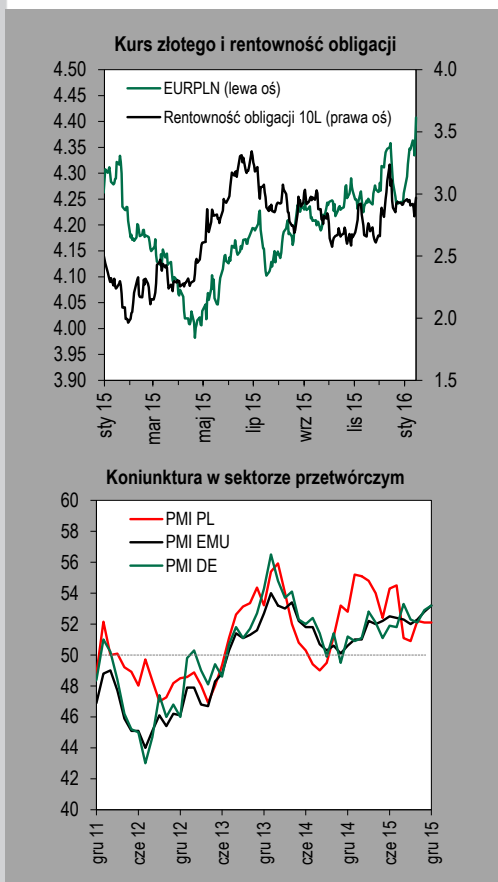


# MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

Styczeń 2016

## Gdzie jesteśmy teraz?



### W tym miesiącu:

Gospodarka Polski	2
Pod lupą: polityka pieniężna	4
Pod lupą: polityka fiskalna	5
Rynek stopy procentowej	7
Rynek walutowy	8
Monitor rynku	9
Kalendarz makroekonomiczny	10
Dane i prognozy ekonomiczne	11

### 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](http://skarb.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

■ Od publikacji naszego grudniowego MAKROskopu Perspektywy 2016, w polskiej gospodarce nie zaszły poważniejsze zmiany. Dane potwierdziły, że wzrost PKB pozostał mocny, a wskaźniki wyprzedzające sugerują, że powinien on pozostać w przedziale 3-3,5% w nadchodzących kwartałach. Ostatnie dane o bilansie płatniczym wskazują nawet na ryzyko w górę w IV kw. 2015 r. (wyższy wkład eksportu netto). Pomimo wyższego wzrostu, który w większym stopniu może opierać się na konsumpcji (wobec luźniejszej polityki fiskalnej), obniżyliśmy naszą prognozę inflacji. O ile obniżka cen gazu i energii elektrycznej nie była dla nas zaskoczeniem, to wydaje się, że efekt suszy na ceny żywności był krótszy niż sądziliśmy (widoczny był przez dwa miesiące, a nie cztery, jak zakładaliśmy). Niższe ceny surowców obniżą inflację na całym świecie. Jakie są zatem nasze oczekiwania odnośnie do krajowej ścieżki inflacji w 2016 r.? Niższy punkt startowy oznacza, że deflacja w 2016 r. potrwa dłużej. Możliwe, że nawet do września.

■ Kiedy jeszcze w zeszłym roku rynek zaczął wyceniać obniżkę stóp NBP w skali 25-50 pb na początku 2016 r., wynikało to przede wszystkim z oczekiwanej zmiany składu RPP (ośmiu nowych członków w I kw. 2016 r.). Na przełomie 2015 i 2016 r. skala wycenianych cięć obniżyła się, jednak uważamy, że nowe perspektywy inflacyjne, które znajdują zapewne odzwierciedlenie w marcowej projekcji inflacyjnej NBP, będą wsparciem dla prognoz poluzowania polityki pieniężnej.

■ Senat wybrał trzech członków RPP. Sejm ma wybrać dwóch pod koniec stycznia, zatem na posiedzeniu w lutym wciąż obecnych będzie pięciu „starych” członków. Potem w ciągu kilku tygodni poznamy nazwiska jeszcze jednego przedstawiciela RPP z Sejmu i dwóch od Prezydenta. Prezes NBP także zapewne zmieni się w połowie roku, ale jeszcze nawet nie znamy kandydata na to stanowisko. Niektórzy nowi członkowie RPP mają już doświadczenie z banku centralnego – wśród nich znajdziemy byłego członka zarządu NBP i byłego doradcę obecnego prezesa NBP. Dla niektórych jednak, jak się wydaje, polityka pieniężna była dotychczas poza obszarem zainteresowania zawodowego.

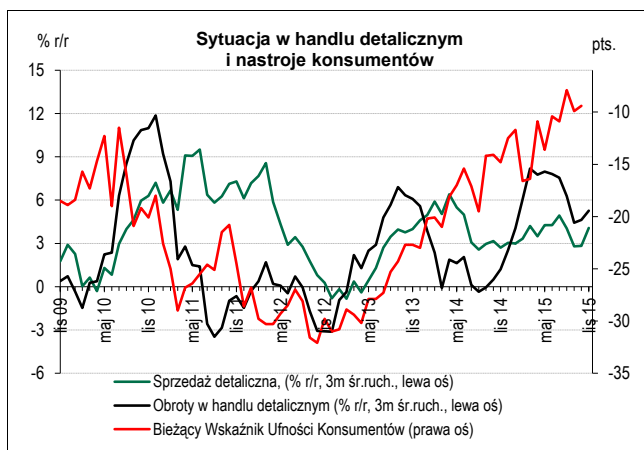
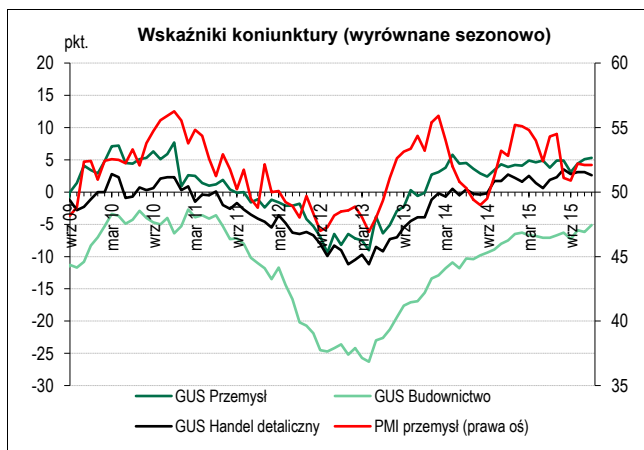
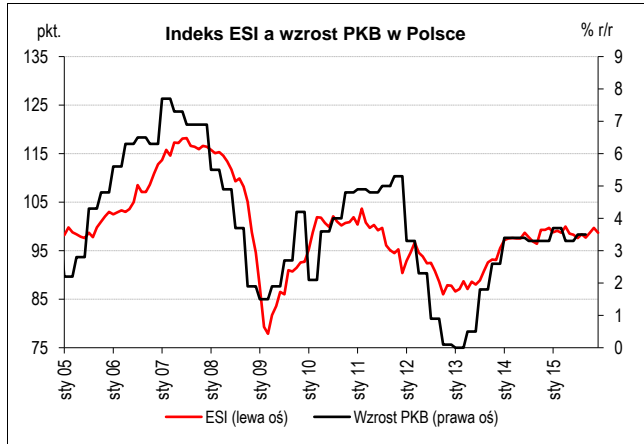
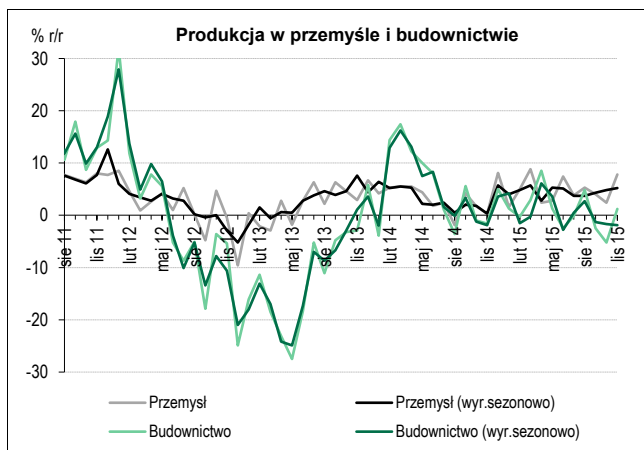
■ W marcu na posiedzeniu RPP obecnych będzie już wszystkich ośmiu nowych członków. Wątpliwości co do rychłego wyjścia z deflacji powinny ich skłonić do cięcia stóp już na tym posiedzeniu. Bądź co bądź, średnia stopa inflacji za ostatnie trzy lata wyniosła 0% (a cel to 2,5%), a 2016 r. może być podobna. Nowa RPP będzie zatem pod presją bardzo niskiego otoczenia inflacyjnego, a ton dyskusji uczestników rynku może wkrótce przejść z pytania „czy nowa upolityczniona Rada obniży stopy?” do „jak głęboka redukcja jest uzasadniona skoro inflacja kolejny rok będzie poniżej celu?”. Biorąc to wszystko pod uwagę, uważamy, że nowa Rada będzie bardziej gołębia od poprzedniej. Powodów od obniżek jest sporo, ale czynnikiem, który może ograniczyć przestrzeń do redukcji stóp może być przedłużająca się słabość złotego. O ile niewiele się zmieniło ostatnio jeśli chodzi o aktywność gospodarczą, to rok rozpoczął się od mocnego osłabienia krajowej waluty pod wpływem zamieszania w Chinach i decyzji S&P o obniżeniu polskiego ratingu. Na szóstej stronie szerzej komentujemy to drugie wydarzenie.

### Na rynku finansowym 15 stycznia 2016 r.:

Stopa depozytowa NBP	0,50	WIBOR 3M	1,70	EURPLN	4,4075
Stopa referencyjna NBP	1,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	1,45	USDPLN	4,0411
Stopa lombardowa NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	2,15	CHFPLN	4,0284

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 15.01.2016 r.

## Gospodarka Polski



Źródła: GUS, Eurostat, Markit, KE, BZ WBK

**Produkcja w górę w wyniku pozytywnego efektu dni roboczych**

Produkcja sprzedana przemysłu wzrosła w listopadzie o 7,8% r/r, powyżej prognoz. Przyspieszenie wobec października (wzrost o 2,4% r/r) wynikało częściowo z dodatniego efektu dni roboczych; także dane odsezonowane pokazały przyspieszenie do 5,2% r/r, czyli wyżej niż w poprzednich miesiącach 2015 r. (4,4% r/r). Dane potwierdzają, że sektor przemysłowy jest w dobrej formie, a najszybciej rośnie przetwórstwo przemysłowe (9,3% r/r), zwłaszcza sektory eksportowe (pojazdy, urządzenia elektryczne, meble). Mocny wzrost zanotowano w sektorze produkcji pozostałego sprzętu transportowego (79,7% r/r), co było prawdopodobnie spowodowane czynnikami jednorazowymi i dodało do ogólnego wskaźnika wzrostu w przemyśle ok. 1,0 pp. Wzrost zamówień dla polskiego przemysłu, zarówno z kraju, jak i z zagranicy, jest potwierdzany także przez inne statystyki. Jesteśmy optymistyczni jeśli chodzi o tempo wzrostu produkcji przemysłowej także w kolejnych miesiącach.

