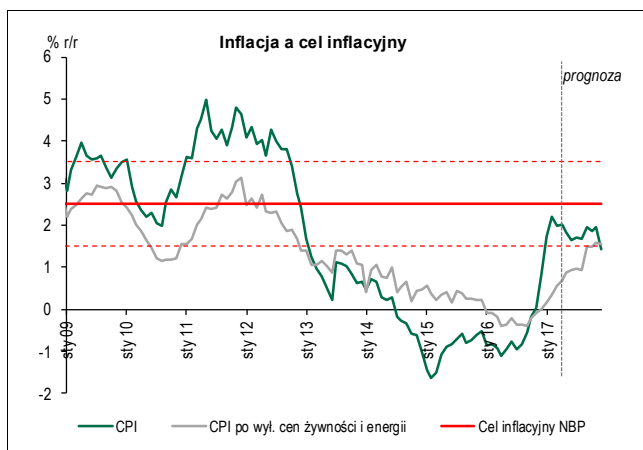
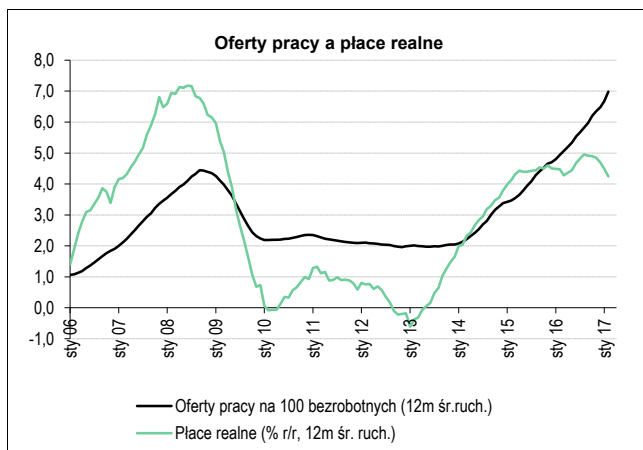
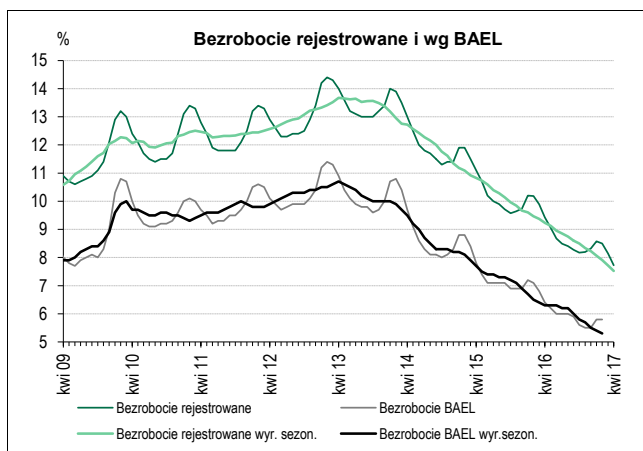
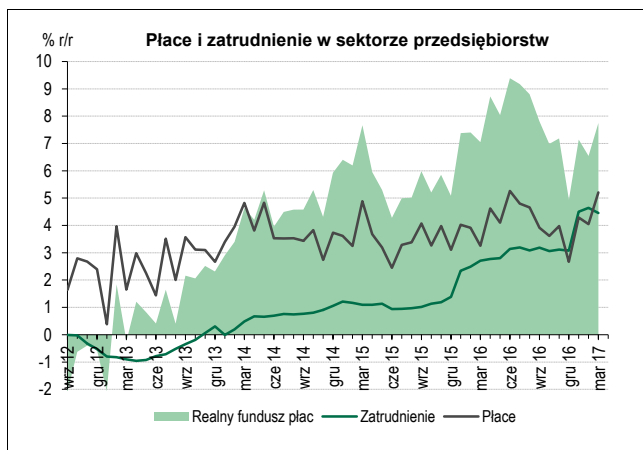
▪ Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w marcu o 11,1% r/r. Duża poprawa wobec lutego (gdy odnotowano zaledwie 1,2% r/r) wynika z różnicy w liczbie dni roboczych – marzec miał o jeden więcej niż rok wcześniej, a luty o jeden mniej. Marcowy wynik robi wrażenie nawet po uwzględnieniu tego czynnika. Potwierdza to szacunek GUS dla produkcji po odsezonowaniu, który wyniósł 8,1% r/r, najwięcej od grudnia 2011. Co ważne, odbił przede wszystkim przemysł przetwórczy (podczas gdy górnictwo i sektor energetyczny wypadły w marcu słabo) a największa poprawa wystąpiła w branżach nastawionych na eksport (takich jak produkcja maszyn i urządzeń, samochodów, mebli).

▪ Choć lutowe dane o handlu zagranicznym nie były aż tak mocne (eksport wzrósł o 3,8% r/r), to pozytywne sygnały z Niemiec sugerują, że zobaczymy dalszy wzrost popytu zagranicznego na polskie produkty. Pozytywne zaskoczenie pojawiło się w lutym po stronie importu (9,1% r/r), co zapewne należy wiązać z siłą popytu krajowego. Ogólnie patrząc, import może teraz rosnać szybciej niż eksport, co oznacza, że powinniśmy zobaczyć pogarszanie się bilansu na rachunku obrotów bieżących.

▪ Produkcja budowlana wzrosła w marcu o 17,2% r/r, a po uwzględnieniu wpływu czynników sezonowych o 10,2% r/r. To najlepszy wynik od kwietnia 2014. Dwucyfrowa dynamika pojawiła się we wszystkich sektorach budownictwa. Wynik dla całego kwartału to wzrost o ok. 5,6% r/r, wobec spadku o 13% r/r w IV kw. 2016. Tak dobre dane ze strony budownictwa to czytelna zapowiedź ożywienia w inwestycjach.

▪ Wyrażona w cenach stałych sprzedaż detaliczna wzrosła w marcu o 7,9% r/r, czyli nieco mocniej niż zakładał rynek. Przyspieszyła kategoria takie jak sprzedaż samochodów, odzieży, mebli i sprzętu RTV. Na sprzedaży żywności odbił się za to negatywnie efekt Świąt Wielkanocnych, przypadających w tym roku nie w marcu a w kwietniu. Ten ostatni czynnik powinien poprawić wynik sprzedaży detalicznej w kwietniu, ale na kolejne miesiące zakładamy raczej cofnięcie się rocznej dynamiki w okolice marcowego odczytu.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, Eurostat, BZ WBK

Rynek pracy coraz mocniejszy, bezrobocie najniższe w historii

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 4,5% r/r w marcu, co świadczy o tym, że rynek pracy rośnie w siłę, choć tempo poprawy nie przyspiesza. Zatrudnienie w przedsiębiorstwach wzrosło o 22 tys. w stosunku do stycznia, co w odniesieniu do analogicznego okresu w 2014-15 r. jest wynikiem imponującym, ale nie lepszym niż w roku poprzednim (+24 tys.). Spodziewamy się, że polski rynek pracy będzie coraz bardziej nasycony, co w nadchodzących miesiącach może skutkować wyhamowaniem tempa wzrostu zatrudnienia i zwiększoną presją płacową. Dostrzec to mogliśmy w marcowych danych – lekkie zaskoczenie na minus we wzroście zatrudnienia i silne przyspieszenie wzrostu poziomu płac r/r (z 4,0% do 5,2% vs. oczekiwania rynku 4,3%). Jakkolwiek, obecność jednorazowych czynników utrudnia jednoznaczne stwierdzenie, że wzrost presji płacowej ma już miejsce.

