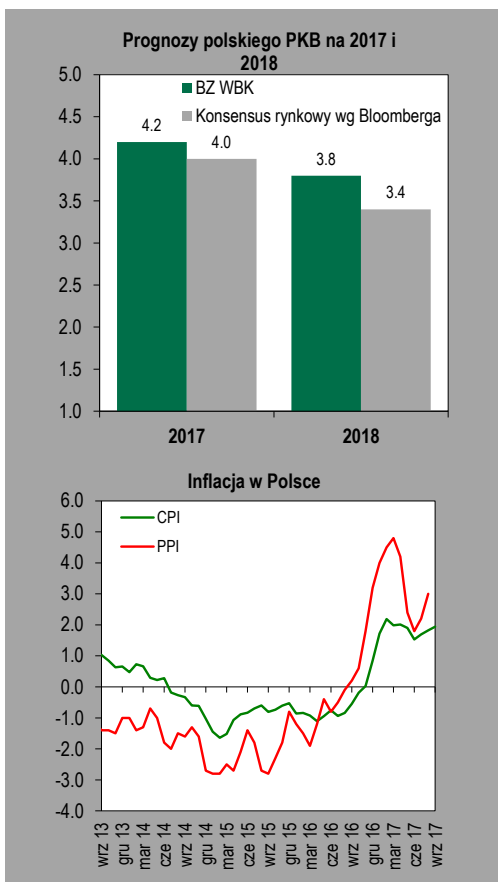


MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Październik 2017

Patrząc przez różowe okulary



W tym miesiącu:

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

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

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

■ **Coraz więcej instytucji patrzy z rosnącym optymizmem na polską gospodarkę, po tym jak sierpniowe dane wywołały kolejną falę rewizji prognoz wzrostu PKB w górę.** Lepsze od oczekiwań odczyty mogliśmy zaobserwować w przypadku wielu zmiennych, w dla produkcji przemysłowej, płac i indeksu PMI, który w poprzednich miesiącach pozostawał wyraźnie w tyle. Polska gospodarka nabiera rozpędu pod wpływem silnego popytu konsumpcyjnego i bardzo dobrej koniunktury w Europie Zachodniej.

■ **My też zdecydowaliśmy się podnieść prognozy wzrostu PKB i teraz oczekujemy, że w tym roku krajowa gospodarka wzrośnie o 4,2%, a w 2018 o 3,8%.** Rada Polityki Pieniężnej również jest optymistyczna, nie dostrzega żadnych nierównowag, prognozuje niską inflację i pozostaje w trybie wyczekującym.

■ **Naszym zdaniem, rzeczywistość może jednak okazać się nie we wszystkich aspektach tak różowa jak spodziewa się bank centralny.** Chociaż bank centralny nie zauważa istotnych nierównowag, my widzimy co najmniej jedną: rynek pracy, gdzie sytuacja staje się coraz bardziej napięta, z bardzo szybko spadającym bezrobociem i nasilającą się presją płacową. Silna presja płacowa może w naszej ocenie przełożyć się na wyższy wzrost cen, przynajmniej w usługach. Rynek mieszkaniowy także mocno rośnie i trend wzrostowy cen może wg nas przyspieszyć. Wartość nowych umów na dofinansowanie z UE w III kw. rozczarowała i była niższa niż na analogicznym etapie poprzedniej perspektywy (2007-2013), pierwszy raz od roku. Z drugiej strony, widzimy pozytywne zmiany w inwestycjach w maszyny i urządzenia, więc podtrzymujemy nasze prognozy inwestycji, chociaż zmieniamy nieco ich oczekiwaną strukturę. Jeśli chodzi o politykę fiskalną, szacujemy, że zwiększona ściągalskość VAT-u zostały osiągnięte niemal wyłącznie dzięki niższemu zwrotom i w 2018 jest niewielka szansa, aby poprawić wyniki na tym polu.

■ **Spodziewamy się zintensyfikowania dyskusji nt. podwyżek stóp w RPP w 2018,** chociaż nastawienie prezesa NBP pozostaje gołębie. Już teraz obóz jastrzębi liczy kilku członków i w przyszłym roku dołączyć do nich mogą kolejni.

■ **Inwestorzy w USA też zdecydowali się założyć różowe okulary po tym, jak ostatnie dane z amerykańskiej gospodarki okazały się być całkiem dobre mimo huraganów.** Rynek w końcu uwierzył w grudniową podwyżkę stóp Fed. Wywołało to znaczną korektę na rynku stopy procentowej pchając rentowności polskich obligacji najwyżej od sześciu miesięcy. W naszej ocenie, trend ten będzie kontynuowany, choć niska planowana podaź obligacji na aukcjach będzie ograniczać potencjał do osłabienia na krótkim końcu.

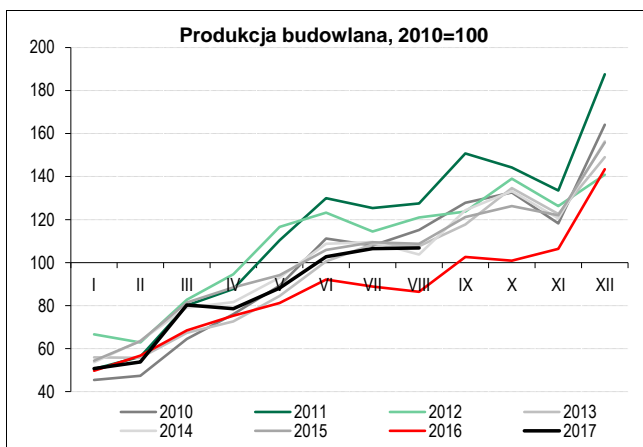
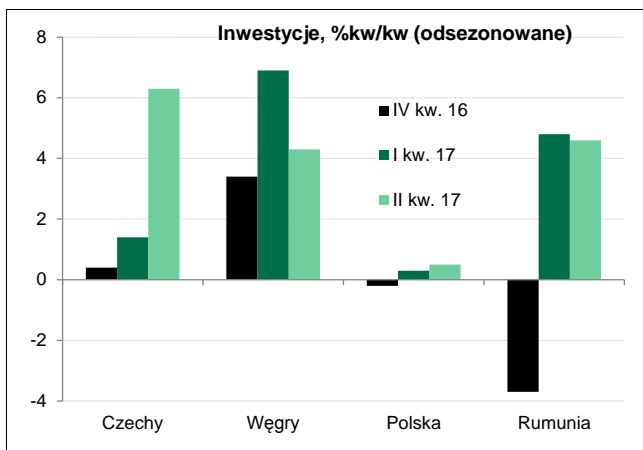
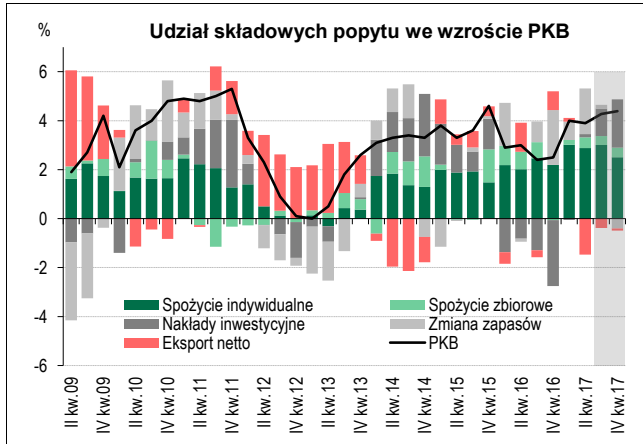
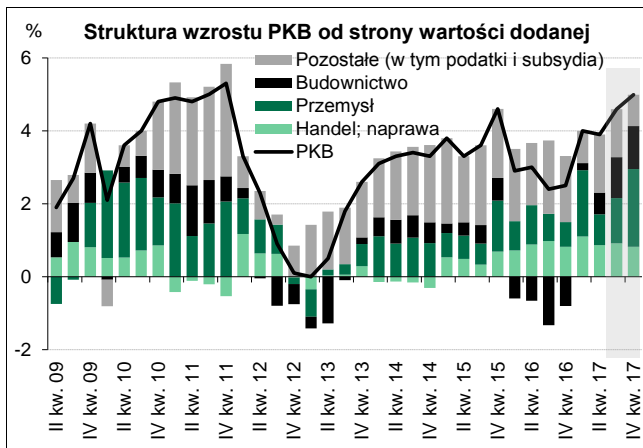
■ **Czynnikiem psującym ten pozytywny obraz są kwestie polityczne w Europie.** Sytuacja w Hiszpanii oraz dobry wynik skrajnej prawicy w wyborach parlamentarnych w Niemczech spowodowały wzrost obaw o stabilność głównych gospodarek strefy euro. Osłabiło to nieco złotego, który ustabilizował się nieznacznie powyżej 4,30 za euro, najwyżej od marca 2017. W naszej opinii, krajowa waluta może w najbliższym czasie oscylować nieco poniżej tego poziomu.