Produkcja budowlano-montażowa wzrosła w listopadzie o 1,2% r/r, podczas gdy rynek (i my) oczekiwał spadku produkcji o 3,6% r/r. Odbicie produkcji nastąpiło w sektorach wznoszenie budynków (0,9% r/r wobec -7,3% r/r w październiku) i budowa obiektów inżynierii lądowej i wodnej (3,5% r/r wobec -6,2% r/r w październiku), podczas gdy wzrost w sektorze robót specjalistycznych pozostał ujemny (-2,2% r/r wobec -0,2% r/r w październiku). Mimo wzrostu r/r, dane odsezonowane wskazują na spadek produkcji w ujęciu miesięcznym (-1,9%), co może sugerować, że rynek nie doszacował wpływu efektu dni roboczych na sektor budowlany i odbicie jest tylko efektem statystycznym, a nie zapowiedzią poprawy sytuacji w tym sektorze.

**Wskaźniki koniunktury potwierdzają trend wzrostowy**

PMI dla polskiego przemysłu pozostał w grudniu na poziomie z listopada i wyniósł 52,1 pkt, podczas gdy nasze i rynkowe prognozy wskazywały na odbicie indeksu. Dane pokazały, że grudniowe tempo wzrostu produkcji było wspierane przez przyspieszenie nowych zamówień eksportowych, podczas gdy zamówienia krajowe rosły w nieco słabszym tempie niż w listopadzie. PMI potwierdził solidną kondycję rynku pracy (subindeks znalazł się najwyższy od pięciu miesięcy) oraz brak presji cenowej – koszty produkcji i ceny wyrobów gotowych mocno spadły. Grudniowy odczyt indeksu nieco rozczarował (co mogło wynikać w części z politycznej niepewności), ale i tak dane potwierdzają, że polska gospodarka rozwija się w solidnym, stabilnym tempie. Tendencje te potwierdziły również wskaźniki koniunktury GUS – indeksy dla przetwórstwa i budownictwa wzrosły, osiągając najwyższe poziomy odpowiednio od kwietnia 2014 r. i od czerwca 2011 r. indeks dla handlu spadł nieznacznie, ale utrzymał się na relatywnie wysokim poziomie.

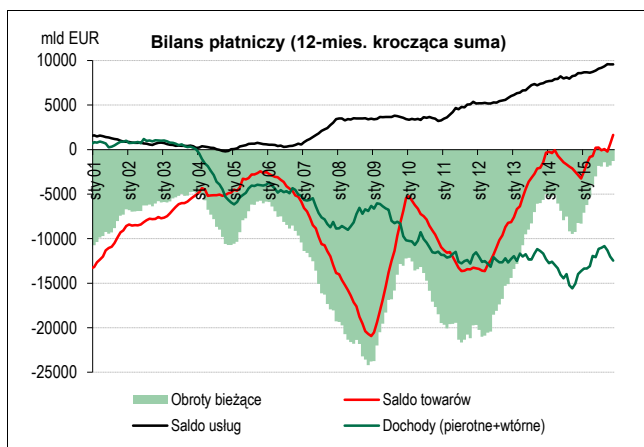
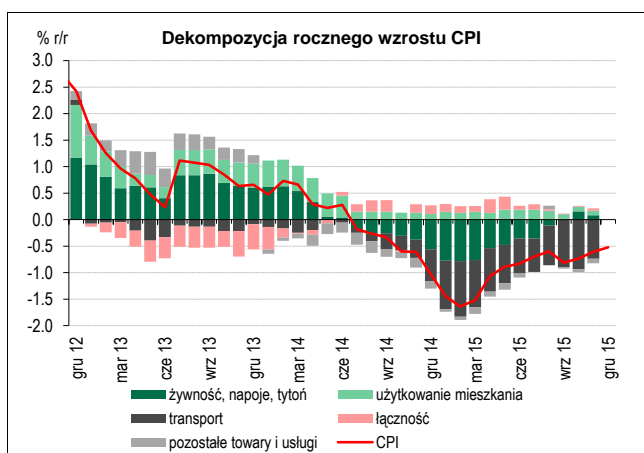
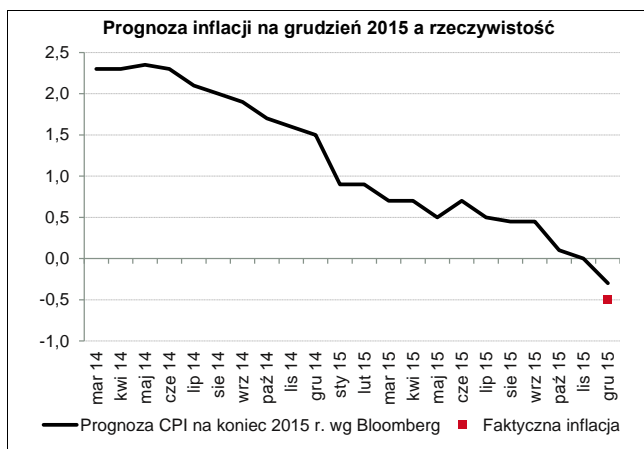
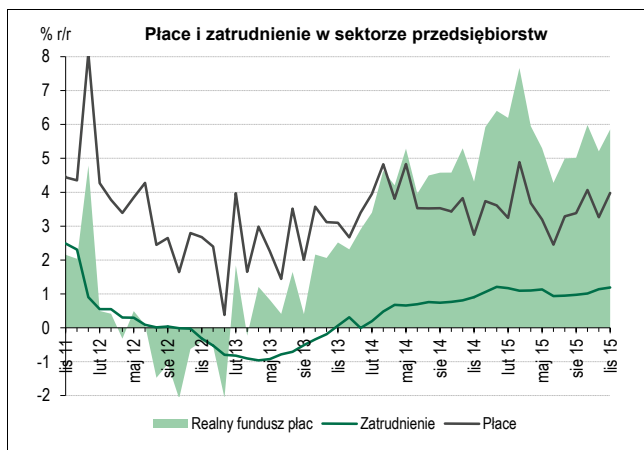
**Sprzedaż detaliczna zaskakuje na plus**

Sprzedaż detaliczna wzrosła w listopadzie o 3,3% r/r w ujęciu nominalnym i 5,7% r/r realnie, mocniej niż oczekiwano.

Największym zaskoczeniem był ok. 20% r/r nominalny wzrost sprzedaży samochodów, motocykli i części, które wzrosły w najszybszym tempie od lutego 2014. Przyspieszyła również sprzedaż mebli, RTV i AGD (do 6,1% r/r z 3,8% w październiku, najszybciej od czerwca) oraz farmaceutyków i sprzętu medycznego (do 8,4% r/r z 5,6% w październiku, najszybciej od maja). Odczyty wyraźnie odbiegające od zmian notowanych w poprzednich miesiącach odnotowano również w przypadku żywności (zaskakujący spadek o 3,1% r/r) i pozostałej sprzedaży w niewyspecjalizowanych sklepach (gwałtowny wzrost do 19,5% r/r z ok. 3% w październiku). Jak podał GUS, za zmianę w tych kategoriach w znacznym stopniu odpowiada „zmiana organizacyjna” (tj. przeniesienie część sprzedaży klasyfikowanej dotychczas w kategorii żywność do kategorii sprzedaży w niewyspecjalizowanych sklepach).

Dane o sprzedaży detalicznej potwierdzają, że popyt wewnętrzny pozostaje silny, a dobra sytuacja na rynku pracy będzie w dalszym ciągu wspierać popyt konsumencki.

## Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, Eurostat, BZ WBK

## Rynek pracy ciągle w formie

- Zatrudnienie w sektorze firm wzrosło w listopadzie o 1,2% r/r. W ujęciu m/m zatrudnienie wzrosło o 9 tys., co było najlepszym listopadowym wynikiem od 2007 r. Już od lipca miesięczny wzrost zatrudnienia bije kilkuletnie rekordy, co potwierdza siłę popytu na pracę. W kolejnych miesiącach zatrudnienie będzie zapewne rosło w szybkim tempie. Dane Min. Pracy o bezrobociu rejestrowanym pokazały 9,8% w grudniu, najniższy odczyt na koniec roku od 2008 r.
- Płace w sektorze firm wzrosły w listopadzie o 4,0% r/r a realny fundusz płac o 5,9% r/r. Mocny wzrost realnych dochodów będzie wspierał konsumpcję prywatną. Spodziewamy się, że w perspektywie kilku kwartałów wzrost zatrudnienia wyhamuje wobec kurczących się wolnych zasobów pracy, ale silny popyt na pracę powinien w takiej sytuacji zacząć przekładać się na wzrost presji płacowej, tempo wzrostów realnych dochodów powinno zatem pozostać wysokie.

## Deflacja zostanie na dłużej

- Ostateczny odczyt grudniowej CPI wyniósł -0,5% r/r, zgodnie ze wstępnym szacunkiem. Odczyt był poniżej prognoz i naszym zdaniem wynikało to przede wszystkim ze słabych tendencji wzrostowych cen żywności, zwłaszcza mięsa, warzyw i owoców, ale wciąż czekamy na finalne dane, by potwierdzić tę hipotezę. CPI mocno zaskoczył w dół w 2015 r., a przeciętne tempo wzrostu cen wyniosło w tym roku -0,9%. Naszym zdaniem w 2016 r. inflacja ponownie zaskoczy w dół.
- Spodziewamy się, że inflacja CPI utrzyma się poniżej lub w pobliżu zera w nadchodzących miesiącach (deflacja może trwać nawet do III kw. 2016 r.) a nasze oczekiwania są wyraźnie poniżej konsensusu rynkowego. Wyraźniejsze tempo wzrostu cen (wyraźniejsze w tym kontekście oznacza wzrost o ok. 1% r/r) jest naszym zdaniem możliwe pod koniec roku. Słaby wzrost cen w 2016 r. wynikać będzie z kilku czynników: 1) niższy od naszych oczekiwań wzrost cen żywności, jako że efekt suszy, jakkolwiek widoczny, trwał krócej niż się spodziewaliśmy i efekt ogólnoświatowych niskich cen żywności przeważał. 2) niskie ceny surowców, zwłaszcza trwały trend spadkowy cen ropy naftowej oraz 3) obniżki cen energii elektrycznej oraz gazu w styczniu i nasze oczekiwania dalszych obniżek w kolejnych miesiącach. W zasadzie to wszystkie trzy wymienione czynniki mają silny związek z globalnymi cenami surowców, w związku z czym nie uważamy, że tendencje deflacyjne miały ujemny wpływ na wzrost gospodarczy.
- Widzimy pewne ryzyko w górę w związku z programem 500+, który powinien wspierać popyt, oraz z podatkiem od sklepów, jako że zmniejszenie marż w handlu może przełożyć się na wyższe ceny. Z drugiej strony, jako że podatek ma być wymierzony w duże firmy o silnej pozycji negocjacyjnej, efekt ten może zostać przetransferowany na producentów.