Patrząc na stopę bezrobocia, rynek pracy jest już dość nasycony. Szacunek Ministerstwa Rodziny, Pracy i Polityki Społecznej na kwiecień na poziomie 7,7% ustanawia nowe minimum od czasów początku transformacji gospodarczej w Polsce na początku lat 90-tych. Dla porównania najniższa stopa bezrobocia odnotowana przed globalnym kryzysem finansowym wynosiła 8,8%.

Raport NBP o nastrojach przedsiębiorców dostarczył pewnych informacji na temat rynku pracy, gdyż do kwartalnej ankiety dołączone zostały pytania o wpływ programu „500+” na rezygnacje pracowników i konsekwencje dla polityki płacowej. Według raportu NBP, program wzmocnił falę wypowiedzeń i spowodował wzrost płac w sektorze usług, szczególnie w handlu detalicznym. Skala tego zjawiska nie była jednak duża - 14% firm wskazało na nowe świadczenia jako przyczynę rezygnacji, a 6% jako stojące za wzrostem płac. Program może zniechęcać do aktywności zawodowej pewne grupy beneficjentów, jak np. nisko opłacanych pracowników oraz nisko wykwalifikowane osoby poszukujące pracy. W pewnym stopniu potwierdza to raport NBP i może to pomóc wyjaśnić zmiany stopy bezrobocia.

Silniejszy popyt na kredyty konsumenckie w I kw.

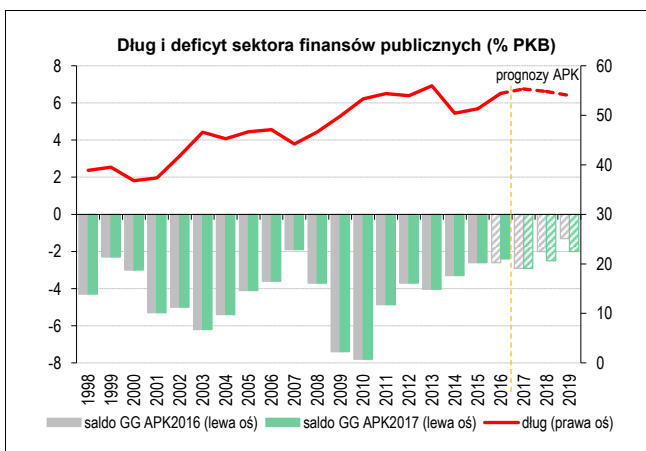
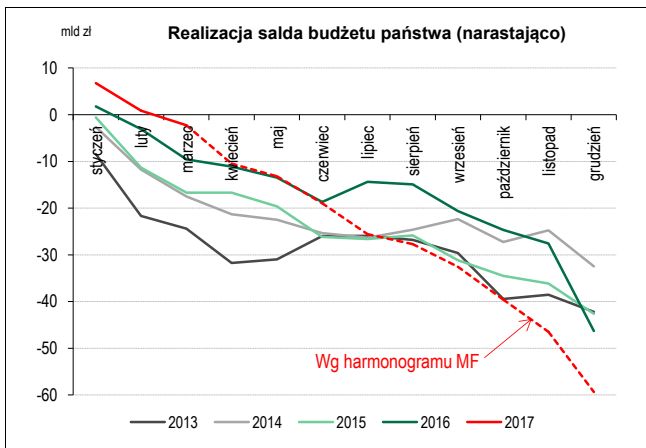
Raport NBP o sytuacji kredytowej w I kw. wskazuje, że poprawa w gospodarce nie odbiła się na polityce kredytowej sektora bankowego. Polskie banki zaobserwowały za to wzrost popytu, głównie na kredyty konsumpcyjne. W I kw. faktyczny popyt na kredyty konsumenckie po raz pierwszy od I kw. 2013 r. przekroczył oczekiwania bankowych komitetów kredytowych.

Raport pokazał mniej korzystną sytuację jeśli chodzi o kredyty przedsiębiorstw. Nie odnotowano w I kw. poprawy popytu na kredyt a do tego banki zasygnalizowały dalszy spadek zainteresowania finansowaniem inwestycji w środki trwałe. To pozostawia wiele niepewności czy sektor prywatny istotnie przyczyni się do ożywienia inwestycji w tym roku. Mimo to banki zakładają, że II kw. przyniesie delikatną poprawę popytu na kredyt ze strony przedsiębiorstw.

Inflacja na 2% r/r lub nieco poniżej w kolejnych miesiącach

Pomimo zwiększonego optymizmu co do tempa wzrostu gospodarczego, nie dokonaliśmy znaczących zmian w naszych prognozach inflacji. Uznajemy, że 2,2% r/r odnotowane w lutym przez CPI to lokalny szczyt. Inflacja zdążyła już od tego czasu cofnąć się do 2% i wg nas to właśnie w tej okolicy powinna się ustabilizować przez większość tego roku, z możliwym osunięciem się nieco niżej. Dostrzegamy ryzyko dodatknych zaskoczeń w cenach żywności w dalszej części roku z uwagi na niesprzyjającą pogodę w ostatnich tygodniach, które były kluczowe dla wielkości zbiorów owoców. Wciąż zakładamy, że wzrost CPI obniży się do 1,5% r/r w grudniu, a inflacja bazowa do tego czasu urośnie do 1,5% r/r.

