

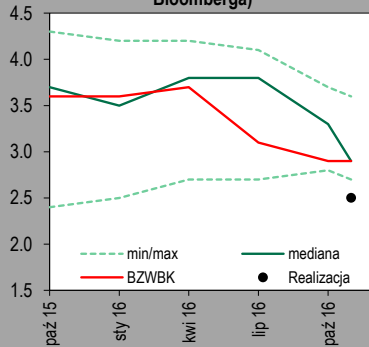
MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

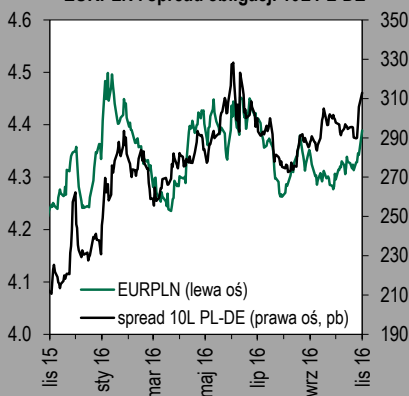
Listopad 2016

Korekta czy początek trendu?

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



EURPLN i spread obligacji 10L PL-DE



W tym miesiącu:

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

■ **Tempo wzrostu PKB w III kwartale wyniosło zaledwie 2,5% r/r, najmniej od trzech lat.** Szczegółowe dane będą opublikowane dopiero pod koniec listopada, więc na razie trudno z pewnością powiedzieć co stało za spowolnieniem. Dodatkową komplikacją w prognozowaniu tempa wzrostu PKB na kolejne kwartały jest znacząca rewizja danych historycznych. Najnowsze dane statystyczne wskazują, że wzrost gospodarczy w ubiegłym roku był wyraźnie szybszy niż sądziliśmy: GUS zrewidował roczną dynamikę PKB za 2015 z 3,6% do 3,9%, nie opublikował jednak danych kwartalnych. Biorąc to pod uwagę, **nowe prognozy opublikujemy w grudniu przy okazji publikacji raportu ze scenariuszem na 2017 rok.** Wszystko wskazuje jednak na to, że IV kwartał tego roku będzie również gorszy niż wcześniej oczekiwano (prawdopodobnie poniżej wzrostu PKB w III kw.), a w trakcie przyszłego roku może nastąpić pewne przyspieszenie.

■ **Nie sądzimy, aby gorszy od prognoz PKB za III kwartał zmienił znacząco podejście Rady Polityki Pieniężnej.** Nowa projekcja PKB autorstwa NBP już okazała się być zbyt optymistyczna, ale i tak uważamy, że RPP podtrzyma opinię, iż spowolnienie jest tylko tymczasowe, choć głębsze niż sądziła. Wciąż jednak nie wykluczamy, że rynek FRA może ponownie zacząć wyceniać obniżkę stóp procentowych w horyzoncie 6-9 miesięcy. Z drugiej strony, wciąż uważamy, że w ciągu 18-24 miesięcy stopa referencyjna NBP raczej wzrośnie, a nie spadnie. **W najbliższych miesiącach myśleniu o ewentualnej obniżce stóp nie będzie sprzyjała sytuacja na rynku walutowym.**

■ W poprzednich raportach wielokrotnie wskazywaliśmy, że jesteśmy pesymistycznie nastawieni jeśli chodzi o perspektywę dla krajowej waluty do końca tego roku. Nasza prognoza dla kursu EURPLN na grudzień (4,40) zrealizowała się już w listopadzie i to w dodatku z innego powodu niż sądziliśmy (wzrost niepewności na rynkach po wyborach w USA). **Nie zakładamy, by złoty dalej tracił do euro, ale wciąż niekorzystne czynniki zewnętrzne (grudniowa podwyżka stóp Fed) i wewnętrzne (m.in. wzrost gospodarczy słabszy od oczekiwań) będą ograniczać szanse na odrobienie przez złotego wcześniejszych strat.**