## Bilans płatniczy lepszy od oczekiwań

- Bilans płatniczy ze listopad był sporym zaskoczeniem. Saldo obrotów bieżących zanotowało nadwyżkę 620 mln €, wobec oczekiwanego deficytu. Znacząco lepsze od oczekiwań saldo handlu zagranicznego w listopadzie oznacza ryzyko w górę dla prognoz PKB na IV kw. 2015 r. Wzrost może zbliżyć się do 4% r/r.
- Głównym źródłem niespodzianki był handel towarami – wzrost eksportu przyspieszył do 12,6% r/r (najwyżej od marca), a wzrost importu wyniósł 5,4% r/r. Te dane sugerują, że następuje ożywienie popytu zagranicznego na polskie towary, któremu sprzyja zapewne przyspieszenie wzrostu gospodarczego w strefie euro i słaby kurs złotego. Zakładamy, że pozytywne tendencje w zakresie eksportu będą kontynuowane, ponieważ wzrost gospodarczy w Europie pozostanie w najbliższych kwartałach solidny. Z drugiej strony, import może przyspieszyć w II połowie 2016 r., kiedy gospodarstwa domowe otrzymają zastrzyk gotówki w ramach programu 500+.

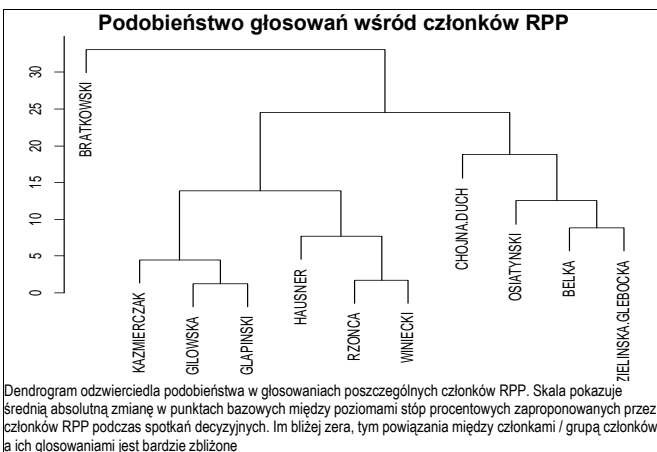
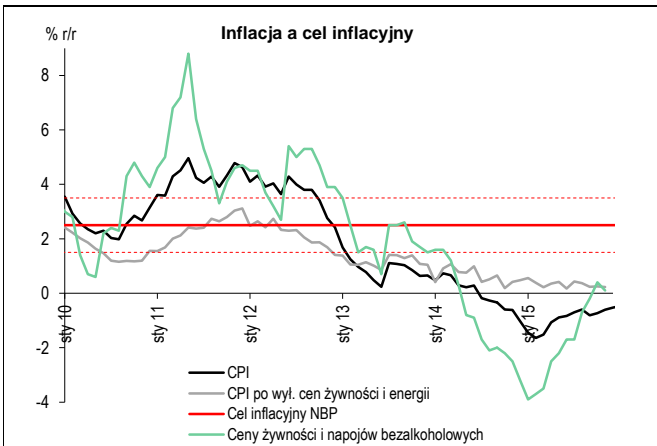
## Pod lupą: polityka pieniężna

### Najważniejsze fragmenty komunikatu RPP ze stycznia

Ze względu na wciąż ujemną lukę popytową, a także jedynie umiarkowaną dynamikę wynagrodzeń w gospodarce brak jest obecnie presji inflacyjnej. Roczna dynamika cen konsumpcyjnych oraz cen produkcji pozostają ujemne, choć skala deflacji stopniowo się zmniejsza. Główną przyczyną utrzymywania się deflacji pozostaje silny spadek cen surowców energetycznych na rynkach światowych. Oczekiwania inflacyjne są nadal bardzo niskie.

W ocenie Rady w najbliższych kwartałach dynamika CPI będzie powoli rosła, choć ze względu na ponowny spadek cen surowców tempo wzrostu cen towarów i usług konsumpcyjnych może być niższe niż dotychczas oceniano. Jak dotychczas utrzymująca się deflacja nie wywiera jednak negatywnego wpływu na decyzje podmiotów gospodarczych. Stopniowemu wzrostowi dynamiki cen będzie sprzyjać domykanie się luki popytowej, następujące w warunkach poprawy koniunktury w strefie euro i dobrej sytuacji na krajowym rynku pracy.

Rada postanowiła utrzymać stopy procentowe NBP na niezmiennym poziomie, uznając, że w świetle dostępnych danych i prognoz obecny poziom stóp sprzyja utrzymaniu polskiej gospodarki na ścieżce zrównoważonego wzrostu oraz pozwala zachować równowagę makroekonomiczną.



### Nowi członkowie RPP zaakceptowani przez Senat:

**Marek Chrzanowski** (35 lat), pracuje na stanowisku adiunkta w Szkole Głównej Handlowej. Jego publikacje dotyczą polityki fiskalnej i monetarnej.

**Eugeniusz Gatnar**, profesor, kierujący Zakładem Analizy Danych Statystycznych na Akademii Ekonomicznej w Katowicach; członek zarządu NBP od 2010 r.; członek PAN.

**Jerzy Kropiwnicki**, obecnie doradca Prezesa NBP Marka Belki, był minister w prawicowym rządzie Jana Olszewskiego i Jerzego Buzka, szef Rządowego Centrum Studiów Strategicznych. Prezydent Łodzi w latach 2002-2010.

### Sejmowi kandydaci do RPP zgłoszeni przez PiS:

**Grażyna Ancyparowicz**, profesor Górnośląskiej Wyższej Szkoły Handlowej w Katowicach.

**Eryk Łon**, profesor Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu.

**Henryk Wnorowski**, Dziekana Wydziału Ekonomii i Zarządzania Uniwersytetu w Białymstoku, specjalizujący się w funkcjonowaniu przedsiębiorstw, handlu zagranicznego, makroekonomii, międzynarodowych stosunków gospodarczych i polityki fiskalnej; prezes zarządu w jednej dużej firmie spirytusowej w Polsce.

Źródła: NBP, Reuters, BZ WBK

### Obecna RPP zakończyła swoją kadencję

W styczniu Rada Polityki Pieniężnej, na ostatnim posiedzeniu w obecnym składzie, utrzymała stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Wydzwięk konferencji prasowej był dość gołębny, gdyż jak stwierdziła Rada tempo wzrostu wskaźnika inflacji w najbliższych kwartałach będzie niższe niż wcześniej oczekiwano ze względu na ponowny spadek cen surowców.

W grudniu 2015 r. RPP zorganizowała specjalną konferencję, w czasie której podsumowano 6-letnią kadencję. Należy się zgodzić, że Rada pracowała w trudnych warunkach, takimi jak turbulencje związane ze wzrostem gospodarczym na świecie, szokami na rynkach surowców (zarówno w górę, jak i w dół) oraz zawirowań na rynkach finansowych. Wszystkim tym czynnikom towarzyszyły niekonwencjonalne działania głównych banków centralnych. Od dłuższego czasu RPP była w komfortowej sytuacji stosując tylko tradycyjne narzędzia polityki monetarnej.

Kolejna trudność (lub tylko uzasadnienie dla stosowanej czasami nieoptymalnej polityki) to brak jednomyślności w Radzie, co powodowała, że czasami trudno było osiągnąć konsensus (patrz wykres obok). Ogólnie rzecz ujmując, można zauważyć, że średnia inflacja w okresie sześciu lat (1,8% r/r) nie była zbyt oddalona od celu inflacyjnego NBP (2,5% r/r). Chcielibyśmy wyróżnić dwa różne okresy: pierwsze trzy lata ze średnią 12M CPI na poziomie ok. 3,5% oraz drugi okres kadencji RPP ze średnią inflacją na poziomie zero.

Wzrost PKB był relatywnie stabilny, podobnie jak kurs złotego, który był na tyle niski, żeby wspierać konkurencyjność polskiego eksportu. Ponadto RPP utrzymała wysoki poziom zaufania publicznego.

Rada rozpoczęła swoją kadencję z pozytywnym szokiem na rynku surowców oraz z rosnącą inflacją, co odpowiadało wyższemu stopom procentowym. Podczas gdy w 2012 r. inflacja CPI pozostawała wysoka, wzrost PKB spowolnił. W tych okolicznościach RPP podwyższyła stopy NBP (w tym stopę referencyjną do 4,75%). Podobny ruch przez EBC nie był wystarczającym usprawiedliwieniem, w naszej ocenie. Podczas tych sześciu lat był tylko jeden okres spowolnienia gospodarczego, a reakcja RPP była daleka od doskonałości.

Natomiast nowa RPP rozpocznie kadencję z rekordowo niskimi stopami procentowymi, co nie znaczy, że nie ma pola do manewru. Zwłaszcza, że okres deflacji potrwa dłużej niż wcześniej oczekiwano. To powinna potwierdzić nowa projekcja inflacyjna NBP. Mamy nadzieję, że nowa Rada będzie przywiązywała duże znaczenie dla analiz Instytutu Ekonomicznego.

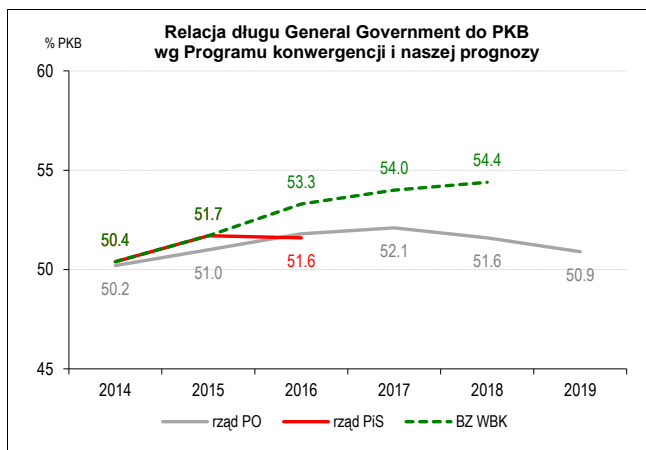
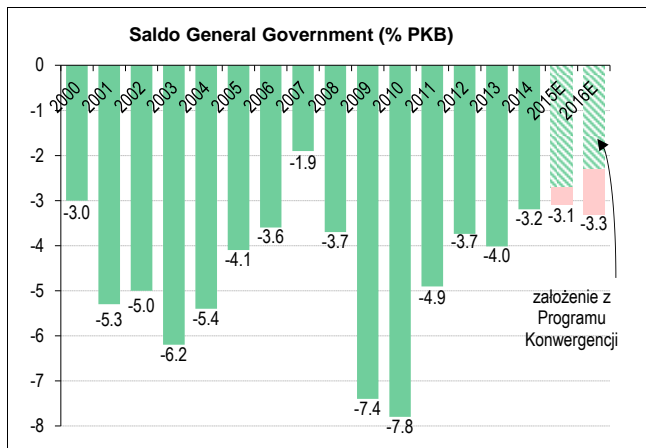
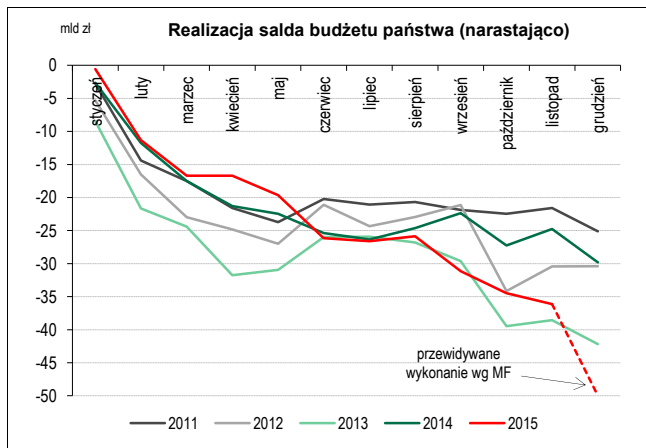
### Nowa RPP w trakcie formowania

Senat powołał trzech nowych członków do Rady Polityki Pieniężnej – Eugeniusza Gatnara, Marka Chrzanowskiego oraz Jerzy Kropiwnicki, wszystkich kandydatów zgłoszonych przez rządzące Prawo i Sprawiedliwość (PiS).