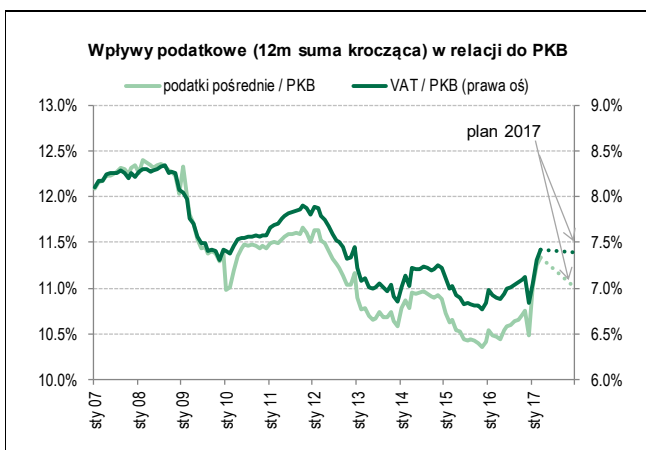
Pod lupą: polityka fiskalna



Główne założenia Programu Konwergencji 2017 (% r/r)

	2017	2018	2019	2020
Nominalny PKB	4.7	6.1	6.2	6.4
Wydatki	14.8	1.6	4.5	2.9
Dochody	14.1	2.1	5.9	4.8
Wydatki bez umorzenia pożyczek FUS	9.7	6.4	4.5	2.9
Dochody bez umorzenia FUS	8.7	7.2	5.9	4.8
Nominalny PKB*	4.9	5.0	5.2	5.0

* prognoza BZ WBK;



Wynik fiskalny wciąż dobry

Finalna notyfikacja potwierdziła spadek deficytu fiskalnego w 2016 r. do 2,4% PKB. Dodatkowo miesięczne wyniki budżetu państwa wciąż są dobre. W I kw. dochody budżetu były wyższe niż założono w harmonogramie o 2,1 mld zł, czyli 2,6%, a wydatki zostały zrealizowane w 98,4% harmonogramu na ten okres. W rezultacie deficyt budżetowy był o 3,5 mld zł niższy niż wstępnie przewidywany przez Ministerstwo Finansów na I kw. Do tego, w dalszej części roku do kasy państwa trafił aż ok. 9 mld zł zysku NBP, co nie było uwzględnione w założeniach budżetowych.

Dochody budżetowe wzrosły o 11% r/r w pierwszych trzech miesiącach br. w porównaniu z 8,5% r/r w okresie styczeń-luty. W samym marcu wpływy z VAT wzrosły o 44,6% r/r, jednak zmiana częstotliwości rozliczania VAT z kwartalnej na miesięczną zaburza porównywalność danych. Jednocześnie, w niektórych obszarach nastąpiło spowolnienie, np. w przypadku wpływów z PIT z 5,5% na 4,8% r/r, ale nie wydaje się, by rynek się tym przejmował, biorąc pod uwagę ostatnie dobre dane makro dla Polski. Czy tak dobry obraz polityki fiskalnej utrzyma się, pomimo skłonności rządu do wyższych wydatków socjalnych i gdy pojawią się koszty obniżenia wieku emerytalnego?

Aktualizacja Programu Konwergencji a prognozy Komisji Europejskiej

Aktualizacja Programu Konwergencji z 2017 r. opublikowana pod koniec kwietnia powinna pomóc w odpowiedzi na powyższe pytanie. Wiosenna prognoza Komisji Europejskiej, która jest naturalnym punktem odniesienia dla planu polityki fiskalnej rządu, została skalkulowana przy ostrożnych założeniach co do poprawy ściągalności podatków (i dlatego deficyt fiskalny rośnie w niej do 2,9% PKB w tym i przyszłym roku, a deficyt strukturalny skacze z 2,2% do 3,2% PKB w 2017), podczas gdy Program Konwergencji mocno bazuje na ograniczaniu „dziury w VAT” i przedstawia kilka możliwych scenariuszy fiskalnych w zależności od stopnia zamknięcia tej luki w dochodach w najbliższych latach. Rząd zakłada, że obie miary deficytu, nominalna i strukturalna, obniżą się do 2,5% w 2018 r., a w 2020 r. niemal do 1% PKB.

Wyższy deficyt finansów publicznych w stosunku do Aktualizacji Programu Konwergencji z 2016 roku wynika z uwzględnienia pełnych kosztów obniżenia wieku emerytalnego oraz założeniu, że wydatki rządowe będą realizowane na maksymalnym poziomie dopuszczonym przez stabilizującą regułę wydatkową. Planowane umorzenie pożyczek FUS z lat 2009-14 warte 39,1 mld zł podbiło wylczenia tegorocznej dynamiki dochodów i wydatków publicznych do ponad 10% r/r i obniżyło je w kolejnym roku, ale jeśli wykluczyć ten czynnik, wzrost wydatków przekracza zarówno założone w dokumencie jak i prognozowane przez nas tempo nominalnego wzrostu PKB w 2017 i 2018 r.

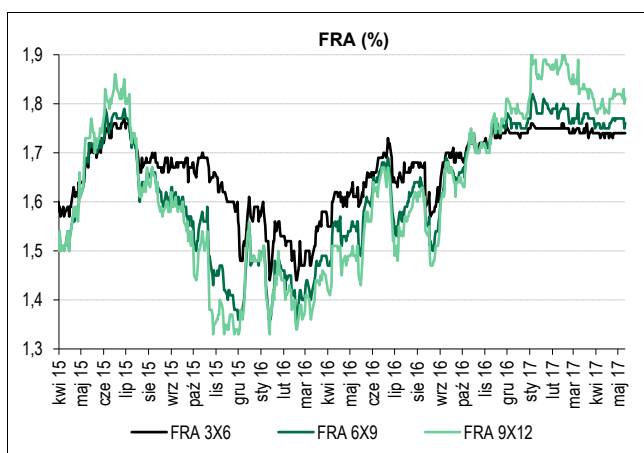
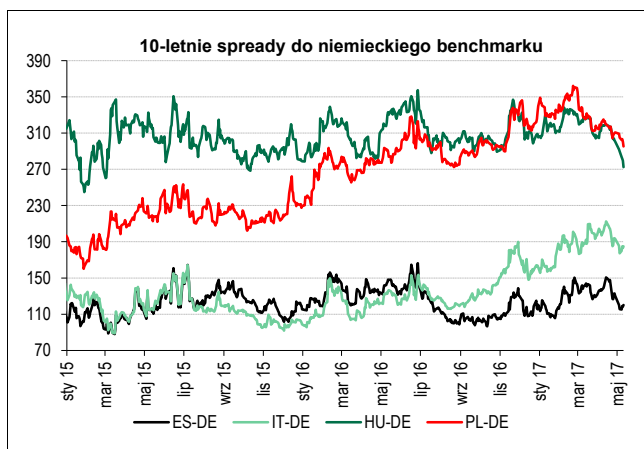
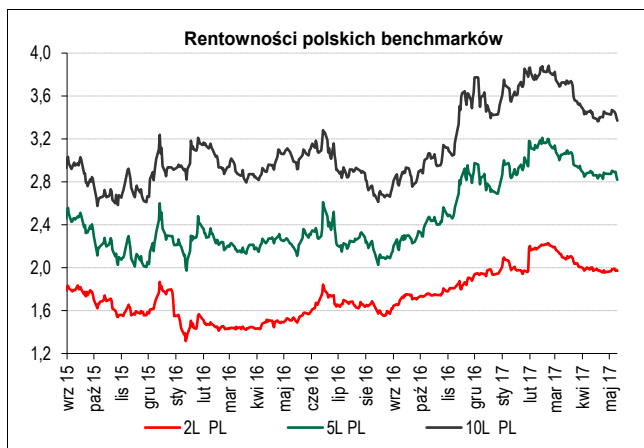
Agencja Moody's może utrzymać obecną ocenę Polski

12 maja agencja Moody's ma zaplanowany przegląd oceny ratingowej dla Polski, co rodzi pytanie, czy możliwe jest podniesienie perspektywy ratingu z negatywnej na stabilną, bo taką pokazują pozostałe wiodące agencje. Zaskakująco dobre dane makro w I kw. mogłyby uzasadnić takie działanie, ale gdy w maju 2016 r. Moody's obniżył nam perspektywę do negatywnej, użył odporności gospodarki jako powodu utrzymania oceny bez zmian. Natomiast pogorszenie perspektywy rok temu uzasadnione było przez działania w stronę obniżenia wieku emerytalnego, sygnały rozluźnienia dyscypliny fiskalnej i ryzyko pogorszenia klimatu inwestycyjnego.