■ Wraz z osłabieniem złotego oczekiwaliśmy też wzrostu premii za ryzyko i tymczasowego wzrostu różnicy rentowności pomiędzy obligacjami 10-letnimi w Polsce i Niemczech powyżej 300 pb. O ile w listopadzie to rzeczywiście nastąpiło, to należy na ten ruch spojrzeć biorąc pod uwagę dwie inne kwestie. Po pierwsze: czy wzrost ten jest rzeczywiście chwilowy? Po drugie: nastąpiło to przy znaczącym wzroście rentowności obligacji, nie tylko w Polsce, ale na całym świecie. Innymi słowy, pojawia się pytanie, czy era ultra-luźnej polityki pieniężnej nie dobiega czasem końca, ponieważ taki właśnie scenariusz zaczął być wyceniany przez światowe rynki długu po wyborach w USA. **Wydaje nam się, że skala wyprzedaży obligacji na rynkach bazowych z ostatnich dni jest przesadzona i możemy liczyć na pewne odreagowanie.** Dla polskiego rynku oznaczałoby to ponowny spadek spreadu do Bundów w pobliże poziomów z początku listopada. Jeśli zaś chodzi o rentowności, to zakładamy, że poziom 3,10-3,15, który przez jakiś czas był górnym ograniczeniem przedziału wahań dla 10-letniej obligacji, może stać się teraz jego dolnym ograniczeniem na najbliższe miesiące. W średnim terminie nadal spodziewamy się umiarkowanego wzrostu rentowności w kraju i za granicą. Dość powiedzieć, że rentowność 10-letniej obligacji, którą osiągnęliśmy w połowie listopada (3,50%), to był nasz docelowy poziom na koniec... 2017 roku.

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

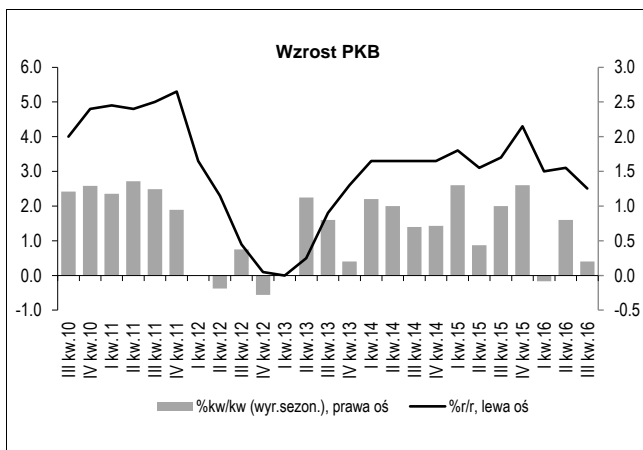
al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40
 email: ekonomia@bzwbk.pl Strona www: skarbk.bzwbk.pl
 Maciej Reluga (główny ekonomista) 22 534 18 88
 Piotr Bielski 22 534 18 87
 Agnieszka Decewicz 22 534 18 86
 Marcin Luziński 22 534 18 85
 Marcin Sulewski 22 534 18 84

Na rynku finansowym 15 listopada 2016 r.:

Stopa depozytowa NBP	0,50	WIBOR 3M	1,73	EURPLN	4,4098
Stopa referencyjna NBP	1,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	1,80	USDPLN	4,0837
Stopa lombardowa NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 5 lat	2,81	CHFPLN	4,1046

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 15.11.2016 r.

Gospodarka Polski



Wyższy PKB w 2015 roku

W październiku Główny Urząd Statystyczny opublikował zrewidowane roczne dane dotyczące PKB w latach 2010-2015. Wynika z nich, że dynamika wzrostu gospodarczego w ubiegłym roku była wyraźnie lepsza niż wcześniej szacowano i wyniosła 3,9%, a nie 3,6%. Podwyższenie tempa wzrostu wynikało głównie z poprawy szacunków salda handlu zagranicznego oraz zapasów.

Nie wiemy jeszcze jak rewizja danych rozłożyła się na poszczególne kwartały ubiegłego roku. To oznacza zwiększoną niepewność w zakresie prognoz wzrostu gospodarczego na kolejne kwartały i ryzyko tego, że tempo wzrostu PKB w tym roku może być słabsze niż sądziliśmy (efekt wyższej bazy).

... i prawdopodobnie niższy w tym

Wstępne dane o PKB w III kwartale br. były dużo słabsze od oczekiwań – wzrost gospodarczy zwolnił do 2,5% r/r, a po korekcie sezonowej do 0,2% kw/kw. Nie znamy jeszcze szczegółowej struktury wzrostu, ale podejrzewamy, że za rozczarowanie mógł odpowiadać głębszy spadek inwestycji, słabsza niż zakładano poprawa dynamiki konsumpcji prywatnej (efekt 500+) i rewizja danych za 2015 r. Niewykluczone, że szacunki PKB za dwa pierwsze kwartały 2016 r. zostaną również skorygowane.