Odpowiadając na pytania senatorów, Gatnar powiedział, że „obecny poziom stop procentowych jest dobry dla gospodarki”, dodając, że instrumenty stopy procentowej mogą zostać użyte jeśli zajdzie taka konieczność. W jego ocenie wdrażany przez rząd program „500+” może spowodować wzrost inflacji ze względu na wzrost popytu wewnętrznego. Natomiast Kropiwnicki powtórzył, że jest sceptyczny co do twierdzenia, że polityka pieniężna wesprze wzrost gospodarczy. Jego zdaniem obecny poziom stóp jest odpowiedni i należy być bardzo ostrożnym przy podejmowaniu decyzji o ich zmianie. Sądzymy, że Chrzanowski (który powiedział wcześniej, że polityka pieniężna może wspierać wzrost jeśli cel inflacyjny jest niezagrożony) i Gatnar mogą wesprzeć dalsze poluzowanie polityki monetarnej.

Sejm wybierze dwóch członków RPP w połowie stycznia i jednego najprawdopodobniej w lutym (lub na koniec stycznia). Prezydent będzie także wybrać dwóch nowych członków RPP w lutym.

## Pod lupą: polityka fiskalna



	Spread vs Bundy (10 lat w pb)			CDS (5 lat, USD)		
	15.01	zmiana od 15.12.15	zmiana od 31.12.15	15.01	zmiana od 15.12.15	zmiana od 31.12.15
Polska	249	3	19	83	10	8
Czechy	23	26	27	50	0	0
Węgry	289	-23	11	167	2	3
Grecja	825	33	54	1037	5	46
Hiszpania	126	15	11	91	14	-6
Irlandia	65	16	12	38	1	1
Portugalia	223	32	34	179	16	19
Włochy	106	3	9	95	6	4
Francja	39	5	5	24	1	0
Niemcy				12	0	0

Źródła: PAP, PiS, Ministerstwo Finansów, Reuters, BZ WBK

### Budżet 2015 – rewizja, która nie była konieczna

W połowie grudnia parlament przegłosował rewizję budżetu na 2015 r. zwiększając deficyt o 3,9 mld zł do 49,98 mld zł. Prognoza przychodów została obniżona o 10,5 mld zł do 286,7 mld zł, a wydatki obcięto o 6,6 mld zł.

W naszej ocenie, rewizja ta nie była tak naprawdę potrzebna, bo po 11 miesiącach roku deficyt wynosił 36,1 mld zł, tj. 78,4% rocznego planu. Wpływy z podatków były niższe od zakładanych, ale takie też były wydatki i deficyt był pod kontrolą.

### Budżet 2016 – wyższe wydatki i dochody

Rząd zatwierdził znowelizowany budżet na 2016 r., w którym limit wydatków został podniesiony do 368,5 mld zł (wzrost o 16,9 mld zł w stosunku do planów poprzedniego rządu), a deficyt założono na poziomie 54,74 mld zł.

Projekt budżetu zakłada wprowadzenie kluczowej wyborczej obietnicy PiS – realizacja programu 500 zł na dziecko (planowany start w marcu-kwietniu) ma kosztować 17,5 mld zł (choćby finalny kształt programu nie jest jeszcze znany i jest w trakcie konsultacji). Realizacja pozostałych obietnic – obniżenie wieku emerytalnego, wyższa kwota wolna od podatku, darmowe leki dla osób starszych – została przesunięta na kolejne lata.

Sądymy, że osiągnięcie w 2016 r. planowanego deficytu może nie być łatwe bowiem założenia makro (wzrost PKB o 3,8%, średni CPI 1,7% r/r) wyglądają optymistycznie (ostatnio obniżyliśmy prognozę średniorocznej inflacji do prawie 0%). Wpływy z nowych podatków (nałożonych na banki, ubezpieczycieli, supermarkety) mogą więc być niższe od założonych. Z drugiej strony, zysk NBP będzie większy niż zakładano (8 mld zł, a nie 3,2 mld zł zapisane w projekcie budżetu). Rząd założył, że w 2016 deficyt GG wyniesie ok. -2,8% PKB, ale my widzimy ryzyko, że może być nieco większy niż 3%.

Wygląda na to, że budżet na rok 2017 i kolejne będą stanowiły większe wyzwanie, gdyż koszty wprowadzania obietnic będą rosły, a jednorazowe wpływy (aukcja LTE, zysk NBP) mogą się nie powtórzyć.

### Wzrost ryzyka dla sytuacji fiskalnej w średnim terminie

Ostatnie wypowiedzi sugerują, że nowy rząd zamierza zejść ze ścieżki realizacji średnioterminowego celu fiskalnego (zakładającej osiągnięcie deficytu strukturalnego na poziomie 1% PKB), a w zamian utrzymywać deficyt fiskalny „średnio w pobliżu 3% PKB”. Naszym zdaniem to ryzykowna strategia ze względu na duże ryzyko nadmiernego deficytu w przypadku pogorszenia koniunktury.

Ryzyko jest dodatkowo wzmocnione przez zmianę reguły wydatkowej przyjętą przez parlament w grudniu. Przyniosła ona modyfikację formuły wyznaczającej górną granicę wydatków i teraz brany jest pod uwagę cel inflacyjny NBP, a nie bieżąca i oczekiwana inflacja. Pozwala to na finansowanie jednorazowych wydatków za pomocą jednorazowych wpływów. W efekcie, modyfikacja umożliwia zwiększenie wydatków w 2016, wg naszych prognoz o ok. 15 mld zł (1% PKB).

Obniżenie wieku emerytalnego może być kolejnym czynnikiem negatywnym dla średnioterminowej perspektywy gospodarczej oraz fiskalnej. Wygląda jednak na to, że projekt ten został jednak odłożony na 2017 r.

### Dywergencja w polityce monetarnej wciąż dominuje

Zgodnie z oczekiwaniami grudzień przyniósł dalsze poluzowanie monetarne przez EBC i rozpoczęcie cyklu podwyżek stóp przez Fed.

Rosnąca różnica pomiędzy stopami w USA i w Europie to wciąż kluczowy czynnik dla kierunku rynku długu w najbliższych tygodniach/miesiącach. Pierwsze miesiące 2016 r. (styczeń, luty) nie przyniosą zmian w polityce monetarnej EBC i Fed. Sądymy, że na poprawie globalnych nastrojów bardziej powinien zyskać dług peryferyjny niż na rynkach bazowych ze względu na atrakcyjne rentowności i poprawiające się fundamenty. Będzie to skutkowało zacieśnieniem spreadu wobec niemieckich obligacji.

## Pod lupą: polityka fiskalna

### Zestawienie ratingów kredytowych wybranych krajów

	S&P		Moody's		Fitch	
	rating	perspektywa	rating	perspektywa	rating	perspektywa
Polska	BBB+	negatywny	A2	stabilny	A-	stabilny
Czechy	AA	stabilny	A1	stabilny	A+	stabilny
Węgry	BB+	stabilny	Ba1	stabilny	BB+	pozytywny
Niemcy	AAA	stabilny	Aaa	stabilny	AAA	stabilny
Francja	AA	negatywny	Aa2	stabilny	AA	stabilny
Wielka Brytania	AAA	negatywny	Aa1	stabilny	AA+	stabilny
Grecja	CCC+	stabilny	Caa3	stabilny	CCC	stabilny
Irlandia	A+	stabilny	Baa1	pozytywny	A-	pozytywny
Włochy	BBB	stabilny	Baa2	stabilny	BBB+	stabilny
Portugalia	BB+	stabilny	Ba1	stabilny	BB+	pozytywny
Hiszpania	BBB+	stabilny	Baa2	pozytywny	BBB+	stabilny

### Prognozy ekonomiczne dla Polski wg S&P

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Wzrost PKB	3,3	3,5	3,4	3,3	3,2	3,2
Wzrost CPI	0,1	-0,4	1,2	2,1	2,5	2,5
Saldo obrotów bieżących / PKB	-2,0	-0,9	-1,3	-1,7	-1,8	-1,8
Saldo General Government / PKB	-3,3	-2,8	-3,2	-3,0	-3,0	-2,9
Dochody / PKB	38,8	38,6	38,2	38,2	38,2	38,2
Wydatki / PKB	42,1	41,4	41,4	41,2	41,2	41,1
Dług / PKB	50,4	51,4	51,9	52,0	51,9	51,7

### Kluczowe fragmenty komunikatu S&P:

Obniżka odzwierciedla nasz pogląd, że instytucjonalny system podziału władz znacząco się osłabił, gdyż niezależność i efektywność kluczowych instytucji jak Trybunał Konstytucyjny czy media publiczne, jest od wyborów w październiku 2015 r. osłabiana przez rozmaite działania legislacyjne. Nowa partia rządząca Prawo i Sprawiedliwość (PiS), który posiada absolutną większość w parlamencie (Sejm i Senat), dokonała fundamentalnych zmian w polskich instytucjach. Na przykład, zdolność Trybunału Konstytucyjnego do efektywnej pracy i podejmowania niezależnych decyzji będzie prawdopodobnie zagrożona, naszym zdaniem, przez zmiany składu i procesu podejmowania decyzji. Nowa ustawa medialna, jako kolejny przykład, pokazuje, że rząd daje szerokie uprawnienia do powoływania i kontroli dyrektorów oraz rad nadzorczych w mediach publicznych. Trzecia ustawa rozwiązuje umowy dla seniorów, urzędników cywilnych i usuwa ograniczenia dotyczące członków poprzedniej partii, umożliwiając tym samym obecnemu rządowi zmiany w strukturze służby cywilnej. Naszym zdaniem, te działania obniżają siłę polskich instytucji i wykraczają poza zmiany przewidywane przez nas od momentu wyborów parlamentarnych.

Zmiana perspektywy ratingu na negatywną odzwierciedla nasz pogląd, że istnieje potencjał do dalszego ograniczania niezależności, wiarygodności i skuteczności kluczowych instytucji, szczególnie Narodowego Banku Polskiego (NBP). Co więcej, nie spodziewamy się już dalszej poprawy sytuacji fiskalnej w Polsce co wcześniej prognozowaliśmy. Oczekujemy również pewnego odwrócenia tendencji w zarządzaniu sytuacją makroekonomiczną w Polsce obserwowaną w poprzednich latach, na przykład poprzez wprowadzenie nowych podatków dla wyznaczonych sektorów.