Na rynku finansowym 9 października 2017 r.:

Stopa depozytowa NBP	0,50	WIBOR 3M	1,73	EURPLN	4,3121
Stopa referencyjna NBP	1,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	1,71	USDPLN	3,6743
Stopa lombardowa NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 10 lat	3,41	CHFPLN	3,7541

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 9.10.2017 r.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, Eurostat, BZ WBK

Rewizja w górę prognoz wzrostu

▪ Zestaw mocnych danych za sierpień skłonił nas do rewizji w górę prognoz PKB na II półrocze. W III kw. gospodarka mogła przyspieszyć z 3,9% r/r do 4,3% a nasza prognoza na IV kw. wynosi teraz 4,4%. W sumie daje to wynik 4,2% dla całego roku.

▪ Dynamika produkcji w przemyśle przetwórczym przyspieszyła w sierpniu z 6,9% r/r do 8,6% r/r bez pomocy ze strony różnicy w dniach roboczych, co oznacza, że trend poprawy w aktywności gospodarczej uległ wzmocnieniu. Produkcja budowlana wypadła gorzej niż myśleliśmy, ale mimo to, jeśli spojrzeć łącznie z produkcją przemysłową, wskazuje na przekroczenie przez wzrost PKB 4% r/r w III kw., według rachunków wartości dodanej.

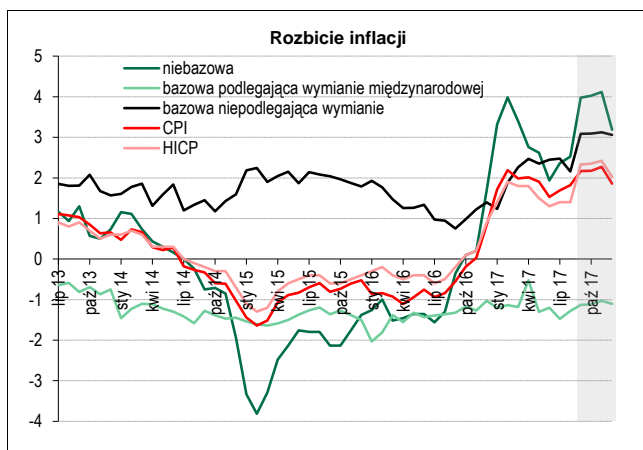
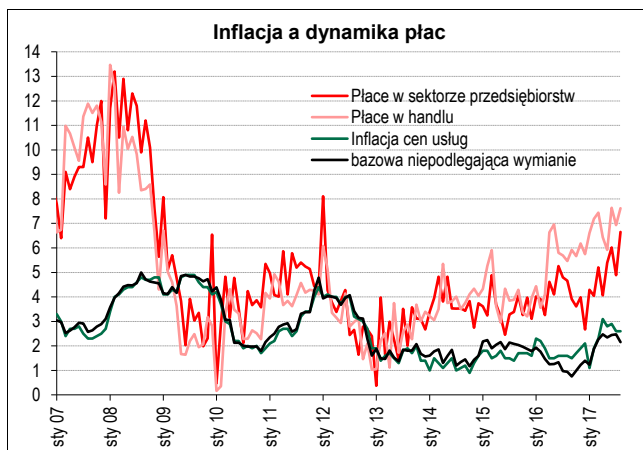
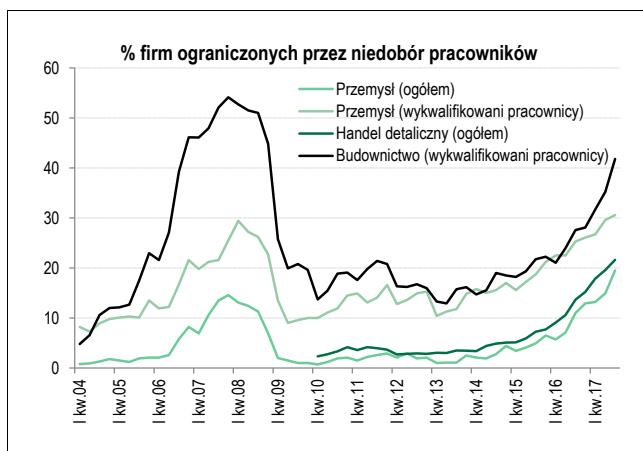
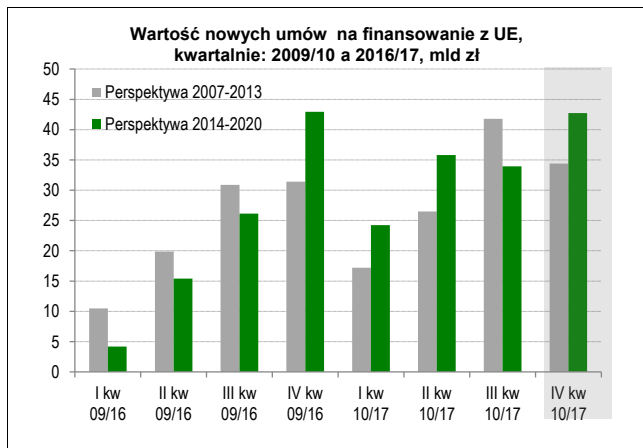
▪ Informacje dotyczące popytowej strony PKB, które napływały przez ostatni miesiąc potwierdziły, że konsumpcja prywatna powinna utrzymać dynamikę blisko 5% r/r w III kw. i kolejnych okresach. Realna sprzedaż detaliczna osiągnęła wynik zbliżony do naszych oczekiwań a optymizm konsumentów pozostał na rekordowo wysokim poziomie. Przyjęliśmy, że w III kw. w porównaniu z II kw. doszło do ograniczenia pozytywnego wkładu zapasów i negatywnego wkładu eksportu netto. Choć w okresie między III kw. 2016 i I kw. 2017 doszło do dość intensywnej akumulacji zapasów to w II kw. ta kategoria wciąż znacząco dołożyła się do PKB. Z kolei eksport netto w II kw. obciążał wzrost gospodarczy najbardziej od III kw. 2014 roku. Uważamy, że w III kw. zmiana zapasów była stosunkowo niewielka a jednocześnie realny eksport przyspieszył z rozczarowujących 2,8% r/r do 5,8%. Choć wciąż byłoby to gorsze tempo niż w przypadku realnego importu, to przyspieszenie ograniczyłoby ujemny wkład handlu zagranicznego do PKB z 1,5 pkt. proc. do 0,4pp. Na ograniczenie dodatniego wpływu zmiany zapasów wskazuje też porównanie z innymi krajami regionu (o ile Polska miałaby iść tą samą ścieżką). Węgry i Rumunia również odnotowały rozbudowę zapasów w II poł 2016 roku i I kw. 2017 roku, ale w II kw. zmiana zapasów stała się już w pierwszym kraju ujemna a w drugim poważnie zredukowana. Jednocześnie w krajach regionu doszło do ożywienia inwestycji: w Czechach o 6,3% kw/kw w II kw. (po odsezonowaniu), na Węgrzech o 6,9% kw/kw już w I kw. i dalsze 4,3% w II kw. a w Rumunii o ok. 4,7% kw/kw w obu kwartałach I poł 2017 roku. Polska pokazała skromne 0,3% k/k w I kw. i 0,5% w II kw.

Inwestycje – czas nadrobienia zaległości?

▪ Według w III kw. inwestycje w Polsce próbowały nadrobić zaległości. Szacujemy ich wzrost na 6,5% r/r, po zaledwie 0,8% w II kw. Teoretycznie same projekty finansowane ze środków UE powinny zapewnić wzrost do ok. 4,5% r/r. Z drugiej strony, pomimo wzrostów produkcji rządu 20% r/r w lipcu i sierpniu, sektor budowlany wciąż kroczy jedynie zwykłą ścieżką, jeśli chodzi o poziom produkcji, zamiast przebiegać dużo powyżej przeciętnej, tak jak w latach zrywu inwestycyjnego przed Euro2012. Zatem imponujący wzrost r/r produkcji budowlanej to wciąż jedynie pochodna tego jak źle sytuacja wyglądała w ubiegłym roku a nie oznaka siły sektora w 2017 roku.

▪ W skali całego sektora przedsiębiorstw mogła wciąż dominować ostrożność w kwestii podejmowania inwestycji, z uwagi na niedobory siły roboczej. Okazuje się jednak, że jeśli wniknąć w szczegóły, diagnoza tego jakie jest podejście firm do inwestycji nie jest aż tak prosta. To sektory o dużym udziale Skarbu Państwa (energetyka, górnictwo), zbiły łączne inwestycje w gospodarce w pobliże zera r/r w I poł. roku, podczas gdy małe i średnie przedsiębiorstwa według kwartalnego raportu NBP już w I kw. zwiększyły wydatki kapitałowe o ponad 20% r/r, kierując je przede wszystkim na podnoszące produktywność maszyny i urządzenia. Co więcej, wrześniowy raport PMI dla polskiego przemysłu przetwórczego (pokrywający duże firmy) wskazał inwestycje jako przyczynę optymizmu firm przy ocenie skali produkcji w perspektywie 12 miesięcy. To sugeruje, że już teraz duże firmy podejmują wysiłki w stronę zwiększenia mocy produkcyjnych.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, Eurostat, Ministerstwo Rozwoju, BZ WBK

Nieoczekiwane bariery dla inwestycji

Wspomniany w poprzednim MAKROskopie wzrost wydatków infrastrukturalnych w samorządach w II kw. o ok. 25% r/r może wcale nie oznaczać początku mocnego ożywienia inwestycji w tym obszarze w kolejnych kwartałach. Ochota samorządów na podejmowanie inwestycji wydaje się oczywista wobec wyborów za rok, ale z naszych obserwacji wynika, że pojawiły się przeszkody, które mogą ten proces opóźnić/spowolnić. Sygnałem ostrzegawczym mogą być m.in. informacje nt. nowych umów na projekty współfinansowane z UE. Porównując tempo przyrastania wartości kontraktów do odpowiednich lat poprzedniej perspektywy finansowej widać, że III kw. był słaby: po pierwsze, wypadł gorzej niż II kw., po drugie, przerwał serię odczytów lepszych niż te z trzeciego i czwartego roku perspektywy 2007-2013. Wciąż zakładamy, ale już z mniejszym przekonaniem, że ten wynik może zostać zrekompenzowany w IV kw.