Polepszenie ściągalności podatku VAT i silny popyt na polskie obligacje (w marcu miał miejsce największy miesięczny wzrost zaangażowania nierezydentów w polski dług od 3 lat) daje pewne nadzieje na podniesienie perspektywy przez Moody's, ale trzeba uwzględnić, że aktualna ocena od tej agencji to A2 – stopień wyżej niż Fitch i dwa stopnie ponad S&P.

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Eurostat, agencje ratingowe, BZ WBK

Rynek stopy procentowej



Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Rentowności obligacji niżej

- W kwietniu rentowności polskich obligacji i IRS ustabilizowały się po spadku odpowiednio o prawie 20-40 pb i 10-30 pb od szczytów w lutym. Reakcja na gołębią retorykę EBC była łagodna i podobna do tej na rynkach bazowych, które również pozostały stabilne w ujęciu miesięcznym.
- Rentowności polskich obligacji spadły więcej niż IRS, co spowodowało zawężenie spreadu asset swap drugi miesiąc z rzędu (do 52 pb z 85 pb na koniec lutego). Jednocześnie 10-letni spread do Bunda spadł poniżej 300 pb. Obie miary premii za ryzyko osiągnęły najniższy poziom od czasu wyborów w USA.
- W kwietniu spread między 2- i 10-letnimi obligacjami pozostał stabilny blisko 148 pb. W połowie kwietnia osiągnął wprawdzie 139 pb, ale zaczął znów rosnąć po pierwszej turze wyborów we Francji. Kwietniowa decyzja RPP o utrzymaniu poziomu stóp bez zmian i utrzymanie gołębiej retoryki była raczej neutralna dla rynku długu.
- Po spadkowym marcu, krzywa FRA przesunęła się w kwietniu w górę, zwłaszcza na dłuższym końcu. W rezultacie data pierwszej podwyżki stóp w Polsce wyceniana przez rynek swapów, przesunęła się w czasie na wrzesień 2018. Stopa WIBOR pozostała stabilna od wyborów w USA.

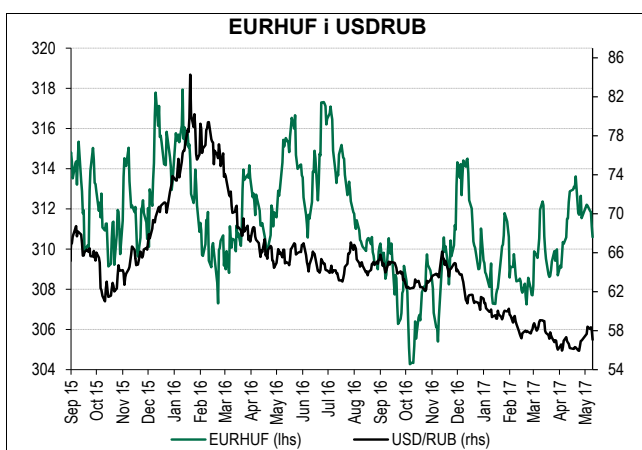
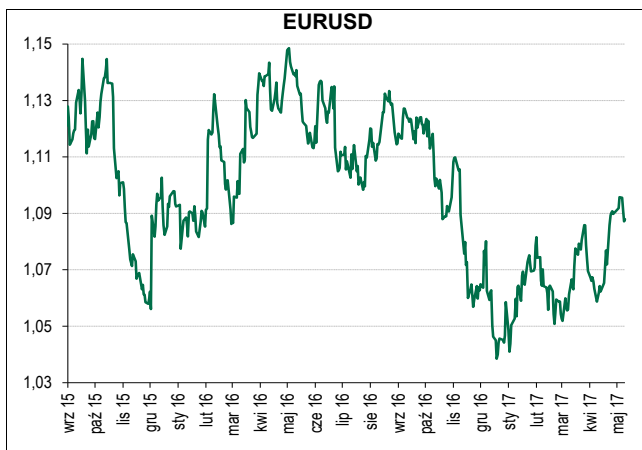
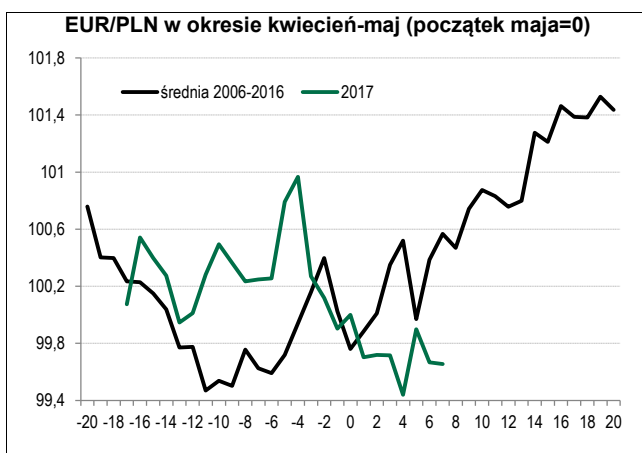
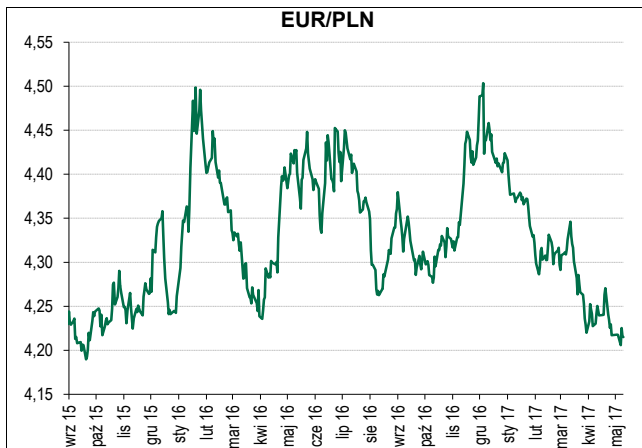
Ograniczone możliwości dla dalszego umocnienia