Perspektywa negatywna odzwierciedla nasz pogląd, że istnieje prawdopodobieństwo co najmniej jak jeden do trzech, że w ciągu 24 miesięcy rating zostanie ponownie obniżony, jeśli podważona zostanie wiarygodność polityki pieniężnej NBP. Rating może zostać ponownie obniżony również wówczas gdy finanse publiczne pogorszą się bardziej od naszych obecnych oczekiwań ze względu na zwiększającą się różnicę pomiędzy dochodami a wydatkami.

Z drugiej strony, odwrócenie wysiłków rządu do zmiany i kontroli kluczowych instytucji w Polsce, oraz trwała poprawa pozycji zewnętrznej Polski, prowadząca do dalszej redukcji zadłużenia zagranicznego netto skłania nas do podwyższenia perspektywy oceny wiarygodności kredytowej do stabilnej.

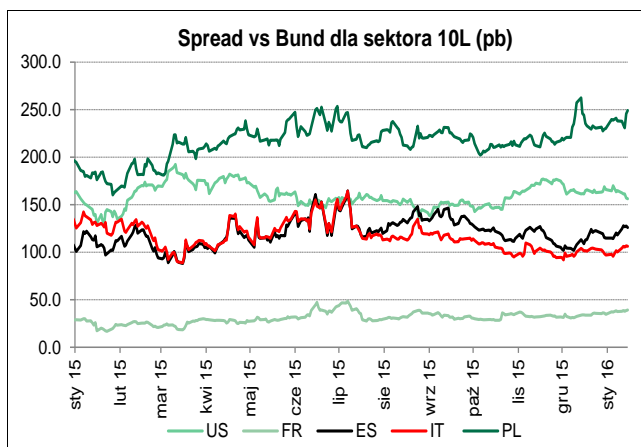
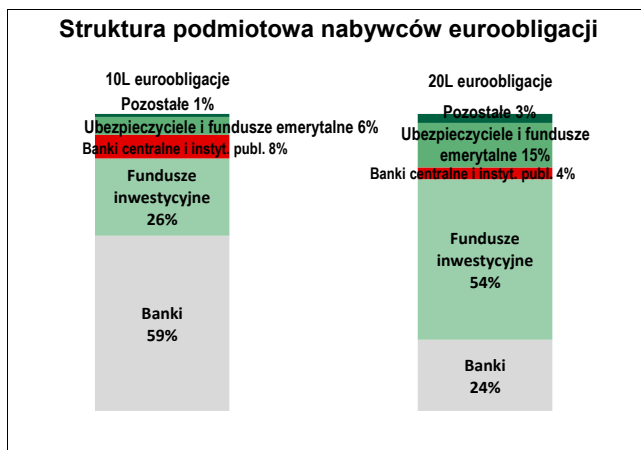
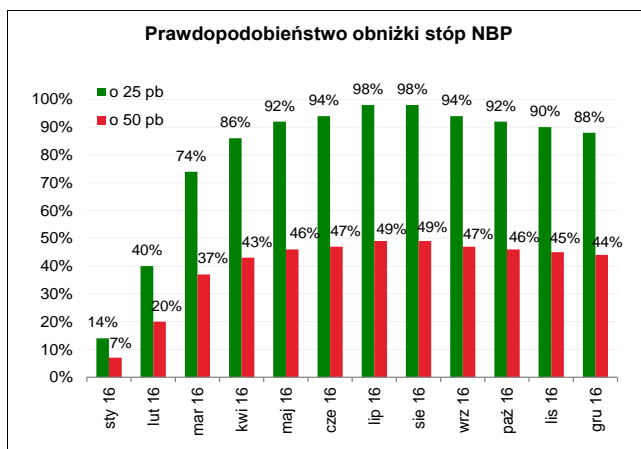
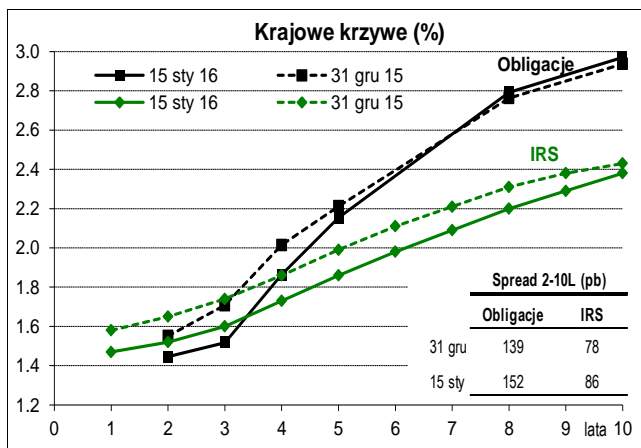
### Decyzje o ratingu – gospodarka vs polityka

Agencja ratingowa S&P w dniu 15 stycznia zdecydowała obniżyć rating Polski – długoterminowy w walucie obcej z A- (perspektywa pozytywna) do BBB+ (perspektywa negatywna). Byliśmy w mniejszości ekonomistów w ankiecie Reutersa, zakładając obniżenie perspektywy ratingu z pozytywnej na neutralną, gdyż wydawało się oczywiste że szanse na podwyżkę ratingu (implikowane przez pozytywną perspektywę) są niewielkie. Decyzja była bardzo zaskakująca, wręcz szokująca dla uczestników rynku. Uzasadnienie decyzji było również dość zastanawiające. Głównym powodem tej znaczącej zmiany oceny kredytowej Polski był pogląd, że zmiany instytucjonalne zmniejszyły niezależność Trybunału Konstytucyjnego i mediów publicznych. O ile jest dość oczywistym, że sytuacja instytucjonalna kraju jest istotna, to jednak istotnym zagadnieniem powinno być czy i na ile ma to wpływ na zdolność (lub chęć) kraju do wypełniania swoich zobowiązań wobec kredytodawców. Analizując komunikat S&P w zakresie oceny obecnej i przyszłej sytuacji fiskalnej Polski, trudno znaleźć na tyle znaczące zmiany, aby sugerowały one pogorszenie oceny wiarygodności kraju. Po pierwsze, S&P oczekuje, że do 2019 roku dług publiczny pozostanie stabilny na poziomie 51-52% PKB, a relacja wydatków sektora publicznego do PKB ma być stabilna w okolicach 41%. Jeśli chodzi o deficyt sektora finansów publicznych, prognoza na 2016 została co prawda zwiększona do 3.2% PKB, ale raptem o 0.3 pkt proc. Jednocześnie, prognoza na rok 2015 została obniżona o 0.2 pkt proc. Dla roku 2017 skala wzrostu prognozy deficytu jest podobna jak dla roku bieżącego, a na lata 2017-19 spodziewana jest stabilizacja deficytu w ok. 3% PKB. Po drugie, S&P oczekuje utrzymania solidnego tempa wzrostu gospodarczego na poziomie 3-3.5% w latach 2016-19. Nie widać więc, aby zmiany instytucjonalne miały prowadzić, według S&P, do pogorszenia sytuacji fiskalnej i ekonomicznej. Podobnie, nie widać obecnie sygnałów ataku na niezależność czy wiarygodność banku centralnego, a jest to czynnik, który S&P wskazuje jako możliwy powód dalszych obniżek ratingu.

Co ciekawe, również w piątek komunikat odnośnie ratingu Polski opublikowała inna agencja, Fitch Ratings. Podczas gdy zmiany instytucjonalne zostały również zasygnalizowane jako potencjalnie zwiększające ryzyko kredytowe, Fitch utrzymał rating A- z perspektywą stabilną. Główne argumenty to solidna sytuacja makroekonomiczna, odporny sektor bankowy oraz pozostałe wskaźniki zgodne z tym poziomem ratingu. Analitycy Fitch zwrócili uwagę, że negatywna zmiana możliwa jest w przyszłości w reakcji na pogorszenie: 1) sytuacji fiskalnej (deficyt i dług) lub 2) wiarygodności polityki gospodarczej lub sytuacji ekonomicznej.

W sumie, zmiany w polityce gospodarczej, które miały miejsce w ostatnich miesiącach, uzasadniają bardziej ostrożne podejście zarówno inwestorów, jak i agencji ratingowych. Pisaliśmy ostatnio wielokrotnie o zmianie średnioterminowego celu polityki fiskalnej (deficyt 3% PKB zamiast poprzedniego celu na poziomie 1%), zmianie w regule wydatkowej, zwiększeniu wydatków finansowanych (częściowo) jednorazowymi dochodami. W wyniku tych (i ewentualnych dalszych) czynników, nie można wykluczyć, że Fitch oraz trzecia agencja Moody's, w kolejnym kroku zmienią perspektywę polskiego ratingu na negatywny. Jednak, zmiana ratingu, jaka nastąpiła w przypadku S&P, jest ruchem znacznie dalej idącym, zbyt agresywnym i przesadzonym, w naszej opinii.

## Rynek stopy procentowej



Źródła: Reuters, Bloomberg, MF, BZ WBK

**Znaczące osłabienie po nieoczekiwanej decyzji S&P**

Najważniejszym wydarzeniem początku tego roku była decyzja agencji ratingowej S&P, która nieoczekiwanie obniżyła ocenę wiarygodności kredytowej Polski. W efekcie obie krzywe IRS i obligacyjna przesunęły się znacząco w górę. Krótki koniec i środek krzywych zniwelowały wcześniejsze zyski, a rentowności i stawki IRS powróciły do poziomów z końca grudnia 2015 r. Natomiast długi koniec krzywych osłabił się znacząco, w tym rentowność 10-latkki wzrosła do grudniowego maksimum blisko 3,24%.

Krzywe rentowności i IRS wystromiły się dość znacząco, gdyż długi koniec krzywych tracił mocniej niż krótki. Po decyzji S&P w połowie stycznia spread 2-10L rozszerzył się powyżej 160 pb dla obligacji i do prawie 100 pb dla IRS. Co więcej, premia za ryzyko dla Polski, ale również dla pozostałych rynków długu CEE i peryferyjnego wzrosła, co odzwierciedlało rozszerzenie spreadów wobec 10L Bundów. Ten trend był kontynuowany na początku nowego roku.

Na rynku pieniężnym, stawki WIBOR były względnie stabilne w grudniu, podczas gdy stawki FRA podlegały znacznej zmienności. Inwestorzy wycofali się z oczekiwań na szybkie i znaczące obniżki stóp na początku 2016 r., co głównie wynikało ze wzrostu stawek IRS. Duża zmienność na rynku utrzymała się w pierwszych tygodniach 2016 r. Stawki FRA wzrosły w wyniku nieoczekiwanej obniżenia ratingu przez S&P, z lokalnych minimum. W konsekwencji rynek wycofał się z oczekiwań na obniżkę stóp o 50 pb, widząc ponad 90% szans na redukcję stóp o 25 pb w perspektywie 6 miesięcy.

**MF chce sfinansować 50% potrzeb na koniec I kw.**

Ministerstwo Finansów dość aktywnie rozpoczęło nowy rok jeśli chodzi o emisję obligacji tak na rynku krajowym, jak i zagranicznym. Na pierwszej aukcji w styczniu uplasowało 5-letnich benchmark PS0421 o wartości 4,56 mld zł, nieco więcej niż górna granica oferty (2,5-4,5 mld zł). Średnia rentowność wyniosła 2,382%.