Szukając przyczyn spowolnienia w zawieraniu umów natrafiłszy m.in. na sygnały dot. trudności w znalezieniu pracowników budowlanych. Niektóre firmy przestały rzekomo startować w przetargach budowlanych z uwagi na brak dostatecznych mocy przerobowych. Inną kwestią są wyższe koszty materiałów budowlanych. W rezultacie na przetargach jest mniej ofert, a te które się pojawiają mają tak wysokie szacunki kosztów, że nie mieszczą się w budżecie projektu. Jeśli takie sytuacje są powszechne to wynikiem może być ograniczenie dynamiki produkcji budowlanej i obniżenie wkładu zmiany zapasów do wzrostu PKB. Ale takie problemy odbijałyby się na realizacji projektów unijnych na późniejszym etapie niż podpisywanie umów. A to oznacza, że zator w kontraktacji może mieć raczej podłoże proceduralne – np. w postaci bardziej krytycznego podejścia agencji krajowych albo po stronie UE. Tak czy inaczej, perspektywy dla publicznych wydatków na infrastrukturę wydają nam się teraz mniej różowe niż wcześniej.

Nierównowaga rynku pracy może wpłynąć na CPI

Inflacja bazowa w ostatnich miesiącach stabilizowała się nieco poniżej 1% r/r, ale przewidujemy, że w 2018 r. może przyspieszyć do 2% r/r, co wg naszych szacunków wymagałoby wzrostu cen usług o ok. 5% r/r. Z jednej strony, za takim scenariuszem przemawiać będzie rosnąca dynamika płac. Dziesięć lat temu inflacja cen usług osiągnęła takie tempo po tym jak płace przyspieszyły ponad 8% r/r. Zakładamy, że dynamika płac niedługo znów wesprze się ponad 8%. Jednakże zdajemy sobie sprawę, że obecnie przełożenie płac na ceny może być słabsze niż przed dekadą, jako że w międzyczasie dokonał się postęp w automatyzacji, obniżający pracochłonność w sektorze usług. Z drugiej strony, o ile w ostatnich kilku latach pojawiały się decyzje administracyjne obniżające inflację bazową (darmowe podrećniki, darmowe leki dla seniorów), to w 2018 planowane jest kilka zmian mogących podbić inflację bazową: wprowadzenie akcyzy na e-papierosy, opłaty od butelek bezzwrotnych, opłata ekologiczna od torebek foliowych, wyższy VAT na niektóre produkty kosmetyczne, wyższe opłaty parkingowe, wyższy koszt badań technicznych dla niektórych kierowców, plus możliwe efekty wdrożonego już projektu „apteka dla aptekarza”. Poza tym, elementy inflacji bazowej niewystawione na konkurencję międzynarodową mogą być podatne na pośredni wpływ tegorocznego wzrostu inflacji niebazowej w sytuacji silnego popytu konsumpcyjnego.

Zakładamy, że inflacja bazowa dotrze do 2% r/r w II poł. 2018 r. Historycznie przebicie 1,5% (możliwe z początkiem 2018 r.) skłaniało RPP do rozpoczęcia podwyżek stóp. Drugi ważny bodziec dla Rady – przebicie celu inflacyjnego przez CPI – może wystąpić około połowy 2018 r. (choć naszym zdaniem po dotarciu tam inflacja wytraci impet). Część inflacji bazowej podlegająca wymianie prawdopodobnie pozostanie blisko -1% r/r dzięki aprecjacji złotego i ograniczonej globalnej inflacji. Inflacja usług już zaczęła odbijać i gdyby trzymała się relacji z płacami to do przebicia celu nie trzeba zakładać żadnych nietypowych zachowań po stronie żywności, ropy ani kursu walutowego. Póki, co RPP trzyma się podejścia „czekania na dane”.

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragmenty październikowego komunikatu RPP

W gospodarce światowej utrzymuje się ożywienie koniunktury. Dostępne dane wskazują na stabilizację wzrostu PKB w strefie euro w III kw. po przyspieszeniu w poprzednich kwartałach. W Stanach Zjednoczonych koniunktura jest dobra, choć niekorzystne zjawiska atmosferyczne mogły negatywnie wpłynąć na aktywność gospodarczą w ostatnich miesiącach. W Chinach miesięczne wskaźniki sygnalizują możliwość nieznacznego osłabienia dynamiki PKB w III kw.

Mimo ożywienia globalnej koniunktury inflacja za granicą pozostaje umiarkowana. Przyczynia się do tego wciąż niska wewnętrzna presja inflacyjna w wielu krajach. W ostatnim czasie nastąpił pewien wzrost cen niektórych surowców, w tym ropy.

Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera, w tym stopę depozytową poniżej zera, a także kontynuuje program skupu aktywów finansowych. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych kontynuuje natomiast stopniowe zacieśnianie polityki pieniężnej, rozpoczynając zmniejszanie swojej sumy bilansowej.

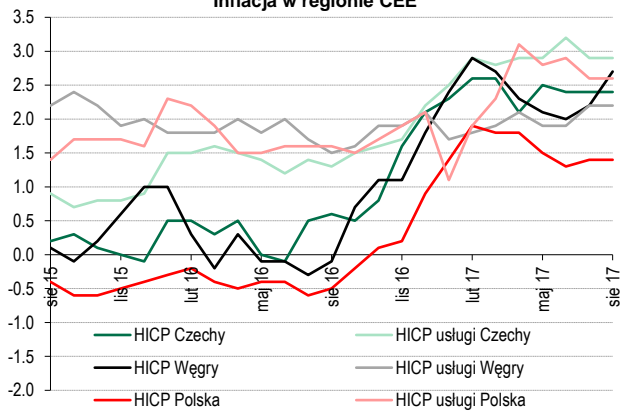
W Polsce napływające dane świadczą o utrzymaniu stabilnego wzrostu aktywności gospodarczej. Głównym czynnikiem wzrostu pozostaje popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, wypłaty świadczeń oraz bardzo dobre nastroje konsumentów. Jednocześnie wyraźny wzrost dynamiki produkcji budowlano-montażowej wskazuje na prawdopodobne ożywienie inwestycji.

Roczna dynamika cen konsumpcyjnych utrzymuje się na umiarkowanym poziomie. Jednocześnie, mimo przyspieszenia dynamiki płac w gospodarce, inflacja bazowa pozostaje niska.

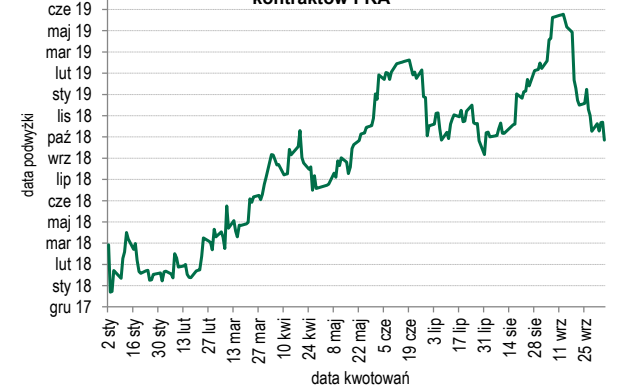
W ocenie Rady w kolejnych kwartałach inflacja pozostanie umiarkowana. Będzie się do tego przyczyniać umiarkowana dynamika cen w otoczeniu polskiej gospodarki, przy stopniowym wzroście wewnętrznej presji inflacyjnej związanym z poprawą krajowej koniunktury. W efekcie ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie jest ograniczone.

Rada podtrzymuje ocenę, że w świetle aktualnych danych i prognoz obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.

Inflacja w regionie CEE



Termin podwyżek stóp przez RPP implikowany z kontraktów FRA



Źródła: GUS, NBP, Eurostat, PAP, Thomson Reuters, BZ WBK

Komentarz i retoryka RPP bez zmian...