- FOMC utrzymał w maju główne stopy procentowe na niezmiennym poziomie, ale pozostawił otwarte drzwi dla podwyżki stóp w czerwcu. W rezultacie taki scenariusz jest już w pełni wyceniony (prawdopodobieństwo 95% podwyżki o 25 pb i 5% o 50 pb) i doszło do wzrostu rentowności Treasuries. Stopniowe zacieśnianie polityki pieniężnej przez Fed i prawdopodobnie lepsze dane o produkcji i inflacji w strefie euro wraz ze zmniejszeniem się w krótkim terminie ryzyka politycznego powinny prowadzić do wzrostu rentowności Bundów w średnim okresie.
- Zmniejszone ryzyko polityczne w Europie wynikające ze zwycięstw proeuropejskich kandydatów w Holandii i Francji spowodowało wzrost apetytu na ryzyko oraz realizację zysków po ostatnim umocnieniu. Malejące obawy polityczne przed francuskimi i brytyjskimi wyborami parlamentarnymi w czerwcu mogą mieć jednak niewielki wpływ na polski rynek długu. W najbliższych tygodniach inwestorzy skupią się na komentarzach członków EBC, którzy powinny zacząć zmieniać swoją retorykę wraz z poprawą w realnych danych.
- Spodziewamy się, że w najbliższych miesiącach rentowności na rynkach bazowych będą rosły. Wg nas powinno to wywierać presję na polski dług, szczególnie na długim końcu. Poprawa danych makro w Polsce oraz gołębia retoryka RPP może doprowadzić do zawężenia 10Y spreadu PL-DE po jego dwuletnim rozszerzaniu, które zakończyło się w lutym 2017.

Wysoki popyt na polskie obligacje

- Wg danych opublikowanych przez Ministerstwo Finansów w marcu nieresydenci kupili polskie złotowe obligacje za prawie 10 mld zł. Po największym miesięcznym przyroście od czerwca 2014 nominalna wartość ich portfela wzrosła do prawie 205 mld zł osiągając najwyższy poziom od grudnia 2015. Zagraniczne banki centralne kupiły krajowy dług za 4,4 mld zł. Był to pierwszy miesiąc przyrostu po trzech miesiącach spadków i nominalna wartość ich portfela osiągnęła najwyższy poziom (31,7 mld zł) od kwietnia 2004. Fundusze inwestycyjne zwiększyły stan posiadania o 1,9 mld zł. Wg kryterium geograficznego, nieresydenci z Azji (bez Bliskiego Wschodu) kupili dług za 4,9 mld zł, a ze strefy euro za 1,9 mld zł.
- Na drugiej kwietniowej aukcji Ministerstwo Finansów sprzedało obligacje za 8,97 mld zł przy popycie bliskim 11 mld zł. Ministerstwo poinformowało, że po tej aukcji tegoroczne potrzeby pożyczkowe brutto zostały pokryte w 61%.
- Resort poinformował też o planach emisji obligacji w II kw. 2017. Na 5 przetargach planowana jest sprzedaż obligacji za 20-30 mld PLN. 18 maja odbędzie się przetarg z podażą na poziomie 3-5 mld PLN.

Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Czy złoty znowu straci w maju?

▪ Kwietniowa korekta na polskim rynku walutowym okazała się tylko chwilowa. Trend aprecjacyjny złotego szybko został wznowiony na fali pozytywnego w ocenie inwestorów wyniku francuskich wyborów prezydenckich. Pomogły też niezłe dane z Europy wspierające również inne ryzykowne aktywa. W efekcie, EURPLN spadł przejściowo tuż poniżej 4,19 osiągając najniższy poziom od września 2015.

▪ W zeszłym miesiącu napisaliśmy, że aprecjacja złotego do euro w I kw. 2017 r. była największym kwartalnym umocnieniem polskiej waluty od I kw. 2015 r. i że ostatni raz EUR/PLN spadał przez dwa kwartały z rzędu w 2013. Tym razem prezentujemy kolejny sezonowy wzorec, według którego aprecjacja złotego mogłaby się wkrótce zatrzymać – w ostatnich 11 latach EURPLN spadł w maju tylko dwa razy. Zależność ta działa nieco słabiej dla polskich akcji, ale bardzo dobrze dla obligacji, co sugeruje, że impuls do osłabienia krajowej waluty może przyjść ze strony rynku stopy procentowej.

▪ Jak napisaliśmy na poprzedniej stronie, w marcu wystąpił bardzo mocny napływ zagranicznego kapitału na polski rynek długu. Stan posiadania obligacji przez nierezydentów jest już blisko rekordowych poziomów, co może sugerować ograniczony potencjał do dalszych znacznych zakupów mając w perspektywie kolejne podwyżki stóp Fed i możliwe przygotowywanie rynku przez EBC na wycofywanie się z luźnej polityki pieniężnej. Warto również zauważyć, że relacja popytu do sprzedaży na tegorocznych aukcjach polskich obligacji jest w wyraźnym trendzie spadkowym – spadła z 2,58 w styczniu do 1,22 w kwietniu. Kolejne rozczarowania (jak na ostatniej aukcji) są możliwe a negatywna reakcja rynku długu może w końcu wyrzucić presję na złotego.

▪ Pozytywna reakcja rynku giełdowego na wynik wyborów we Francji była chwilowa, a euro osłabiło się do dolara sugerując, że wynik korzystny dla stabilności UE był już w cenach. Potrzebne mogą być więc kolejne pozytywne czynniki by pchnąć EURPLN jeszcze niżej i jeśli to się nie stanie, możliwa będzie realizacja zysków.