Na początku stycznia Polska sprzedała również długoterminowe obligacje denominowane w euro (10L, 20L) o łącznej wartości 1,75 mld €. 10-latkki wyceniono na 65 pb powyżej średniej stopy swap, co oznacza rentowność na 1,542%, podczas gdy 20-latkki wyceniono na 100 pb powyżej średniej stopy swap ze średnią rentownością 2,471%.

Polska chce zbudować odpowiednią poduszkę płynnościową i sfinansować 50% potrzeb pożyczkowych do końca I kw. 2016 r. Jest to dość ambitny plan, niemniej sytuacja płynnościowa będzie sprzyjała jego realizacji, gdyż w I kw. na rynek wpłynie ok 15 mld zł z wykupu i płatności odsetkowych oraz prawie 3 mld € z wykupu euroobligacji.

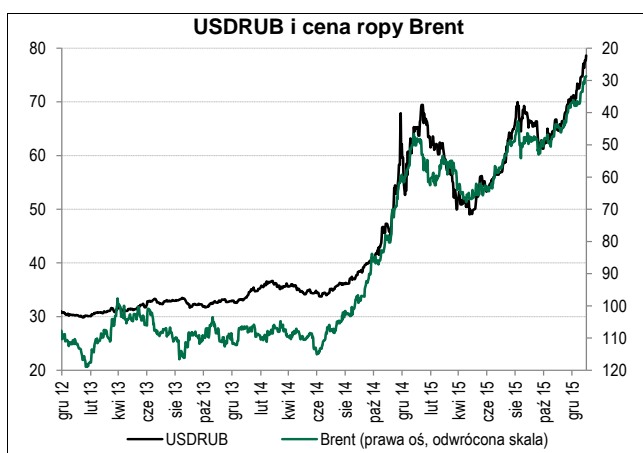
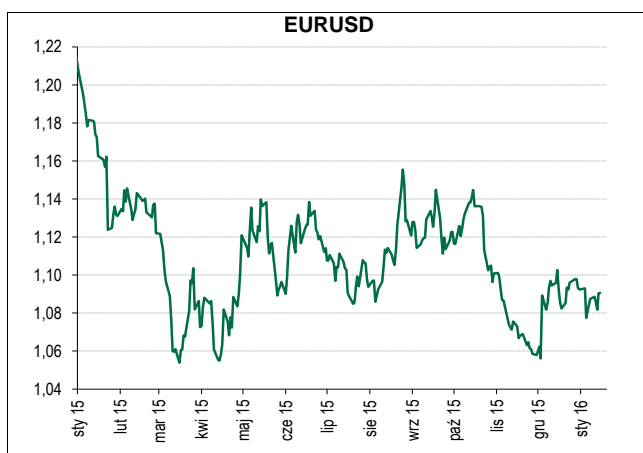
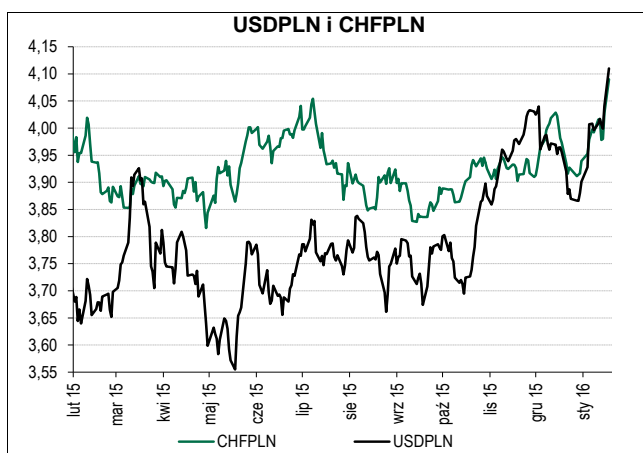
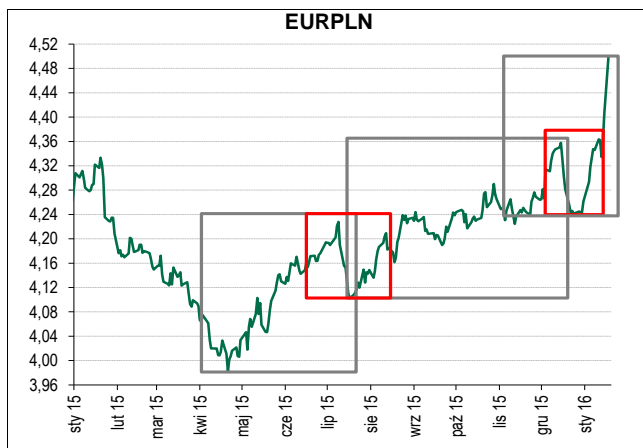
**Banki centralne wyznaczają kierunek rynku w najbliższym czasie**

Podtrzymujemy nasz bazowy scenariusz, że nowa RPP poluzuje politykę monetarną w I kw. 2016 r. O ile spadki WIBOR w najbliższych tygodniach powinny być dość ograniczone, to bardziej znaczących spadków oczekujemy bliżej decyzji RPP w marcu.

Pozostajemy umiarkowanie optymistyczni na krótki koniec krzywej rentowności, gdyż ostateczna decyzja Sejmu o wyłączeniu papierów rządowych z podatku bankowego (w przeciwieństwie do bonów NBP) powinna przesunąć część płynności banków w kierunku bonów i obligacji skarbowych (głównie krótkoterminowych). Co więcej, okres deflacji może być dłuższy niż wcześniej oczekiwaliśmy, co powinno umożliwić nowej Radzie obniżkę stóp (o 25 pb) w I kw. br. Biorąc powyższe czynniki pod uwagę spodziewamy się, że rentowności powrócą do trendu spadkowego po znaczącym osłabieniu po decyzji S&P. głównym czynnikiem ryzyka dla obniżki stóp NBP jest słaby złoty.

Środek i długi koniec krzywych będą bardziej zmienne i zależne od globalnych czynników. Szczególna uwaga inwestorów będzie skierowana na Chiny oraz banki centralne (EBC, Fed). Poprawa globalnych nastrojów może przynieść nieznaczne odreagowanie na środku i długim końcu krzywych. Jednak nastroje na tyle są wrażliwe, że potencjał do umocnienia jest dość ograniczony. Sądzymy, że rentowność 10L powinna pozostać powyżej 3% w najbliższych tygodniach. Scenariusz na stromieniu krzywych jest wciąż w mocy.

## Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

## Spore wahania złotego

EURPLN wzrósł do 4,50 w ciągu ostatnich tygodni pod wpływem rozczarowującej decyzji EBC, globalnej awersji do ryzyka wywołanej obawami o Chiny, zbliżających się obniżek stóp NBP, obaw o Polski sektor bankowy (w reakcji na podatek bankowy i nowych propozycji przewalutowania walutowych kredytów hipotecznych) i w końcu po kontrowersyjnej decyzji agencji S&P o obniżeniu Polsce ratingu. W rezultacie, kurs USDPLN wzrósł do 4,12 (najwyżej od końca 2002), a CHFPLN do 4,10 (najwyżej od początku 2015). W międzyczasie złoty umocnił się po gołębiej podwyżce stóp Fed w grudniu, ale ruch ten był tylko chwilowy.

Początek roku pokazał, że krajowe wydarzenia mogą być całkiem istotnym czynnikiem wpływającym na złotego w kolejnych miesiącach 2016 r. Wg nas decyzja S&P nie jest uzasadniona, ale może zwrócić uwagę rynku i sprawić że rozwinie się sytuacja w Polsce – szczególnie kwestii budżetowych – będzie z jeszcze większą uwagą śledzony przez inwestorów zagranicznych.

Prezydent Duda zaprezentował swój projekt ustawy o kredytach walutowych, który teraz będzie przekazany do KNF. Będzie prawdopodobnie podlegał wielu modyfikacjom, a dyskusje potrwać zapewne kilka miesięcy. Niepewność dotycząca finalnego kształtu ustawy może w naszej ocenie ciężko złotemu i ograniczać potencjał do aprecjacji kiedy globalny nastrój się poprawi.

Dodatkowym czynnikiem ryzyka dla krajowej waluty jest gołębia retoryka, jaką mimo ostatniego osłabienia złotego przyjąć może nowa RPP. Słabsza waluta działa proinflacyjnie i rynek może stać się bardziej ostrożny w wycenianiu skali możliwego złagodzenia polityki pieniężnej. Jeśli jednak RPP zasugeruje, że obniżki stóp NBP są możliwe, to może to powstrzymać złotego przed umocnieniem.

Po silnym osłabieniu krajowej waluty zrewidowaliśmy w górę nasze prognozy EURPLN na 2016 r. Nie oczekujemy dalszego wzrostu kursu w krótkim terminie, ale z drugiej strony widzimy raczej niewielki potencjał do umocnienia złotego w kolejnych miesiącach. EURPLN mógłby w I kw. skorygować do 4,35. W naszym bazowym scenariusz zakładamy, że globalny nastrój będzie wystarczająco korzystny by pozwolił amerykańskim bankierom centralnym dalej podnosić stopy Fed, ale złoty może nie umocnić się dużo poniżej 4,30 za euro z wielu krajowych czynników ryzyka.

## EURUSD pod wpływem banków centralnych

Na początku grudnia EBC rozczarował inwestorów mniejszym od oczekiwań rozszerzeniem programu skupu aktywów co pchnęło kurs EURUSD do 1,10 z 1,05. W kolejnych tygodniach dolar stopniowo zyskiwał dzięki podwyżce stóp Fed, a euro było pod presją spadającej ceny ropy. W efekcie, EURUSD przebił lokalny dołek na 1,08 i na początku roku przejściowo osiągnął 1,07. Obawy o Chiny przyczyniły się do ograniczenia oczekiwań na szybkie podwyżki stóp Fed, co pozwoliło euro odrobić część strat i kurs odbił do 1,08.