Prognozy PKB na kolejne kwartały zaktualizujemy po publikacji szczegółowych danych GUS pod koniec listopada. Na ten rok będzie to prawdopodobnie kolejna rewizja prognoz wzrostu w dół.

Konsumpcja motorem wzrostu

Głównym motorem wzrostu gospodarczego pozostaje konsumpcja prywatna. Dane o handlu detalicznym wskazują na wzrost obrotów w III kw., którego skala wydaje się dość skromna w zestawieniu z zastrzykiem finansowym, jakiego dostarczyła gospodarstwu domowemu poprawa sytuacji na rynku pracy i program „500+”. Spodziewamy się jednak, że poprawa dynamiki konsumpcji w III kw. była de facto mocniejsza, ponieważ dane o sprzedaży detalicznej pomijają dwa istotne elementy: (1) wydatki w sektorze usług, (2) import używanych samochodów. Dlatego nie zaskoczyłby nas wzrost konsumpcji w III kw. nieco powyżej 4% r/r. Kolejne trzy kwartały powinny być równie dobre pod tym względem.

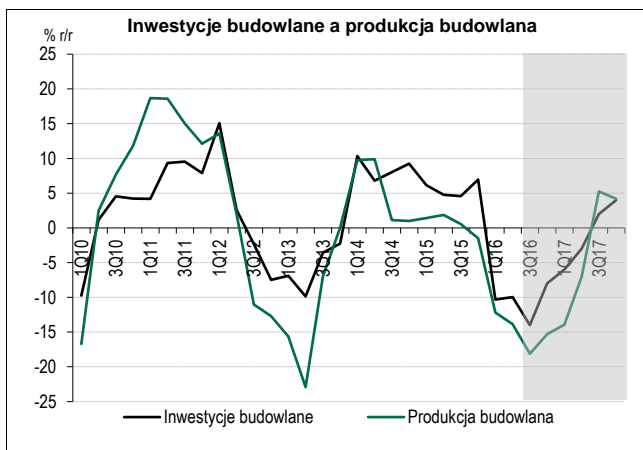
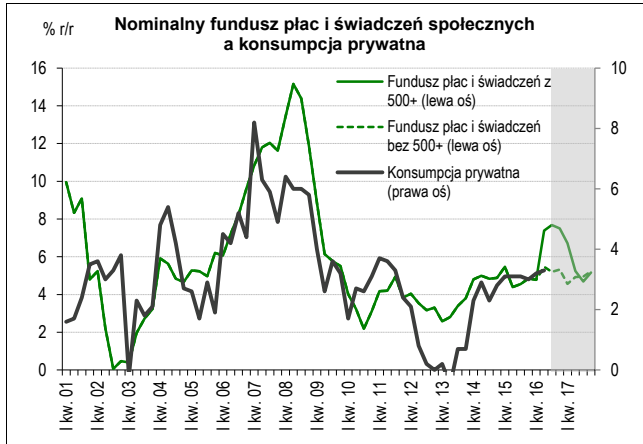
Inwestycje spadają

Najsłabszym ogniwem są obecnie inwestycje, które w III kw. prawdopodobnie kontynuowały spadek w podobnym tempie jak w poprzednim kwartale (ok. -5% r/r). Wskazuje na to m.in. głęboki spadek produkcji w budownictwie (-14% r/r w III kw.) oraz słabnąca dynamika produkcji dóbr inwestycyjnych.

Do zapaści w inwestycjach z pewnością przyczynił się spadek wykorzystania środków z UE i zakładamy, że ten czynnik będzie stopniowo ustępował w kolejnych kwartałach, w miarę jak absorpcja funduszy z nowej perspektywy finansowej będzie nabierać tempa. Drugim powodem spowolnienia jest jednak pogorszenie nastrojów firm i wzrost niepewności, dotyczącej zarówno otoczenia zewnętrznego, jak i krajowych ram funkcjonowania. Ten czynnik może nie ustąpić tak szybko. Dane Eurostatu potwierdzają, że w I półroczu spadały inwestycje nie tylko sektora publicznego, ale też prywatnego. W sumie, po wciąż słabym III kwartale spodziewamy się umiarkowanego odbicia dynamiki inwestycji. Tempo tego odbicia wydaje się jednym z dwóch głównych czynników ryzyka dla prognoz wzrostu PKB na przyszły rok.