RPP pozostawiła stopy procentowe bez zmian, w tym główną na 1,50%. Komunikat z posiedzenia nie zmienił się istotnie, a Rada chce utrzymania polityki bez zmian. Kluczowy paragraf komunikatu, mówiący, że „obecny poziom stóp procentowych sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną” pozostaje bez zmian już od grudnia 2015 r. Na konferencji po posiedzeniu prezes Glapiński powtórzył, że nie widzi powodów do zmian stóp do końca 2018, bowiem gospodarka jest w równowadze, inflacja obniży się mimo ostatniego zaskoczenia w górę (choć ścieżka CPI może zostać zrewidowana nieco w górę w kolejnej projekcji).

... bo bankierzy centralni wierzą w niską inflację...

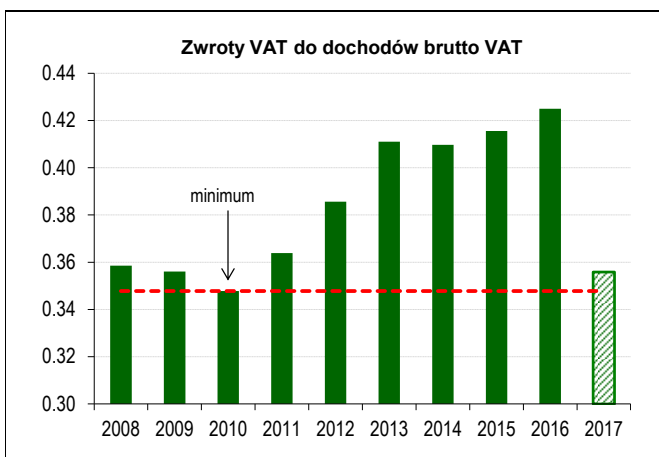
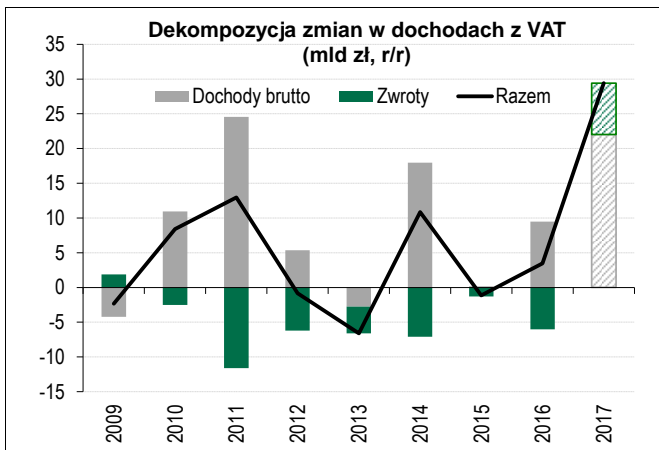
Dążność RPP do utrzymania stóp bez zmian wynika z ich przekonania, że inflacja pozostanie niska (Glapiński: „inflacja na 3,5% jest niewyobrażalna”). Jak wskazaliśmy na poprzednich stronach, sytuacja rynku pracy może przełożyć się na szybszy wzrost płac, co z kolei może pchnąć w górę CPI. Prezes NBP nie zgadza się z taką argumentacją i stwierdził, że istnieją jeszcze dla rynku pracy bufory: zbyt wysokie zatrudnienie w rolnictwie, niska aktywność zawodowa w małych miejscowościach, wśród kobiet i młodych ludzi. W zasadzie to się z tym zgadzamy, ale naszym zdaniem uruchomienie tych buforów wymaga czasu, zwłaszcza w kontekście polityki rządu, która raczej do aktywności zniechęca (500+, niższy wiek emerytalny). Dodatkowo, przed ich aktywacją musielibyśmy zobaczyć istotną zachętę (np. wydatny wzrost płac). Adam Glapiński stwierdził również, że wzrost płac ma słabe przełożenie na wzrost cen i jako przykład wskazał Węgry i Czechy, które notują dwucyfrowy wzrost płac przy niskiej inflacji. Warto jednak zauważyć, że ostatnio te kraje zanotowały przyspieszenie inflacji, zwłaszcza jeśli chodzi o ceny usług (Czechy 2,9% r/r, Węgry 2,2% r/r w sierpniu 2017 r.), które są bardziej podatne na zmiany jednostkowych kosztów pracy niż dobra podlegające wymianie międzynarodowej.

... ale zróżnicowanie poglądów w ramach RPP będzie rosło

Sytuacja wewnątrz RPP jest ciekawsza niż można było wnioskować na podstawie minimalnych zmian oficjalnych komunikatów. Trzech członków (E. Gatnar, Ł. Hardt i K. Zubelewicz) już teraz mówią o rychłym początku dyskusji o podwyżkach stóp. Naszym zdaniem silny wzrost płac skłoni kolejnych bankierów centralnych do dołączenia do tego klubu. Uważamy, że jest dwoje potencjalnych kandydatów: G. Ancyparowicz i J. Osiatyński. Osiatyński już w lipcu powiedział, że złoży wniosek o podwyżkę w przypadku wzrostu presji płacowej. G. Ancyparowicz powiedziała z kolei podczas konferencji po posiedzeniu w październiku, że podwyżki mogą zacząć się w połowie 2018 r., o ile płace będą rosły szybciej od oczekiwań, nastąpi odbicie inwestycji prywatnych i pojawią się zewnętrzne szoki. A. Glapiński, J. Kropiwnicki, R. Sura i J. Żyżyński wydają się być bardziej gołębi. R. Sura stwierdził nawet podczas ostatniej konferencji, że spodziewa się obniżenia presji płacowej. Najbardziej gołębiem członkiem pozostaje jednak E. Łon, ale jego pogląd o konieczności obniżek stóp jest raczej odosobniony.

Ogólnie, polityka pieniężna w Polsce robi się coraz ciekawsza. Jeśli nadchodzące dane o CPI i płacach zaskoczą w górę, to obecna mocna większość za utrzymywaniem stóp bez zmian może zmienić się w minimalną większość, co wpłynie na wyceniane przez rynek prawdopodobieństwo podwyżek stóp procentowych. W bazowym scenariuszu nadal spodziewamy się pierwszej podwyżki stóp o 25pb w IV kw. 2018 r., zakładając, że prezesowi NBP uda się jednak utrzymać większość w RPP do tego czasu.

Pod lupą: polityka fiskalna



Poprawa ściągłości głównie poprzez niższe zwroty

- Wyniki budżetu centralnego za sierpień pokazały dochody na poziomie 235 mld zł (110% harmonogramu na ten miesiąc), przy wydatkach 230 mld zł (95% harmonogramu), co dało nadwyżkę 4,9 mld zł, najlepszy wynik sierpniowy od kiedy dostępne są porównywalne dane (1995). Sytuacja budżetowa wciąż jest bardzo dobra, notowane są wysokie wzrosty dochodów podatkowych, zwłaszcza VATu (24,6% r/r w styczniu-sierpniu), CITu (13,3% r/r) i PITu (8,3% r/r). Pozostajemy przy naszej prognozie, że na koniec roku deficyt wyniesie 30-35 mld zł i jest ona spójna z oczekiwaniami rządu na poziomie 33 mld zł.

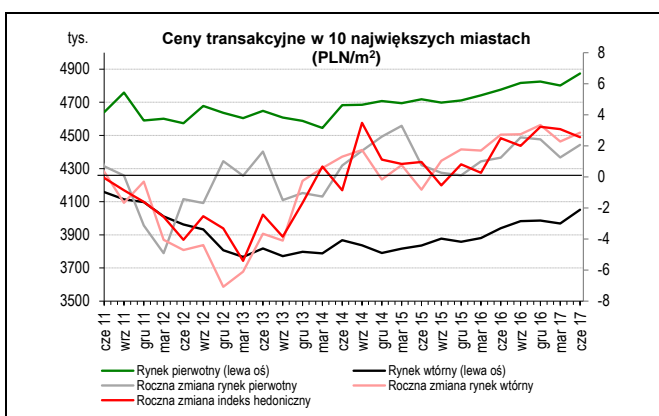
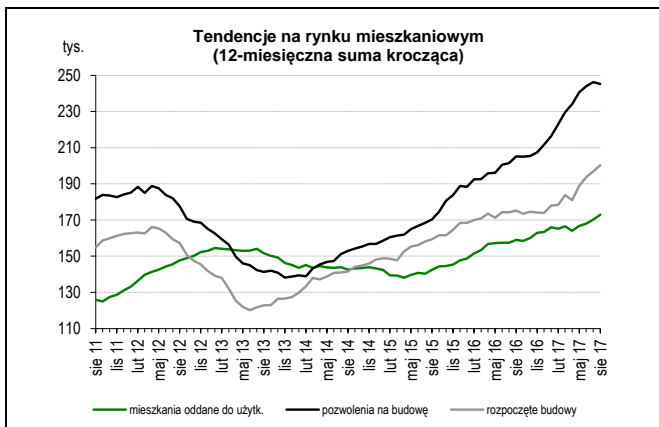
- Wysoka stopa wzrostu dochodów z VAT wygląda imponująco, a taka skala poprawy wynika z trzech elementów: szybkiego wzrostu gospodarczego napędzanego konsumpcją, poprawy ściągłości podatków i polityką zarządzania zwrotami podatku.