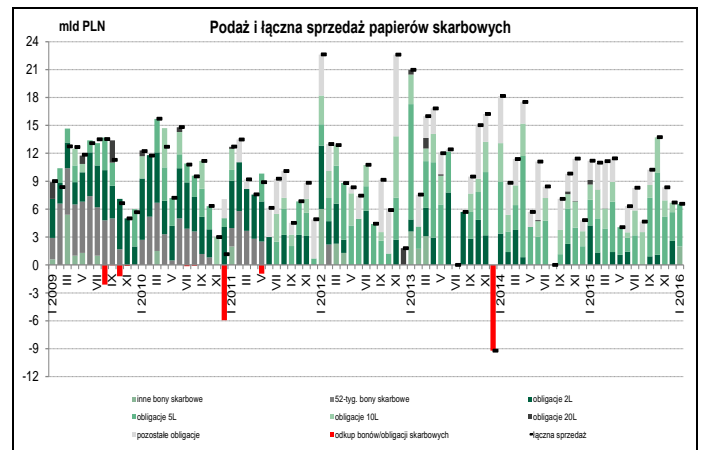
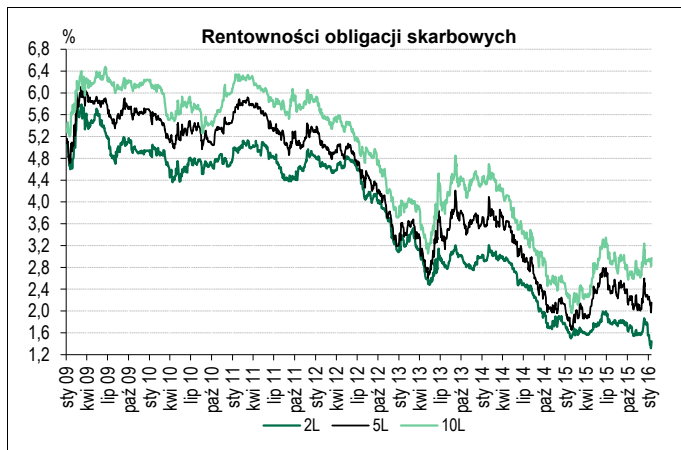
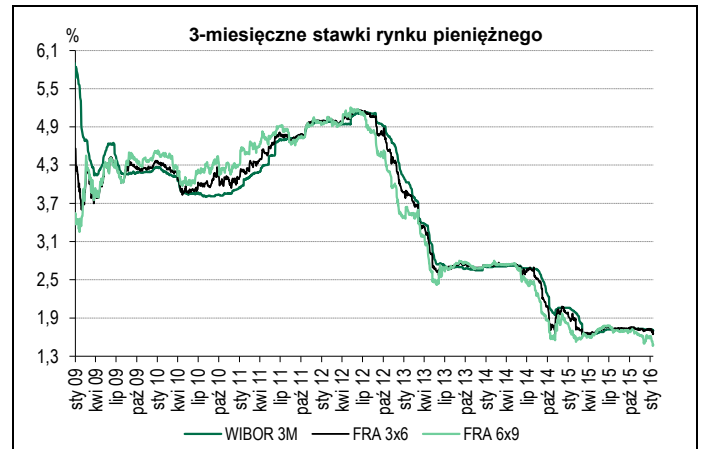
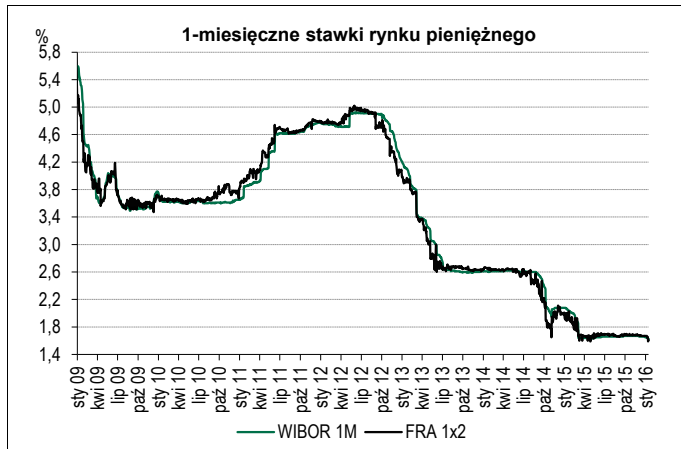
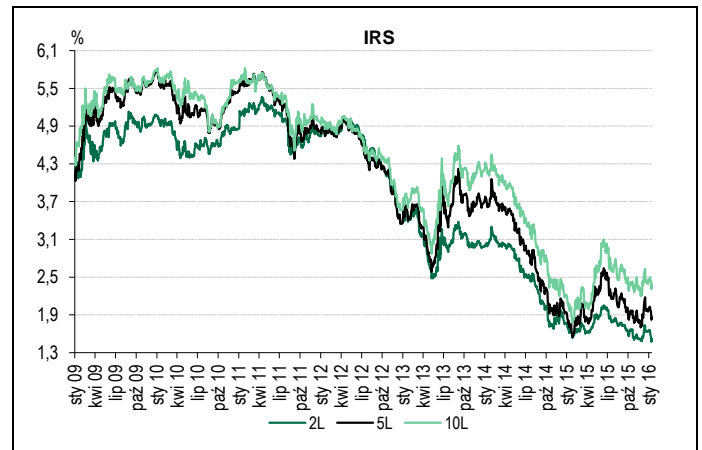
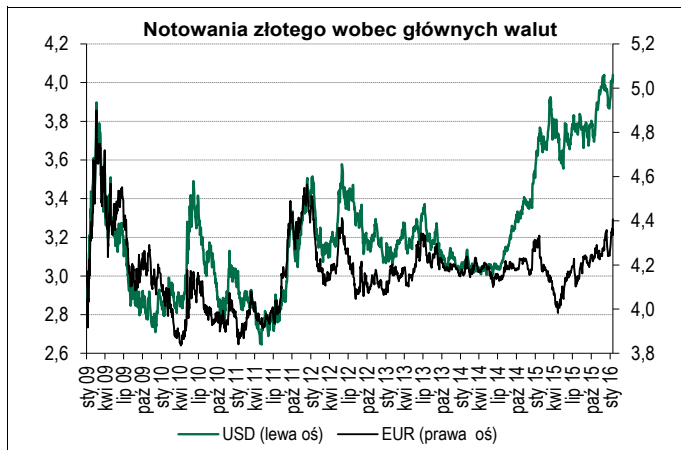
Grudniowe miesięczne dane z rynku pracy zaskoczyły mocno na plus i rynek widzi 27% szans na podwyżkę stóp w marcu i ok. 30% w kwietniu. Nie oczekujemy żadnych działań EBC w najbliższych miesiącach, więc to perspektywy polityki pieniężnej Fed pozostaną zapewne głównym czynnikiem wpływającym na EURUSD. Jeżeli obawy o Chiny osłabną, wtedy dolar mógłby jeszcze zyskać, bowiem stabilne otoczenie globalne sprawia, że podwyżki stóp Fed są bardziej prawdopodobne.

## Rubel pod presją spadającej ceny ropy

Spadek ceny ropy Brent do najniższego poziomu od końca 2003 miał bardzo negatywny wpływ na rubla. USDRUB wzrósł powyżej 78 i zanotował rekordowo wysokie tygodniowe zamknięcie na ok. 77. Oczekujemy, że ceny surowców pozostaną w najbliższym czasie kluczowym czynnikiem wpływającym na rosyjską walutę. Trend spadkowy ceny ropy wspierany jest przez wzrost podaży państw Bliskiego Wschodu i zniesienie przez USA zakazu eksportu ropy. Jeśli obawy o Chiny nie osłabną i ropa dalej będzie tanieć, to rublowi może być ciężko zanotować trwalsze odreagowanie.



# Monitor rynku



## Przetargi obligacji skarbowych w 2015/2016 r. (mln zł)

miesiąc	I przetarg				II przetarg			Przetarg zamiany			
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	Obligacje	sprzedaż
styczeń '15	15.01	WZ/DS/WS	3000-5000	4198,5	22.01	OK0717/PS0420	5000-9000	7005,2			
lut	5.02	WZ/DS/WS	3000-5000	5980,0	12.02	OK0717/PS0420	3000-5000				
marzec	5.03	USD20150716/ USD20151019**	500 mln \$	400,6 mln \$	12.03	OK0717/PS0420	3000-4000	4639,0	26.03	PS0415/OK0715/DS1015	WZ0120/PS0420
kwiecień	9.04	WZ0124/DS0725	2500-4500	3788,0	23.04	OK0717/WZ0120/PS0420	5000-9000	7654,3			
maj	7.05	OK/WZ	3000-5000	odwołany	21.05	OK0717/PS0420	2000-4000	4056,0			
czerwiec	11.06	OK0717/WZ0120	2000-4000	4236,5					25.06	OK0715/DS1015	PS0420/DS0725
lipiec	9.07	WZ0120/WZ0124	1000-2000	2430,3	23.07	PS0420/DS0725	3000-6000	5852,7			
sierpień	6.08	DS0725/WZ0126	1000-4000	4655,9							
wrzesień	10.09	WZ0126/DS0726	2000-4000	3019,0	24.09	OK0717/PS0420	4000-6000	7214,0			
październik	29.10	OK/PS/DS	5000-8000	8082,0							
listopad	26.11	EUR20160201**	Do 1 mld €	730 mln €					8.10	DS1015/OK0116	PS0421/DS0726
grudzień									19.11	OK0116/PS0416	WZ0120/PS0421/DS0726
styczeń '16	07.01	PS0421	2500-4500	4555,0	28.01	Do ogłoszenia	4000-8000		10.12	OK0116/PS0416	OK0717/PS0421/DS0726

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

## Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
<b>11 stycznia</b>	<b>12</b> CZ: CPI (XII) CZ: PKB (III kw.)	<b>13</b> <b>PL: Bilans płatniczy (XI)</b> EZ: Produkcja przemysłowa (XI) US: Beżowa księga Fed	<b>14</b> <b>PL: Decyzja RPP</b> <b>PL: Podaż pieniądza (XII)</b> HU: CPI (XII)	<b>15</b> <b>PL: CPI (XII)</b> US: Sprzedaż detaliczna (XII) US: Produkcja przemysłowa (XII) US: Wstępny Michigan (I)
<b>18</b> <b>PL: Inflacja bazowa (XII)</b>	<b>19</b> DE: Indeks ZEW (I)	<b>20</b> <b>PL: Płace i zatrudnienie (XII)</b> US: CPI (XII) US: Rozpoczęte budowy domów (XII) US: Pozwolenia na budowę (XII)	<b>21</b> <b>PL: Produkcja przemysłowa (XII)</b> <b>PL: PPI (XII)</b> <b>PL: Sprzedaż detaliczna (XII)</b> EZ: Decyzja EBC EZ: HICP (XII) US: Indeks Philly Fed (I)	<b>22</b> DE: Wstępny PMI – przemysł (I) EZ: Wstępny PMI – przemysł (I) US: Sprzedaż domów (XII)
<b>25</b> DE: Indeks Ifo (I)	<b>26</b> <b>PL: Stopa bezrobocia (XII)</b> HU: Decyzja banku centralnego US: Indeks nastrojów konsumentów (I)	<b>27</b> US: Sprzedaż nowych domów (XII) US: Decyzja FOMC	<b>28</b> <b>PL: Minutes RPP</b> US: Zamówienia na dobra trwałe użytku (XII) US: Niezakończona sprzedaż domów (XII)	<b>29</b> <b>PL: Oczekiwania inflacyjne (I)</b> EZ: Wstępny HICP (I) US: Pierwszy szacunek PKB (IV kw.) US: Indeks Michigan (I)
<b>1 lutego</b> <b>PL: PMI – przemysł (I)</b> CN: PMI – przemysł (I) DE: PMI – przemysł (I) EZ: PMI – przemysł (I) US: ISM – przemysł (I) US: Dochody osobiste (XII) US: Wydatki konsumentów (XII)	<b>2</b>	<b>3</b> <b>PL: Decyzja RPP</b> DE: PMI – usługi (I) EZ: PMI – usługi (I) US: ISM – usługi (I) US: Raport ADP (I)	<b>4</b> CZ: Decyzja banku centralnego US: Zamówienia przemysłowe (XII)	<b>5</b> DE: Zamówienia przemysłowe (XII) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (I) US: Stopa bezrobocia (I)
<b>8</b> DE: Produkcja przemysłowa (XII) CZ: Produkcja przemysłowa (XII)	<b>9</b> DE: Eksport (XII)	<b>10</b>	<b>11</b> HU: CPI (I)	<b>12</b> <b>PL: Pierwszy szacunek PKB (IV kw.)</b> <b>PL: CPI (I)</b> DE, HU: Pierwszy szacunek PKB (IV kw.) CZ: CPI (I) EZ: Produkcja przemysłowa (XII) US: Sprzedaż detaliczna (I) US: Wstępny Michigan (II)
<b>15</b> <b>PL: Bilans płatniczy (XII)</b>	<b>16</b> <b>PL: Płace i zatrudnienie (I)</b> CZ: Pierwszy szacunek PKB (IV kw.) DE: Indeks ZEW (II)	<b>17</b> <b>PL: Produkcja przemysłowa (I)</b> <b>PL: PPI (I)</b> <b>PL: Sprzedaż detaliczna (I)</b> US: Rozpoczęte budowy domów (I) US: Pozwolenia na budowę (I) US: Produkcja przemysłowa (I) US: Minutes FOMC	<b>18</b> <b>PL: Minutes RPP</b> US: Indeks Philly Fed (II)	<b>19</b> US: CPI (I)