EURUSD w górę dzięki francuskiej polityce

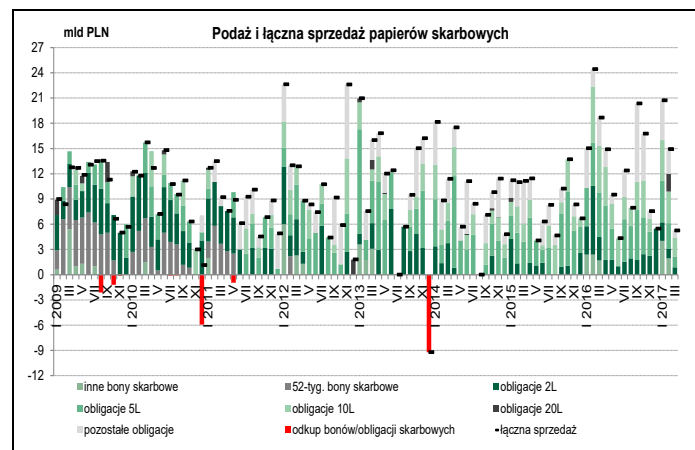
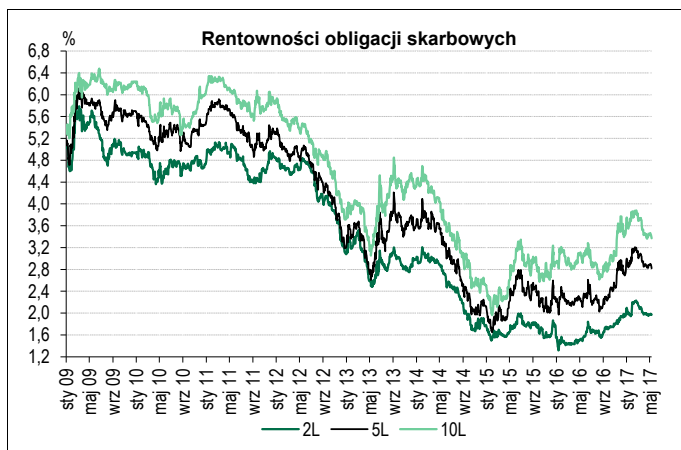
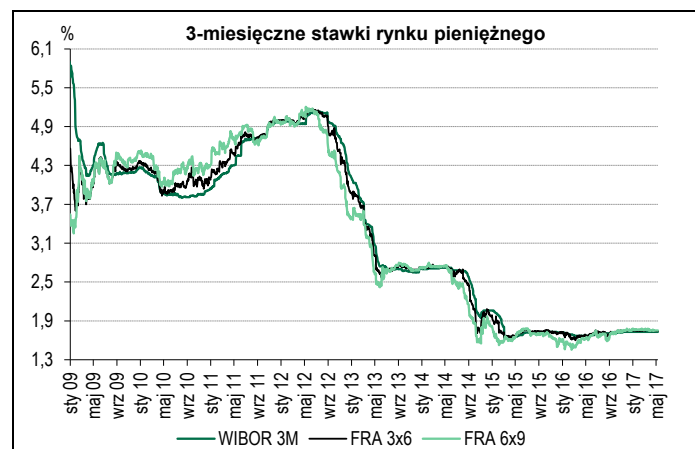
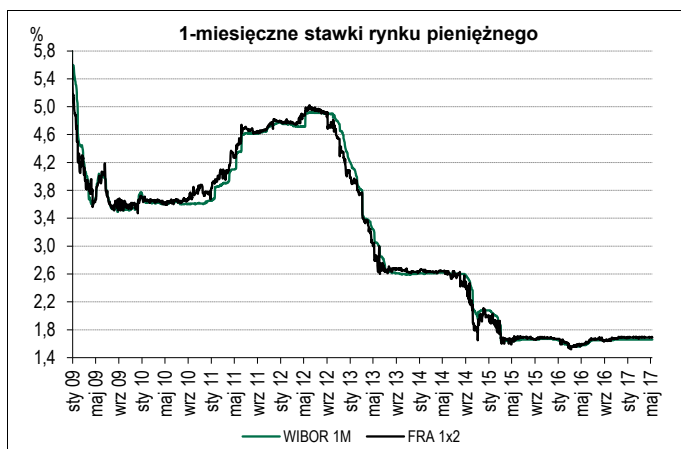
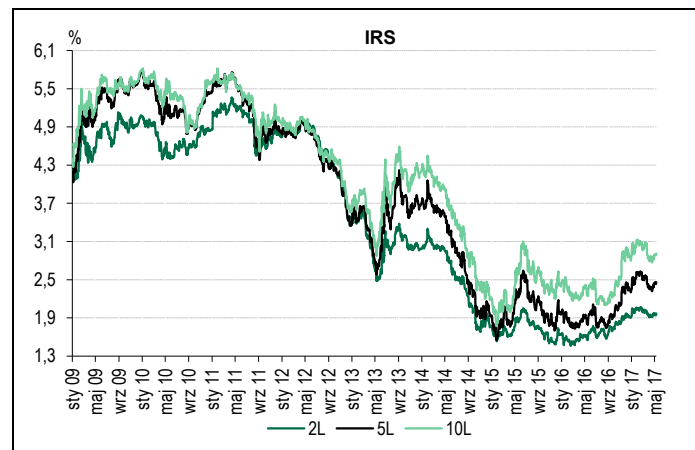
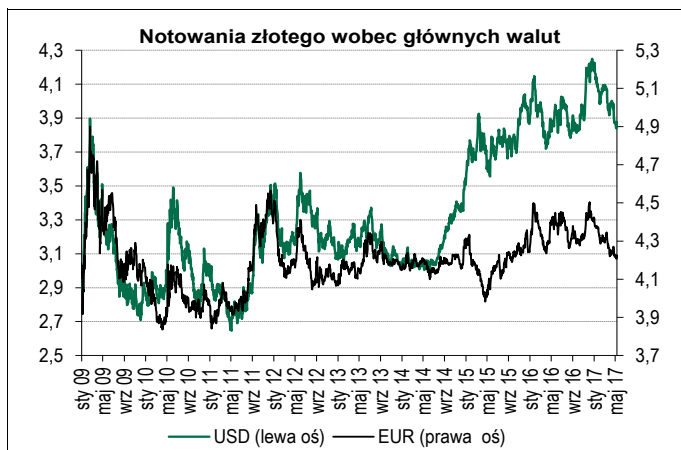
▪ Francuskie wybory prezydenckie były najważniejszym czynnikiem wpływającym na EURUSD w ostatnich tygodniach. Kurs otworzył się z luką wzrostową po ogłoszeniu wyników pierwszej tury kiedy to okazało się, że wygrana pro-unijnego kandydata jest najbardziej prawdopodobnym scenariuszem. EURUSD odbił powyżej 1,10 (do najwyższego poziomu od listopada 2016) po drugiej rundzie.

▪ Chociaż w krótkim terminie euro wydaje się zbyt mocne, sądzimy że w dalszej części br. EURUSD pozostanie w trendzie wzrostowym dzięki kontynuacji ożywienia w strefie euro i wyceniania przez rynek (raczej nie wcześniej niż w II połowie roku) stopniowego wycofywania się przez EBC z ultra-luźnej polityki pieniężnej. Kolejne podwyżki stóp Fed wydają się być już w dużej części wycenione i nie powinny istotnie wspierać dolara. Jedynie przejściowe umocnienie euro po francuskich wyborach sugeruje, że w krótkim terminie możliwy jest korekcyjny spadek EURUSD.

MNB może dalej luzować politykę pieniężną

▪ W kwietniu bank centralny Węgier (MNB) pozostawił stopę referencyjną bez zmian na poziomie 0,9%, zgodnie z oczekiwaniami naszymi i rynku. MNB podtrzymał zobowiązanie do utrzymania luźnej polityki pieniężnej oraz wsparcia gospodarki jeśli zajdzie taka potrzeba. Inflacja na Węgrzech spadła mocniej od oczekiwań w kwietniu, do 2,2% r/r, po tym jak wzrosła do 2,7% r/r w marcu. MNB oczekuje, że CPI powinien się obniżyć w dalszej części roku i bank nie widzi ryzyka przekroczenia celu (3%) w tym roku ani w pierwszej połowie 2018 r. Jeśli jednak inflacja będzie nadal utrzymywać się poniżej celu, Rada jest gotowa do dalszego luzowania, stosując niekonwencjonalne instrumenty. Gołębie nastawienie banku centralnego może ciążyć forintowi.