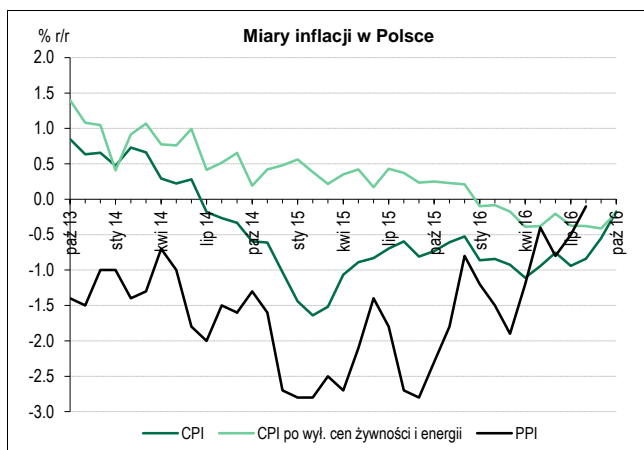
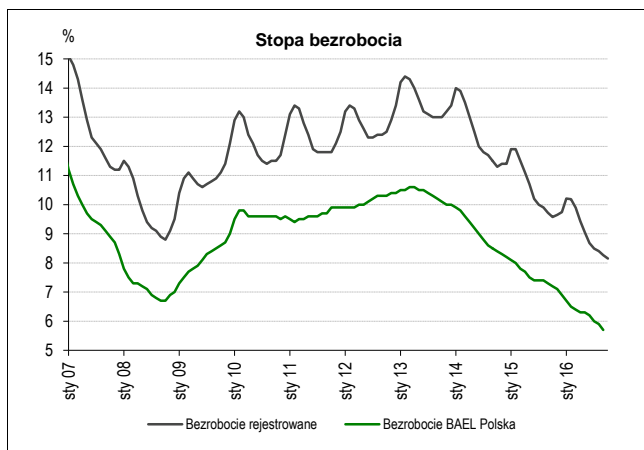
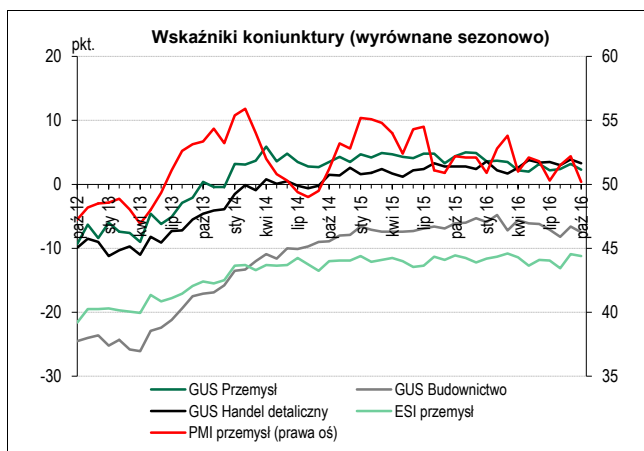
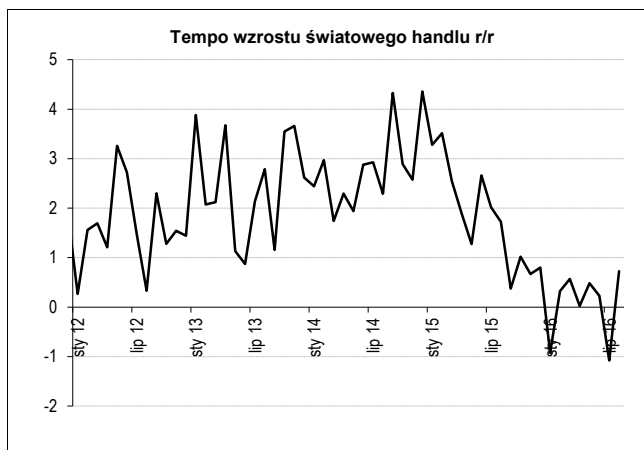
Eksport słabnie

Zaskakująco słabo radzi sobie wciąż polski przemysł, i to pomimo sygnałów poprawy koniunktury gospodarczej w UE. Wg nas osłabienie w przemyśle to w dużym stopniu efekt hamującego popytu zewnętrznego, głównie ze strony krajów europejskich. Dane Eurostatu wskazują na mocne osłabienie eksportu polskich towarów do głównych partnerów handlowych w UE – w lipcu roczna dynamika eksportu do Niemiec była ujemna po raz pierwszy od niemal 4 lat.