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Bloomberg

## Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2016 roku

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

\*dane kwartalne; <sup>a</sup> dane wstępne za styczeń, <sup>b</sup> dane za styczeń i luty. Źródła: GUS, NBP

## Dane i prognozy ekonomiczne

## Wskaźniki miesięczne

		gru 14	sty 15	lut 15	mar 15	kwi 15	maj 15	cze 15	lip 15	sie 15	wrz 15	paź 15	lis 15	gru 16	sty 16
PMI	pkt.	52,8	55,2	55,1	54,8	54,0	52,4	54,3	54,5	51,1	50,9	52,2	52,1	52,1	52,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	8,1	1,6	5,0	8,8	2,4	2,8	7,4	3,8	5,3	4,0	2,4	7,8	6,8	0,5
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	5,0	1,3	-0,3	2,9	8,5	1,3	-2,5	-0,1	4,8	-2,5	-5,2	1,2	3,0	3,0
Sprzedaż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	1,8	0,1	-1,3	3,0	-1,5	1,8	3,8	1,2	-0,3	0,1	0,8	3,3	2,9	3,9
Stopa bezrobocia	%	11,4	11,9	11,9	11,5	11,1	10,7	10,2	10,0	9,9	9,7	9,6	9,6	9,8	10,4
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw <sup>a</sup>	% r/r	3,7	3,6	3,2	4,9	3,7	3,2	2,5	3,3	3,4	4,1	3,3	4,0	3,6	3,6
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2
Eksport (w euro)	% r/r	9,8	4,4	10,9	14,3	8,6	7,8	10,6	5,2	8,1	3,0	3,0	12,6	12,9	15,2
Import (w euro)	% r/r	13,1	-2,1	3,9	8,7	7,7	0,5	10,3	7,3	6,7	5,2	-2,9	5,4	7,9	21,5
Bilans handlowy	mIn EUR	-629	639	526	485	-117	500	-165	-726	-150	19	499	756	-57	-63
Rachunek bieżący	mIn EUR	-10011	-228	93	10054	929	928	-963	-10110	-654	-768	-163	620	-439	-589
Rachunek bieżący	% PKB	-2,0	-1,7	-1,5	-1,3	-0,9	-0,7	-0,4	-0,5	-0,3	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,2
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-29,8	-0,6	-11,3	-16,7	-16,7	-19,6	-26,1	-26,6	-25,9	-31,1	-34,5	-36,1	-50,0	-2,2
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	62,7	1,3	24,6	36,2	36,2	42,6	56,7	57,7	56,1	67,6	74,8	78,4	108,5	4,0
Inflacja (CPI)	% r/r	-1,0	-1,4	-1,6	-1,5	-1,1	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,5
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	0,5	0,6	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,4	0,4	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-2,7	-2,8	-2,8	-2,5	-2,7	-2,1	-1,4	-1,8	-2,7	-2,8	-2,3	-1,8	-0,8	-0,3
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	8,2	8,6	8,7	8,9	7,2	7,6	8,3	8,6	7,3	8,4	9,1	9,4	9,1	9,4
Zobowiązania	% r/r	9,0	9,1	9,0	9,2	7,8	7,8	8,7	8,8	7,7	8,9	9,2	10,0	9,3	9,7
Należności	% r/r	7,2	8,0	7,7	7,8	6,4	7,7	7,9	7,9	7,6	7,9	7,7	7,2	7,3	6,9
EUR/PLN	PLN	4,21	4,28	4,18	4,13	4,02	4,08	4,16	4,15	4,19	4,22	4,25	4,25	4,29	4,38
USD/PLN	PLN	3,42	3,68	3,68	3,81	3,73	3,66	3,71	3,78	3,77	3,75	3,78	3,96	3,95	4,02
CHF/PLN	PLN	3,50	3,96	3,93	3,89	3,88	3,93	3,98	3,96	3,89	3,86	3,91	3,92	3,96	4,01
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	2,00	2,00	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	%	2,06	2,03	1,92	1,67	1,65	1,67	1,70	1,72	1,72	1,72	1,73	1,73	1,72	1,71
Rentowność obligacji 2L	%	1,84	1,60	1,60	1,62	1,60	1,74	1,91	1,82	1,79	1,79	1,65	1,58	1,71	1,45
Rentowność obligacji 5L	%	2,16	1,82	1,88	1,99	1,98	2,38	2,68	2,45	2,40	2,43	2,18	2,10	2,28	2,23
Rentowność obligacji 10L	%	2,55	2,21	2,20	2,32	2,36	2,83	3,20	3,00	2,88	2,91	2,66	2,73	2,93	3,05

Źródło: GUS, NBP, MF, BZ WBK;

<sup>a</sup> nominalnie; <sup>b</sup> wartość na koniec okresu;

## Wskaźniki kwartalne i roczne

		2013	2014	2015	2016	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16
PKB	mld PLN	1 656,3	1 719,1	1 783,0	1 839,5	414,6	432,2	438,6	497,7	425,4	444,7	451,4	518,0
PKB	% r/r	1,3	3,3	3,6	3,5	3,7	3,3	3,5	3,7	3,2	3,4	3,6	3,9
Popyt krajowy	% r/r	-0,7	4,9	3,0	3,9	2,9	3,1	3,2	2,9	4,6	3,7	3,6	3,9
Spożycie indywidualne	% r/r	0,2	2,6	3,1	3,2	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,2	3,4	3,3
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	-1,1	9,8	5,9	5,7	11,5	6,1	4,6	4,3	4,0	6,0	6,0	6,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	2,3	3,4	4,8	4,5	5,3	3,9	4,3	5,5	3,7	5,6	5,4	3,4
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-10,3	4,3	0,7	4,7	1,4	1,9	0,5	-0,2	3,0	5,2	5,0	5,0
Sprzedż detaliczna <sup>a</sup>	% r/r	2,6	3,1	1,3	6,7	0,7	1,4	0,4	2,4	4,5	4,6	8,2	9,0
Stopa bezrobocia <sup>b</sup>	%	13,4	11,4	9,8	9,0	11,5	10,2	9,7	9,8	10,1	9,2	8,8	9,0
Place brutto w gospodarce narodowej <sup>a</sup>	% r/r	3,4	3,6	3,4	4,9	4,1	3,1	3,0	3,4	3,7	5,1	5,0	5,8
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	-1,1	0,2	0,8	0,7	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,7	0,6	0,5
Eksport (w euro)	% r/r	5,7	6,4	8,3	9,2	9,8	9,0	5,3	9,2	7,5	9,0	10,0	10,3
Import (w euro)	% r/r	0,2	8,3	4,8	10,5	3,5	6,2	6,4	3,2	11,0	10,0	10,0	11,0
Bilans handlowy	mIn EUR	-335	-3 255	2 214	235	1 651	216	-851	1 198	345	-189	-936	1 016
Rachunek bieżący	mIn EUR	-5 031	-8 303	-745	-2 504	900	864	-2 527	18	-380	362	-2 566	80
Rachunek bieżący	% PKB	-1,3	-2,0	-0,2	-0,6	-1,3	-0,4	-0,5	-0,2	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-4,0	-3,2	-3,1	-3,3	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	0,9	0,0	-0,9	0,0	-1,5	-0,9	-0,7	-0,6	-0,4	-0,3	-0,2	0,7
Inflacja (CPI) <sup>b</sup>	% r/r	0,7	-1,0	-0,5	1,1	-1,5	-0,8	-0,8	-0,5	-0,4	-0,2	0,1	1,1
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	1,2	0,6	0,3	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	0,4	0,5	0,5	0,8
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,3	-1,5	-2,2	0,3	-2,7	-2,1	-2,4	-1,6	-0,4	-0,5	0,8	1,3
Podaż pieniądza (M3) <sup>b</sup>	% r/r	6,2	8,2	9,1	4,3	8,9	8,3	8,4	9,1	7,9	6,7	5,5	4,3
Zobowiązania <sup>b</sup>	% r/r	6,6	9,0	9,3	3,5	9,2	8,7	8,9	9,3	7,9	6,4	5,0	3,5
Należności <sup>b</sup>	% r/r	3,5	7,2	7,3	4,7	7,8	7,9	7,9	7,3	6,6	6,0	5,4	4,7
EUR/PLN	PLN	4,20	4,18	4,18	4,34	4,20	4,09	4,19	4,26	4,35	4,31	4,36	4,32
USD/PLN	PLN	3,16	3,15	3,77	3,83	3,72	3,70	3,77	3,90	3,94	3,83	3,84	3,73
CHF/PLN	PLN	3,41	3,45	3,92	3,76	3,93	3,93	3,90	3,93	3,95	3,80	3,73	3,57
Stopa referencyjna <sup>b</sup>	%	2,50	2,00	1,50	1,25	1,50	1,50	1,50	1,50	1,25	1,25	1,25	1,25
WIBOR 3M	%	3,02	2,52	1,75	1,50	1,87	1,67	1,72	1,73	1,62	1,45	1,45	1,46
Rentowność obligacji 2L	%	2,98	2,46	1,70	1,46	1,61	1,75	1,80	1,65	1,42	1,43	1,45	1,55
Rentowność obligacji 5L	%	3,46	2,96	2,21	2,45	1,90	2,35	2,43	2,19	2,24	2,35	2,53	2,67
Rentowność obligacji 10L	%	4,04	3,49	2,69	3,26	2,24	2,79	2,93	2,77	3,09	3,20	3,32	3,45

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 15.01.2016 r. zostało przygotowane przez:

### DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

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

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

**Maciej Reluga – Główny Ekonomista**

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

**Piotr Bielski** 22 534 18 87

**Agnieszka Decewicz** 22 534 18 86

**Marcin Luziński** 22 534 18 85

**Marcin Sulewski** 22 534 18 84

## DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

### Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5  
61-894 Poznań

tel. 61 856 58 14/30

fax 61 856 44 56

### Warszawa

al. Jana Pawła II 17  
00-854 Warszawa

tel. 22 586 83 20/38

fax 22 586 83 40

### Wrocław

ul. Rynek 9/11  
50-950 Wrocław

tel. 71 369 94 00

fax 71 370 26 22

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

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