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
Maj	5.05	OK1018/DS0726	2500-4500	4703,9	25.05	PS0721/IZ0823	2000-4000	4801,7			
Czerwiec	9.06	OK1018/DS0726	3000-4000	4321,7					27.06	OK0716/IZ0816/PS1016	odwołany
Lipiec	7.07	OK/DS/WS	3000-6000	4431,9	28.07	PS0721/WZ1122/WZ0126	5000-8000	7950,9			
Sierpień	18.08	OK/PS/DS	5000-8000	7949,4							
Wrzesień	1.09	OK/DS/WZ	4000-7000	7593,5							
październik	6.10	OK1018/DS0727	3000-6000	6806,5	21.10	WZ0121/PS0422/WZ1122	6000-10000	9943,1	22.09	PS1016/WZ0117/PS0417	PS0721/WZ0120/WZ0126
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	6000-9000	10684,7			
Luty	2.02	OK/PS/WZ/DS	3000-5000	5964,3	16.02	OK/PS/WZ/DS/WS/IZ	3000-7000	7000,2			
Marzec	23.03	OK/PS/WZ/DS	3000-5000						02.03	PS0417/OK0717/DS1017	OK/PS/WZ/DS
Kwiecień	6.04	OK/PS/WZ/DS	3000-5000	5000	25.04.	OK/PS/WZ/DS	6000-9000	8970			
Maj											

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja odkupu

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
8 maja DE: Zamówienia przemysłowe (III)	9 DE: Produkcja przemysłowa (III) DE: Eksport (III)	10 CZ: Produkcja przemysłowa (III) CZ: CPI (IV) HU: CPI (IV)	11	12 PL: Podaż pieniądza (IV) PL: CPI (IV) PL: Decyzja Moody's ws. ratingu EZ: Produkcja przemysłowa (III) DE: Wstępny PKB (I kw.) US: Sprzedaż detaliczna (IV) US: Wstępny Michigan (V) US: CPI (IV)
15 PL: Bilans płatniczy (III) PL: Inflacja bazowa (IV)	16 PL: Wstępny PKB (I kw.) DE: Indeks ZEW (V) CZ, HU, EZ: Wstępny PKB (I kw.) US: Rozpoczęte budowy domów (IV) US: Pozwolenia na budowę (IV) US: Produkcja przemysłowa (IV)	17 PL: Decyzja RPP EZ: CPI (IV)	18 PL: Płace i zatrudnienie (IV) US: Indeks Philly Fed (V)	19 PL: Produkcja przemysłowa (IV) PL: Sprzedaż detaliczna (IV) PL: PPI (IV)
22	23 DE: PKB (I kw.) DE: Indeks Ifo (V) HU: Decyzja banku centralnego US: Sprzedaż nowych domów (IV)	24 DE: Wstępny PMI – usługi (V) DE: Wstępny PMI – przemysł (V) EZ: Wstępny PMI – przemysł (V) EZ: Wstępny PMI – usługi (V) US: PMI – usługi (V) US: PMI – przemysł (V) US: Sprzedaż domów (IV)	25 PL: Stopa bezrobocia (IV)	26 US: Drugi szacunek PKB (I kw.) US: Indeks Michigan (V)
29	30 US: Dochody osobiste (IV) US: Wydatki konsumentów (IV) US: Indeks nastrojów konsumentów (V)	31 PL: PKB (I kw.) PL: CPI (V) EZ: Wstępny CPI (V) US: Niezakończona sprzedaż domów (IV) US: Beżowa Księga Fed	1 czerwca PL: Minutes RPP PL: PMI – przemysł (V) DE: PMI – przemysł (V) EZ: PMI – przemysł (V) US: Raport ADP (V) US: ISM – przemysł (V)	2 CZ: Drugi szacunek PKB (I kw.) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (V) US: Stopa bezrobocia (V)
5 US: ISM – usługi (V) US: Zamówienia przemysłowe (IV) US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (IV)	6 DE: PMI – usługi (V) EZ: PMI – usługi (V)	7 PL: Decyzja RPP DE: Zamówienia przemysłowe (IV) CZ: Produkcja przemysłowa (IV) EZ: PKB (I kw.)	8 DE: Produkcja przemysłowa (IV) HU: CPI (V) EZ: Decyzja banku centralnego	9 DE: Eksport (IV) CZ: CPI (V)
12 PL: CPI (V)	13 PL: Bilans płatniczy (IV) PL: Inflacja bazowa (V) PL: PPI (V) DE: Indeks ZEW (VI) EZ: Indeks ZEW (VI)	14 PL: Podaż pieniądza (V) EZ: Produkcja przemysłowa (IV) US: CPI (V) US: Decyzja FOMC US: Sprzedaż detaliczna (V)	15 US: Indeks Philly Fed (VI) US: Produkcja przemysłowa (V)	16 EZ: CPI (V) US: Rozpoczęte budowy domów (V) US: Pozwolenia na budowę (V) US: Wstępny Michigan (VI)

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	16-17	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
Płace brutto, zatrudnienie	18	16	16	19	18	19	18	17	18	17	17	18
Handel zagraniczny	Około 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*			31									
Bilans płatniczy	13	13	16	13	15	13						
Podaż pieniądza	13	14	14	14	12	14						