- Wpływy brutto z tytułu VAT (czyli bez zwrotów) w okresie styczeń-lipiec 2017 r. wyniosły 140 mld zł wobec 130 mld zł rok wcześniej (wzrost o 7,9% r/r). Zwroty z kolei wyniosły 44,2 mld zł wobec 53,5 mld zł rok wcześniej (-17,2% r/r).

- Spodziewamy się, że w całym roku dochody z VAT wyniosą netto 156 mld zł. Nasz model sugeruje, że poprawa ściągłości przyniesie ok. 11-13 mld zł dodatkowych wpływów, co oznacza, że wzrost VAT po wyłączeniu lepszej ściągłości to ok. 8-10% r/r. Co ciekawe, nasz szacunek wzrostu VAT bez efektu poprawy ściągłości jest bardzo podobny do wzrostu dochodów brutto z VAT. To sugeruje, że poprawa ściągłości ma wyraz w zasadzie tylko w obniżeniu zwrotów.

- W tym roku stosunek zwrotów do dochodów brutto VAT będzie blisko historycznego minimum. To pozwala wątpić, czy możliwa jest dalsza znacząca poprawa na tym polu w 2018 r. (projekt budżetu zakłada dodatkowe 10 mld zł z poprawy ściągłości).

Pod lupą: rynek mieszkaniowy



Rynek mieszkaniowy się rozpędza

- Polski rynek mieszkaniowy jest w fazie szybkiego wzrostu: 12-miesięczna suma mieszkań oddanych do użytkowania w sierpniu 2017 r. wyniosła 172,9 tys., najwięcej od sierpnia 2009 r. Spodziewamy się dalszego wzrostu podaży na tym rynku, jako że liczba rozpoczętych budów osiągnęła 200,3 tys. (najwięcej od kiedy dostępne są porównywalne dane tj. 2007) a liczba pozwoleń na budowę 246,2 tys. (najwięcej od sierpnia 2008).

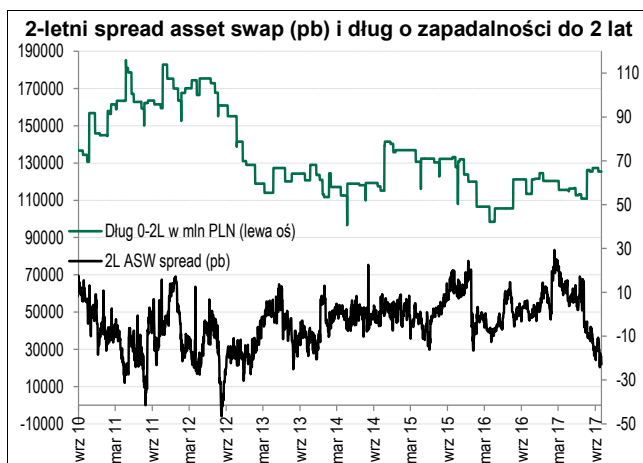
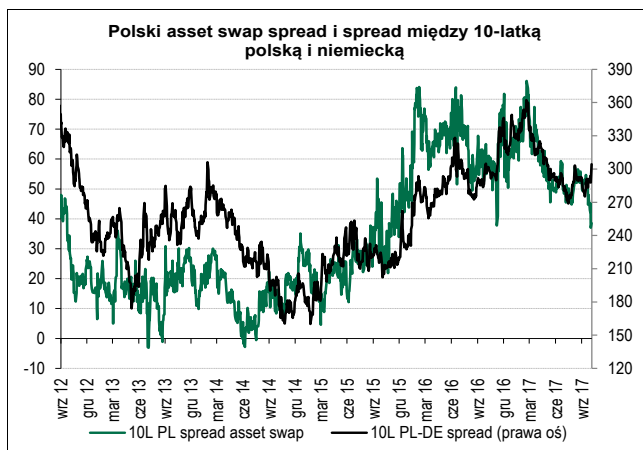
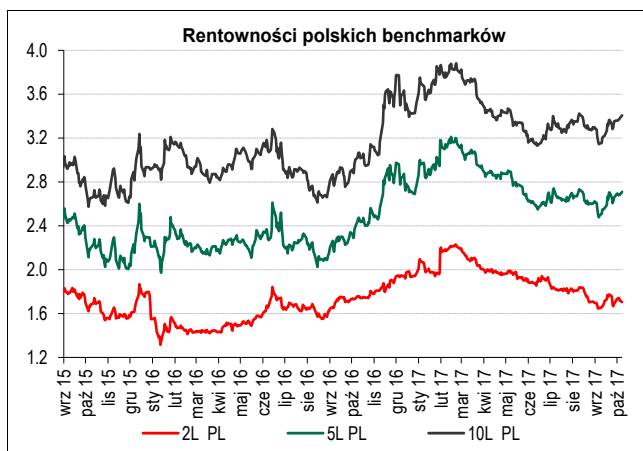
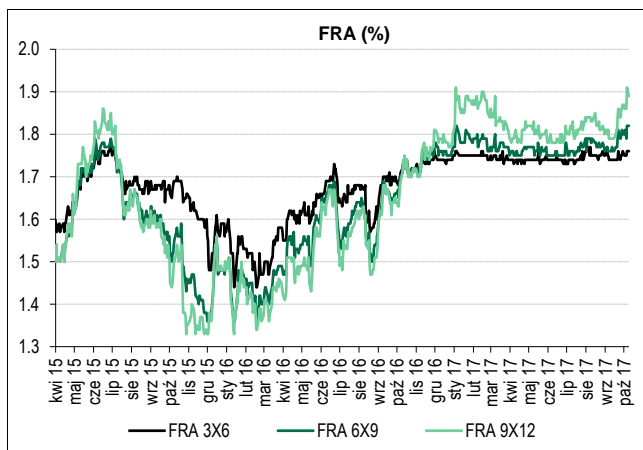
- Sprzedaż również jest mocna, a w 6 największych miastach (Warszawa, Kraków, Wrocław, Trójmiasto, Poznań, Łódź) osiągnęła 17,6 tys. w II kw. 2017 r. (+16,6% r/r). Sprzedaż 12-miesięczna wyniosła 68,9 tys., najwięcej od kiedy dostępne są porównywalne dane (2008). Pewną negatywną presję na sprzedaż wywierało wyczerpanie środków z programu MdM. Jednak wydaje się, że popyt jest napędzany przede wszystkim przez inwestorów, którzy szukają zarobku wobec ujemnych realnych stóp procentowych.

- Główne indeksy cen (NBP, BIS) wskazują na wzrost w granicach 2-3% r/r w II kw. 2017 r. Jednak w niektórych miastach ceny rosną już w tempie dwucyfrowym (Trójmiasto, Zielona Góra). Jednocześnie rośnie dostępność finansowa mieszkań, gdyż wzrost płac jest szybszy niż wzrost cen.

- Sprzedaż kredytów hipotecznych urosła o 13,3% r/r w I poł. 2017 r. i osiągnęła 22,7 mld zł, najwięcej od 2011 r. Marże były stabilne i oscylowały nieco poniżej 270pb.

- Spodziewamy się rosnącej podaży i popytu. Podaż będzie wspierana dużą liczbą budów i pozwoleń, podczas gdy popyt silnym rynkiem pracy i niskimi stopami. Jednakże, deweloperzy mierzą się z ograniczoną podażą ziemi (zwłaszcza w Warszawie), co może mieć ujemny wpływ na podaż i dodatni na ceny.

Rynek stopy procentowej



Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Rentowności rosły za sprawą mocnych danych

▪ Początek miesiąca upłynął pod znakiem spadków stawek IRS. Zniżki te były napędzane przez oczekiwania na informację o odwleczeniu w czasie wychodzenia z luzowania ilościowego przez EBC. Komentarze z tym związane oraz bardzo łagodny wydzźwięk konferencji EBC (gdzie M. Draghi stwierdził, że gospodarka europejska potrzebuje wsparcia ze strony polityki monetarnej) doprowadziły do spadków stawek IRS do najniższych poziomów od początku czerwca 2017 roku. Dodatkowym impulsem, który wpłynął na tak silne zjazdy stawek było podniesienie prognoz wzrostu gospodarczego na 2017 rok dla Polski przez agencję ratingową Moody's oraz obniżenie prognoz deficytu fiskalnego. W konsekwencji stawki IRS spadły do 1,84% dla 2L, 2,16% dla 5L i 2,61% dla 10L. Od początku drugiej dekady września mamy do czynienia z trwałym wzrostem stawek IRS, napędzany przez rosnące oczekiwania na podwyżkę stóp w USA w grudniu oraz uruchomienia programu redukcji bilansu Fed. Dodatkowo podwyżki krajowych stawek IRS były wspierane przez bardzo dobre dane makro z kraju i Eurostrefy. W efekcie krzywa IRS przesunęła się w górę do 1,98% dla 2L, 2,46% dla 5L i 2,92% dla 10L, poziomów nie notowanych od przełomu marca i kwietnia br.