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

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		kwi 16	maj 16	cze 16	lip 16	sie 16	wrz 16	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17
PMI	pkt.	51,0	52,1	51,8	50,3	51,5	52,2	50,2	51,9	54,3	54,8	54,2	53,5	54,1	54,8
Produkcja przemysłowa	% r/r	6,0	3,2	6,0	-3,4	7,5	3,2	-1,3	3,1	2,1	9,1	1,1	11,1	-0,2	9,1
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-14,9	-13,7	-13,0	-18,8	-20,5	-15,3	-20,1	-12,8	-8,0	2,1	-5,3	17,2	6,6	12,7
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	3,2	2,2	4,6	2,0	5,6	4,8	3,7	6,6	6,4	11,4	7,3	9,7	10,6	10,4
Stopa bezrobocia	%	9,4	9,1	8,7	8,5	8,4	8,3	8,2	8,2	8,3	8,6	8,5	8,1	7,7	7,4
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	4,6	4,1	5,3	4,8	4,7	3,9	3,6	4,0	2,7	4,3	4,0	5,2	4,4	4,5
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	2,8	2,8	3,1	3,2	3,1	3,2	3,1	3,1	3,1	4,5	4,6	4,5	4,5	4,4
Eksport (w euro)	% r/r	4,0	1,4	6,0	-5,3	9,3	3,1	-0,5	5,8	5,2	13,9	3,8	16,6	-1,9	19,8
Import (w euro)	% r/r	0,0	2,5	0,8	-7,3	10,7	3,5	3,6	6,3	7,1	16,1	9,1	16,2	15,1	17,9
Bilans handlowy	mIn EUR	487	375	641	-272	-387	5	-80	307	-105	213	-537	446,3	-2 011	711
Rachunek bieżący	mIn EUR	691	1 392	-723	-503	-729	-858	-179	-128	-56	2 576	-860	-177	-1 883	1 550
Rachunek bieżący	% PKB	-0,9	-0,8	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,3	0	0	0,1	-0,5	-0,5
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-11,1	-13,5	-18,7	-14,4	-14,9	-20,6	-24,6	-27,6	-46,3	6,7	0,9	-2,3	-10,5	-13,2
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	20,3	24,6	34,1	26,3	27,3	37,7	45,0	50,4	84,6	-11,4	-1,4	3,8	17,6	22,2
Inflacja (CPI)	% r/r	-1,1	-0,9	-0,8	-0,9	-0,8	-0,5	-0,2	0,0	0,8	1,7	2,2	2,0	2,0	1,8
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	-0,4	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,6	0,7	0,9
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,2	-0,4	-0,8	-0,5	-0,1	0,2	0,6	1,8	3,2	4,0	4,5	4,7	4,0	2,9
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	11,6	11,6	11,4	10,7	10,1	9,4	8,7	9,7	9,6	8,5	8,2	7,7	7,3	7,0
Zobowiązania	% r/r	11,6	11,8	11,3	10,6	9,9	9,1	8,7	9,6	9,1	8,3	7,7	7,3	6,9	6,6
Należności	% r/r	6,7	5,0	4,6	4,7	3,7	3,7	3,9	4,8	4,7	3,5	4,8	5,3	4,2	4,9
EUR/PLN	PLN	4,31	4,41	4,40	4,40	4,30	4,32	4,31	4,39	4,44	4,37	4,31	4,29	4,24	4,25
USD/PLN	PLN	3,80	3,90	3,92	3,98	3,84	3,86	3,91	4,07	4,20	4,11	4,05	4,02	3,96	3,89
CHF/PLN	PLN	3,94	3,99	4,04	4,05	3,96	3,96	3,96	4,08	4,13	4,08	4,04	4,01	3,95	3,91
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	%	1,67	1,67	1,69	1,71	1,71	1,71	1,72	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73
Rentowność obligacji 2L	%	1,48	1,54	1,70	1,66	1,61	1,71	1,75	1,85	1,95	2,01	2,20	2,08	1,98	1,98
Rentowność obligacji 5L	%	2,25	2,24	2,38	2,24	2,14	2,26	2,43	2,74	2,80	2,94	3,15	3,02	2,87	2,89
Rentowność obligacji 10L	%	2,95	3,04	3,11	2,89	2,71	2,85	3,01	3,41	3,55	3,69	3,82	3,66	3,42	3,42

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	1 851,2	1 942,0	428,0	449,2	452,9	521,0	451,1	466,1	476,8	548,1
PKB	% r/r	3,3	3,8	2,7	3,6	2,9	3,0	2,4	2,5	3,7	3,4	3,9	3,2
Popyt krajowy	% r/r	4,7	3,3	2,4	3,6	3,5	1,9	2,7	1,7	3,8	4,0	3,5	3,0
Spożycie indywidualne	% r/r	2,6	3,0	3,8	4,3	3,4	3,4	4,1	4,5	4,5	4,4	4,2	4,2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	10,0	6,1	-7,9	6,7	-9,8	-4,5	-6,7	-9,8	4,5	5,9	6,9	8,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	3,4	4,8	2,9	5,8	3,0	5,7	2,5	1,5	7,3	4,1	6,2	5,9
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	4,3	0,3	-14,6	11,7	-12,2	-13,9	-18,1	-13,2	5,6	11,1	14,0	13,3
Sprzedż detaliczna ^a	% r/r	3,1	1,5	3,9	8,5	1,9	3,5	4,1	5,6	9,6	10,0	8,3	6,4
Stopa bezrobocia ^b	%	11,4	9,7	8,3	6,9	9,9	8,7	8,3	8,3	8,1	7,1	6,8	6,9
Place brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	3,6	3,3	3,8	5,0	3,1	4,3	4,1	3,7	4,5	4,5	4,2	6,1
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,2	0,9	2,3	3,5	2,1	2,4	2,6	2,1	3,4	3,3	3,2	2,8
Eksport (w euro)	% r/r	6,4	8,5	2,7	8,6	1,4	3,8	2,1	3,4	11,5	8,9	7,0	7,0
Import (w euro)	% r/r	8,3	5,0	2,9	10,9	2,9	1,1	1,9	5,6	13,8	15,0	7,7	7,2
Bilans handlowy	mIn EUR	-3 255	2 213	1 949	-1 873	976	1 503	-652	122	122	-1 031	-1 003	39
Rachunek bieżący	mIn EUR	-8 534	-2 653	-1 273	-1 149	-186	1 357	-2 087	-357	1 539	-1 343	-1 869	523
Rachunek bieżący	% PKB	-2,1	-0,6	-0,3	-0,3	-0,8	-0,5	-0,4	-0,3	0,1	-0,5	-0,5	-0,3
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-3,5	-2,6	-2,4	-2,9	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	0,0	-0,9	-0,6	1,8	-0,9	-0,9	-0,8	0,2	2,0	1,8	1,8	1,7
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	-1,0	-0,5	0,8	1,4	-1,1	-0,8	-0,5	0,8	2,0	1,7	2,0	1,4
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	1,5
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,5	-2,2	-0,2	3,6	-1,5	-0,8	-0,1	1,9	4,4	3,3	4,1	2,5
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	8,2	9,1	9,6	8,2	9,1	11,4	9,4	9,6	9,2	8,9	8,5	8,2
Zobowiązania ^b	% r/r	9,0	9,0	9,1	8,2	9,4	11,3	9,1	9,1	8,8	8,6	8,4	8,2
Należności ^b	% r/r	7,2	6,9	4,7	4,7	4,4	4,6	3,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7
EUR/PLN	PLN	4,18	4,18	4,36	4,29	4,37	4,37	4,34	4,38	4,32	4,26	4,32	4,24
USD/PLN	PLN	3,15	3,77	3,95	3,94	3,96	3,87	3,89	4,06	4,06	3,92	3,95	3,84
CHF/PLN	PLN	3,45	3,92	4,00	3,92	3,98	3,99	3,99	4,06	4,04	3,92	3,91	3,80
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	1,73	1,69	1,68	1,71	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73
Rentowność obligacji 2L	%	2,46	1,70	1,63	2,18	1,45	1,57	1,66	1,85	2,10	2,02	2,23	2,37
Rentowność obligacji 5L	%	2,96	2,21	2,35	3,12	2,23	2,29	2,22	2,66	3,03	2,95	3,20	3,28
Rentowność obligacji 10L	%	3,49	2,69	3,04	3,73	2,98	3,04	2,82	3,32	3,72	3,50	3,78	3,92

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 11.05.2017 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
Marcin Luziński	22 534 18 85
Grzegorz Ogonek	22 534 19 23
Izabela Sajdak, CFA	22 534 18 86
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