▪ Rentowności krajowych papierów skarbowych podążały za kontraktami IRS, przesuując się z poziomów bliskich czerwcowym minimum w okolice szczytów, które ostatni raz widzieliśmy w sierpniu bieżącego roku, jednak nie przebijając ich. Wyjątkiem były papiery 2L, które nie były w stanie zbliżyć się do sierpniowych szczytów. Skala wzrostów rentowności była jednak niższa niż w przypadku kontraktów IRS, ze względu na postępujący spadek ryzyka kredytowego po poprawie ocen sytuacji fiskalnej i perspektyw wzrostu przez agencje ratingowe. Dodatkowe paliwo dla spadków marż ASW zostało dostarczone przez Ministerstwo Finansów, które zaprezentowało bardzo dobre wyniki budżetu (o czym więcej w części o polityce fiskalnej). W rezultacie na początku października rentowności długu wzrosły do 3,47% dla 10L, 2,75% dla 5L i 1,76% dla 2L. Jednocześnie doszło do spadku kosztu ryzyka kredytowego o około 5-6 pb na całej długości krzywej ASW.

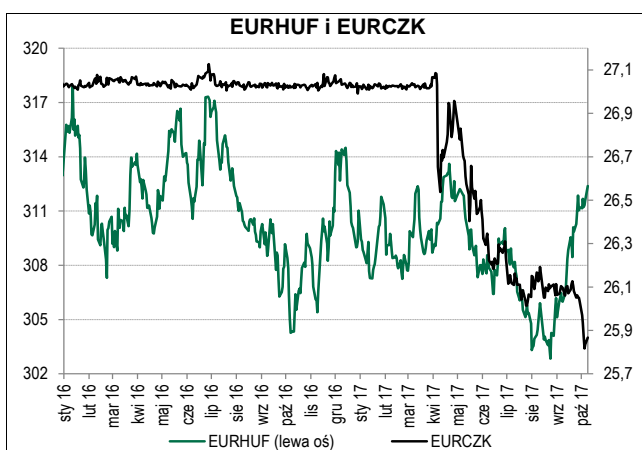
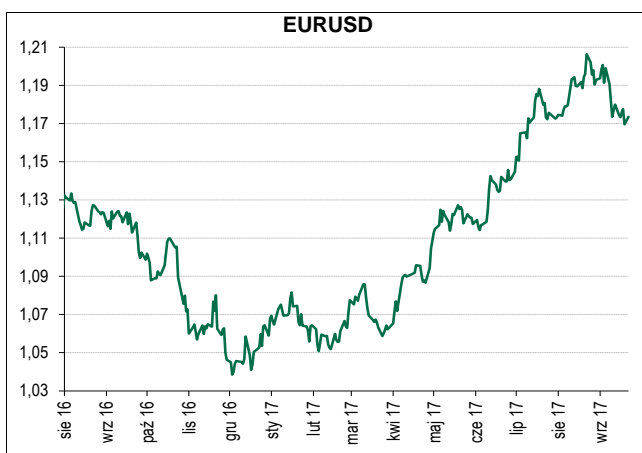
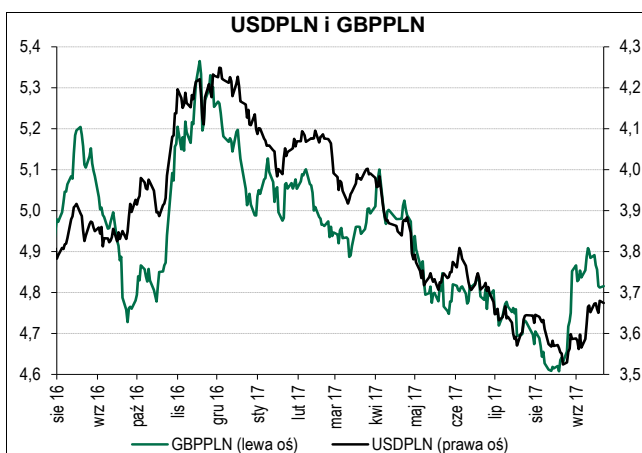
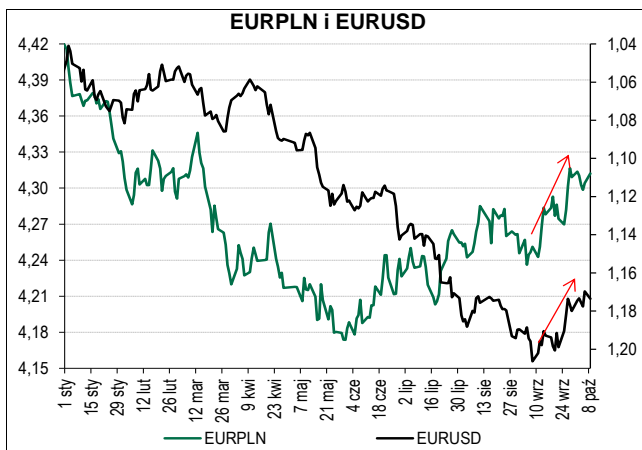
▪ Obecnie stawki FRA w kalkulują w pełni podwyżkę stóp w październiku 2018 r.

Zaostrzenie polityki przez Fed może osłabić krajowe obligacje

▪ W perspektywie końca miesiąca spodziewamy się presji na obniżki rentowności w krótkim końcu krzywej w konsekwencji wykupów długu w październiku. Efekt spadku stawek będzie naszym zdaniem bardziej odczuwalny na krzywej ASW niż na krzywej rentowności, co będzie skutkiem spodziewanego spadku podaży krótkich obligacji. Naszym zdaniem Ministerstwo będzie oferować dłuższe zapadalności, by zbliżyć się do celu w postaci przeciętnej zapadalności długu na poziomie 5L. W środku i długim końcu krzywej spodziewamy się stabilizacji wycen na zbliżonych do obecnych poziomach. Pozytywny wpływ dobrych danych budżetowych i ze sfery realnej w kraju powinien być równoważony przez oczekiwania wzrostów stóp w USA (spodziewamy się podwyżki o 25 pb. w grudniu). Ponadto negatywnie na obligacje mogą działać informacje na temat następców szefa Fed. Dwóch (Cohn i Warsh) z trzech kandydatów są postrzegani jako jastrzębie. Z punktu widzenia krajowych danych inwestorzy obawiają się o perspektywy inflacji, po tym jak wstępne dane za wrzesień (2,2% r/r) zaskoczyły w górę.

▪ W perspektywie końca roku oczekujemy silniejszych ruchów w górę w długim końcu i środku krzywej, gdy rynek zacznie mocniej dyskontować podwyżki stóp w USA w przyszłym roku. Krótki koniec prawdopodobnie także ucierpi na tym, jednak tutaj skala wzrostów będzie istotnie mniejsza ze względu na zapowiedzianą niską podaż długu w IV kw. (rzędu 8-16 mld PLN, w ramach dwóch aukcji).

Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

EURPLN pozostanie poniżej 4,33

▪ Złoty osłabił się nieznacznie od zeszłego miesiąca i kurs EURPLN ustabilizował się w nowym przedziale 4,29-4,33 wskutek umocnienia dolara na globalnym rynku i obaw o nasilenie się konfliktu w obozie rządzącym po tym jak rząd nie poparł propozycji zmian w systemie sądowym przedstawionych przez prezydenta Dudę. Krajowe dane makro były zaskakująco dobre ograniczając potencjał do osłabienia złotego.

▪ Zakładamy, że EURPLN pozostanie poniżej 4,33 do końca roku. Jak napisaliśmy miesiąc temu, okoliczności krajowe (mocne dane makro, lepsze od planu wyniki budżetu i pozytywne sygnały z agencji ratingowych) powinny mieć pozytywny wpływ na złotego. Konflikt z Komisją Europejską nie powinien być istotnym czynnikiem bowiem szanse na wprowadzenie dotkliwych sankcji finansowych są na ten moment niewielkie. Dodatkowo, ostatnie dane ze świata był wciąż bardzo dobre, co powinno wspierać rynki akcyjne. Zakładamy, że jakiegokolwiek ruchy EURPLN w górę będą też wykorzystywane przez eksporterów ograniczając potencjał do osłabienia złotego.

▪ Z drugiej strony, przestrzeń do umocnienia krajowej waluty może w najbliższym czasie ograniczać mocny dolar. Jak piszemy poniżej, zakładamy, że amerykańska waluta będzie zyskiwać do końca roku. Pierwszy wykres pokazuje, że korelacja EURPLN i EURUSD wzrosła w ostatnim czasie i kontynuacja korekty spadkowej EURUSD może ograniczać potencjał do umocnienia złotego do euro. Jednocześnie, zakładamy że FOMC podniesie stopy tylko wtedy kiedy na rynku będzie panował pozytywny nastrój oraz prognozy solidnego wzrostu w przyszłym roku nie będą zagrożone – wysoki popyt na ryzykowne aktywa powinien przynajmniej w pewnym stopniu być korzystny dla krajowej waluty.

Szanse na mocniejszego dolara

▪ Trend wzrostowy EURUSD zatrzymał się na przełomie sierpnia i września. Na przestrzeni miesiąca w strefie euro nie pojawiły się już kolejne na tyle mocne dane, aby jeszcze bardziej umocnić wspólną walutę. Jednocześnie, rosną szanse na przeprowadzenie reformy podatkowej w USA. Wynik niemieckich wyborów parlamentarnych sugeruje z kolei, że tworzenie nowego rządu może potrwać dłuższą chwilę, a FOMC podtrzymał swoją ocenę, że w tym roku możliwa jest jeszcze jedna podwyżka stóp w USA. W efekcie, EURUSD spadł do 1,17 z ok. 1,21.

▪ W naszej ocenie, do końca roku dolar może jeszcze się umocnić. Rynek wciąż nie wycenia jeszcze w pełni grudniowej podwyżki stóp Fed o 25 pb, a dane z Europy mogą już nie być tak mocne jak były w ostatnich miesiącach. Dodatkowo, retoryka EBC pozostaje dość gołębia i bank centralny nie spieszy się z przedstawieniem planu wygaszania programu skupu aktywów.

Forint słaby, rubel stabilny, korona zyskuje

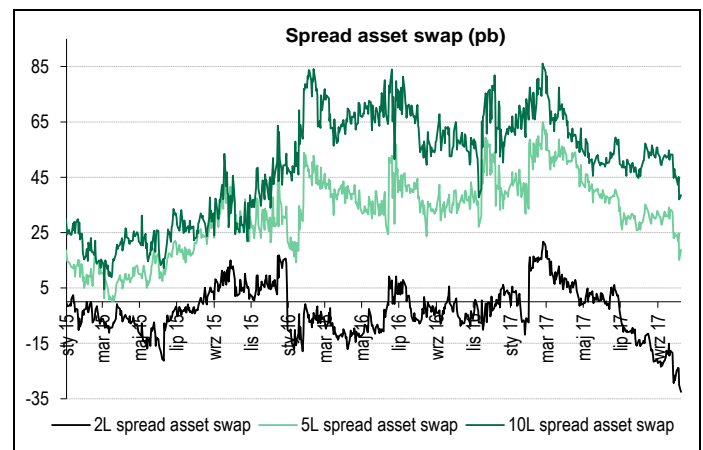
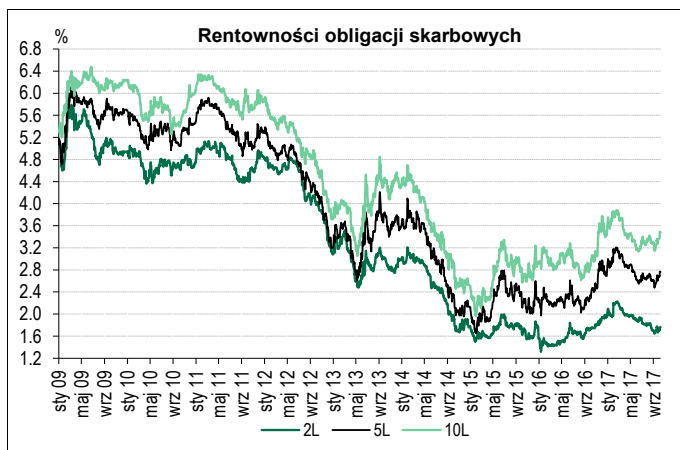
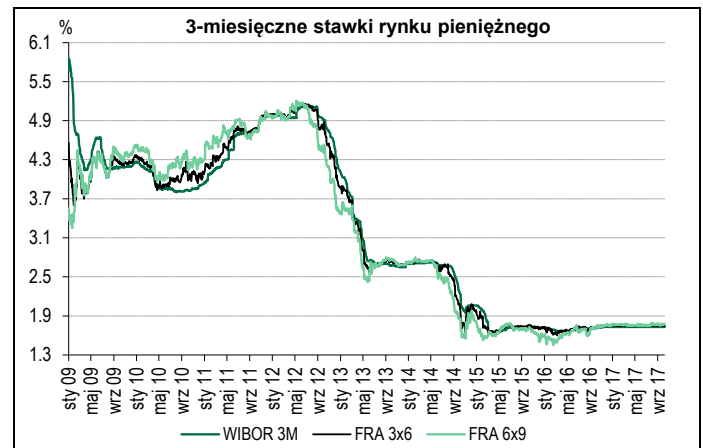
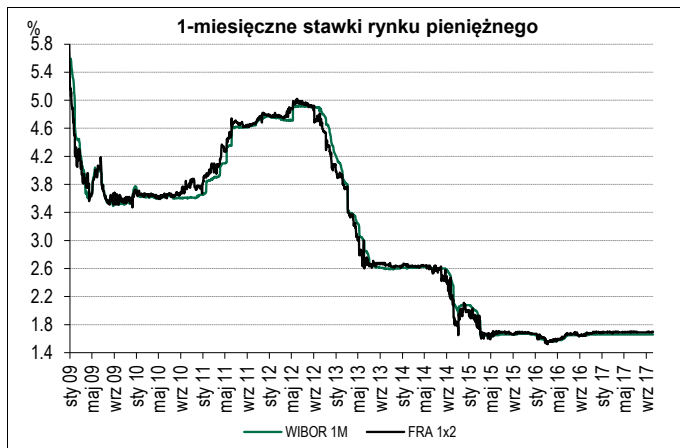
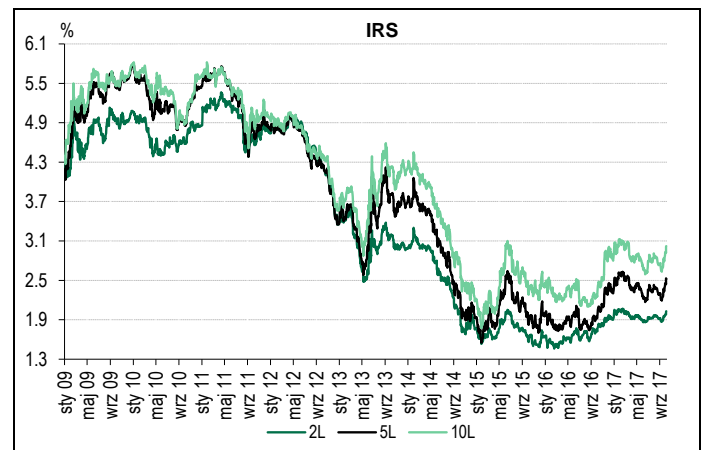
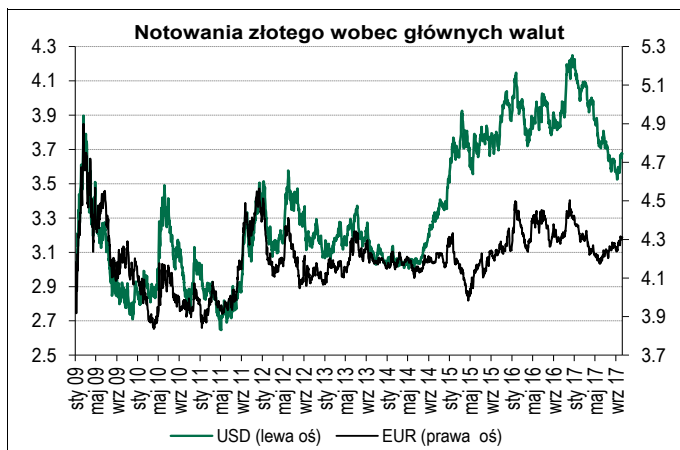
▪ W przypadku pozostałych walut w regionie, forint stracił, rubel był stabilny, a czeska korona zyskała.

▪ EURHUF wzrósł przejściowo powyżej 312 (najwyżej od sierpnia), ponieważ węgierski bank centralny (MNB) obniżył miesięczną stopę depozytową i podtrzymał deklarację, że polityka pieniężna może być jeszcze luzowana jeśli będzie taka potrzeba. Jego gołębia retoryka kontrastowała z jastrzębim nastawieniem Fed-u osłabiając forinta.

▪ USDRUB ustabilizował się blisko 57,6 po tym jak spadł do 56,7 w wyniku wzrostu cen ropy.

▪ Czeska korona wznowiła trend aprecjacyjny po prawie trzech miesiącach stabilizacji w relacji do euro. EURCZK spadł poniżej 26 i osiągnął 25,8, najniższy poziom od listopada 2013 kiedy bank centralny Czech zapowiedział, że nie będzie tolerował kursu EURCZK poniżej 27,0. W ostatnich tygodniach korona zyskiwała dzięki oczekiwaniom, że kolejna podwyżka stóp będzie miała miejsce jeszcze w tym roku.

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
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					22.09	PS1016/WZ0117/PS0417	PS0721/WZ0120/WZ0126
Wrzesień	1.09	OK/DS/WZ	4000-7000	7593,5					3.11	WZ0117/PS0417/DS1017	OK1018/IZ0823/DS0727
październik	6.10	OK1018/DS0727	3000-6000	6806,5	21.10	WZ0121/PS0422/WZ1122	6000-10000	9943,1	15.12	WZ0117/PS0417/DS1017	OK0419
Listopad	17.11	PS/WZ	3000-5000	3649,0							
Grudzień											
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	25.05	OK0717/DS1017	OK/PS/WZ/DS
Maj	18.05	OK/PS/WZ/DS	3000	3000					22.06	OK0717/DS1017/WZ0118	OK/PS/WZ/DS
Czerwiec	9.06	OK/PS/WZ/DS/WS	3000	3000							

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja odkupu

Kalendarz wydarzeń i publikacji

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

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	Okolo 50 dni roboczych po okresie sprawozdawczym											
Bilans płatniczy*			31						29			
Bilans płatniczy	13	13	16	13	15	13		11	13	16	10	
Podaż pieniądza	13	14	14	14	12	14		23	22	23	23	

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

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		wrz 16	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17	lut 17	mar 17	kwi 17	maj 17	cze 17	lip 17	sie 17	wrz 17	paź 17
PMI	pkt.	52,2	50,2	51,9	54,3	54,8	54,2	53,5	54,1	52,7	53,1	52,3	52,5	53,7	54,4
Produkcja przemysłowa	% r/r	3,2	-1,3	3,1	2,1	9,1	1,1	11,1	-0,6	9,1	4,5	6,2	8,8	6,1	14,2
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-15,3	-20,1	-12,8	-8,0	2,1	-5,3	17,2	4,3	8,4	11,6	19,8	23,5	16,6	27,5
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	4,8	3,7	6,6	6,4	11,4	7,3	9,7	8,1	8,4	6,0	7,1	7,6	7,6	8,2
Stopa bezrobocia	%	8,3	8,2	8,2	8,3	8,6	8,5	8,1	7,7	7,4	7,1	7,1	7,0	6,9	6,7
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	3,9	3,6	4,0	2,7	4,3	4,0	5,2	4,1	5,4	6,0	4,9	6,6	5,9	6,9
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	3,2	3,1	3,1	3,1	4,5	4,6	4,5	4,6	4,5	4,3	4,5	4,6	4,6	4,5
Eksport (w euro)	% r/r	3,5	-1,0	4,3	9,0	15,1	6,4	19,7	2,5	18,5	6,5	10,2	13,8	5,0	15,0
Import (w euro)	% r/r	3,5	1,3	5,2	9,8	16,0	10,5	19,8	3,8	20,4	13,0	12,8	14,1	8,0	16,0
Bilans handlowy	mIn EUR	67	187	239	48	477	-169	330	524	8	-124	-547	-434,0	-396	62
Rachunek bieżący	mIn EUR	-874	-14	-97	-106	2 548	-514	-405	459	-297	-1 114	-878	-602	-1 009	292
Rachunek bieżący	% PKB	-0,5	-0,4	-0,5	-0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	-0,5	-0,5	-0,4	-0,5	-0,4
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-20,6	-24,6	-27,6	-46,2	6,7	0,9	-2,3	-0,9	-0,2	5,9	2,4	4,9	-3,1	-16,9
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	37,7	45,0	50,4	84,3	-11,4	-1,4	3,8	1,5	0,3	-9,9	-4,0	-8,2	5,2	28,5
Inflacja (CPI)	% r/r	-0,5	-0,2	0,0	0,8	1,7	2,2	2,0	2,0	1,9	1,5	1,7	1,8	2,2	2,2
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,6	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	1,0	0,9
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	0,2	0,6	1,8	3,2	4,0	4,5	4,8	4,2	2,4	1,8	2,2	3,0	3,1	2,7
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	9,4	8,7	9,7	9,6	8,5	8,2	7,8	6,7	6,3	5,0	5,0	5,5	5,6	5,8
Zobowiązania	% r/r	9,1	8,7	9,6	9,1	8,3	7,7	7,3	6,1	5,7	4,5	4,6	5,1	5,2	5,3
Należności	% r/r	3,7	3,9	4,8	4,7	3,5	4,8	5,3	4,5	4,8	4,4	4,5	4,9	4,8	4,8
EUR/PLN	PLN	4,32	4,31	4,39	4,44	4,37	4,31	4,29	4,24	4,20	4,21	4,24	4,26	4,27	4,27
USD/PLN	PLN	3,86	3,91	4,07	4,20	4,11	4,05	4,02	3,96	3,80	3,75	3,68	3,61	3,59	3,65
CHF/PLN	PLN	3,96	3,96	4,08	4,13	4,08	4,04	4,01	3,95	3,85	3,87	3,83	3,74	3,73	3,74
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	%	1,71	1,72	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73
Rentowność obligacji 2L	%	1,71	1,75	1,85	1,95	2,01	2,20	2,08	1,98	1,95	1,90	1,82	1,78	1,70	1,68
Rentowność obligacji 5L	%	2,26	2,43	2,74	2,80	2,94	3,15	3,02	2,87	2,79	2,61	2,65	2,65	2,60	2,70
Rentowność obligacji 10L	%	2,85	3,01	3,41	3,55	3,69	3,82	3,66	3,42	3,35	3,19	3,30	3,33	3,27	3,45

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK;

^a nominalnie; ^b wartość na koniec okresu;

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2015	2016	2017	2018	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
PKB	mld PLN	1 798,3	1 851,2	1 966,2	2 090,4	453,8	474,3	482,1	556,0	482,7	507,0	512,0	588,7
PKB	% r/r	3,8	2,7	4,2	3,8	4,0	3,9	4,3	4,4	4,0	4,2	3,6	3,5
Popyt krajowy	% r/r	3,3	2,4	4,8	3,9	4,1	5,6	4,8	4,6	4,1	4,1	3,8	3,7
Spożycie indywidualne	% r/r	3,0	3,8	4,9	4,9	4,7	4,9	5,0	5,0	5,0	4,9	4,8	4,7
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	6,1	-7,9	4,7	8,0	-0,4	0,8	6,5	8,1	8,0	8,0	8,0	8,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	4,8	2,9	6,9	5,6	7,3	4,3	7,0	9,1	5,1	5,6	7,2	4,4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	0,3	-14,6	14,2	13,6	5,6	8,4	19,8	18,2	16,6	19,8	12,7	9,0
Sprzedż detaliczna ^a	% r/r	1,5	3,9	8,2	8,0	9,6	7,6	7,6	8,1	7,5	8,8	9,7	6,2
Stopa bezrobocia ^b	%	9,7	8,3	7,0	6,2	8,1	7,1	6,9	7,0	7,1	6,3	6,1	6,2
Place brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	3,3	3,8	5,8	7,7	4,1	5,0	5,5	7,6	7,8	7,8	7,6	8,0
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,9	2,3	3,6	0,8	3,2	3,0	3,4	3,2	1,1	0,9	0,6	0,5
Eksport (w euro)	% r/r	8,5	3,1	10,5	9,0	13,8	8,9	9,5	9,8	9,0	9,0	9,0	9,0
Import (w euro)	% r/r	5,0	2,7	12,7	9,6	15,5	12,3	11,6	11,8	10,0	9,5	9,5	9,5
Bilans handlowy	mIn EUR	2 213	2 935	-707	-1 997	641	410	-1 377	-381	214	205	-1 744	-671
Rachunek bieżący	mIn EUR	-2 405	-1 254	-1 775	-2 107	1 659	-951	-2 489	6	1 571	-997	-2 680	0
Rachunek bieżący	% PKB	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4	0,1	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-2,6	-2,4	-2,4	-2,7	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	-0,9	-0,6	1,9	2,4	2,0	1,8	1,9	2,1	2,1	2,5	2,5	2,3
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	-0,5	0,8	1,9	2,3	2,0	1,5	2,2	1,9	2,1	2,5	2,5	2,3
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	0,3	-0,2	0,7	1,8	0,3	0,8	0,8	1,0	1,6	1,6	1,9	2,1
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-2,2	-0,2	2,9	2,2	4,4	2,8	2,8	1,7	0,8	2,3	2,8	2,7
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	9,1	9,6	6,8	8,6	7,8	5,0	5,6	6,8	7,3	7,7	8,2	8,6
Zobowiązania ^b	% r/r	9,0	9,1	6,6	8,6	7,3	4,5	5,2	6,6	7,1	7,6	8,1	8,6
Należności ^b	% r/r	6,9	4,7	4,2	6,0	5,3	4,4	4,8	4,2	4,7	5,1	5,5	6,0
EUR/PLN	PLN	4,18	4,36	4,26	4,22	4,32	4,22	4,26	4,26	4,22	4,23	4,23	4,22
USD/PLN	PLN	3,77	3,95	3,80	3,61	4,06	3,83	3,63	3,67	3,67	3,64	3,59	3,55
CHF/PLN	PLN	3,92	4,00	3,86	3,67	4,04	3,89	3,77	3,76	3,73	3,71	3,68	3,58
Stopa referencyjna ^b	%	1,50	1,50	1,50	1,75	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75
WIBOR 3M	%	1,75	1,70	1,73	1,76	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73	1,87
Rentowność obligacji 2L	%	1,70	1,63	1,87	2,21	2,10	1,94	1,77	1,69	1,87	2,19	2,32	2,44
Rentowność obligacji 5L	%	2,21	2,35	2,80	3,11	3,03	2,76	2,64	2,76	3,02	3,12	3,10	3,19
Rentowność obligacji 10L	%	2,69	3,04	3,46	3,79	3,72	3,32	3,30	3,50	3,71	3,80	3,78	3,86

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 9.10.2017 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
Konrad Soszyński	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 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