Źródła: GUS, NBP, Eurostat, BZ WBK

Gospodarka Polski



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

▪ W ostatnich miesiącach indeksy koniunktury w strefie euro, a w szczególności w gospodarce niemieckiej, zanotowały wyraźną poprawę, zwiększając nadzieje na to, że osłabienie popytu z tych krajów nie będzie trwałe. Jednak „twarde” dane o produkcji i zamówieniach w niemieckim przemyśle były już mniej optymistyczne. Co więcej, dane z Chin sugerujące dalsze spowolnienie gospodarcze w tym kraju, perspektywa Brexitu, a także wygrana Donalda Trumpa w wyborach prezydenckich (oznaczająca ryzyko zwiększenia protekcjonizmu gospodarczego w USA) nie zapowiadają naszym zdaniem wyraźnego ożywienia w handlu międzynarodowym.

▪ Nadal spodziewamy się poprawy dynamiki polskiego eksportu w kolejnych kwartałach, ale jej skala będzie naszym zdaniem niewystarczająca, aby przegonić rosnącą dynamikę importu i w efekcie wpływ eksportu netto na wzrost PKB będzie negatywny w najbliższych kwartałach.

Nowe badania koniunktury – nie widać poprawy

▪ Najnowsze wskaźniki koniunktury nie zapowiadają na razie poprawy sytuacji w polskiej gospodarce w IV kwartale.

▪ Październikowy indeks PMI dla przemysłu mocno rozczarował spadając do 50,2 pkt z 52,2 pkt i osiągając najniższy poziom od września 2014. Za taki słaby wynik odpowiadała większość ze składowych indeksu, a w największym stopniu nowe zamówienia (które spadły w stosunku do września w drugim najmocniejszym tempie od dwóch lat). Słaby napływ nowych zamówień sprawił, że produkcja wzrosła jedynie nieznacznie, była bliska stagnacji. Zatrudnienie wzrosło w najwolniejszym tempie od sierpnia 2014. W ostatnich miesiącach polski PMI charakteryzował się dużymi wahaniami, co każe z ostrożnością podchodzić do pojedynczych odczytów. Ogólna tendencja pokazuje jednak stopniowy spadek aktywności ekonomicznej.

▪ Inne wskaźniki koniunktury (GUS, ESI) również pokazały pogorszenie sytuacji w przetwórstwie w październiku, co sygnalizuje, że produkcja przemysłowa może być w tym miesiącu ponownie słaba (zwłaszcza br. nie przyniesie przyspieszenia wzrostu gospodarczego w Polsce).

Rynek pracy nadal bardzo mocny

▪ Pomimo słabszego wzrostu PKB i spadku inwestycji, utrzymuje się wysoki popyt firm na pracowników. Tempo wzrostu zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw przyspieszyło we wrześniu do 3,2% r/r. Te dane mogą być trochę zawyżone przez fakt, że w części firm po niedawnych zmianach przepisów prawdopodobnie nastąpiły zmiany formy umów z pracownikami (etat zamiast tzw. 'umów śmieciowych'). Jednak silny popyt na pracę potwierdzają też dane o rosnącej liczbie nowych ofert pracy oraz dane ankietowe BAEL.

▪ Odsezonowana stopa bezrobocia wg BAEL spadła we wrześniu do nowego minimum 5,7%. Liczba bezrobotnych spadła o 280 tys. r/r (pierwszy raz w historii poniżej 1 mln), a liczba pracujących wzrosła wg naszych szacunków o ok. 2% r/r, czyli o 300 tys. rocznie (do 16,4 mln). Gdyby taka dynamika pracujących utrzymała się przez następny rok, stopa bezrobocia spadłaby w 2017 r. do ok. 3%. Taki scenariusz wydaje się jednak mało prawdopodobny.

Deflacja dobiega końca

▪ Październikowa inflacja wyniosła -0,2% r/r wobec -0,5% we wrześniu. Głównym powodem wzrostu dynamiki cen był efekt niskiej bazy (znaczący spadek cen surowców na przełomie 2015/16), który w najbliższych miesiącach nadal będzie pchał inflację w górę. W efekcie, deflacja zakończy się zapewne w listopadzie, a najdalej w grudniu, a w styczniu może podskoczyć do ok. 1% r/r. Sądzymy jednak, że w dalszej części przyszłego roku stopa inflacji będzie względnie stabilna, ze względu na wciąż ujemną lukę popytową i otoczenie niskich cen w Europie.

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragmenty listopadowego komunikatu RPP

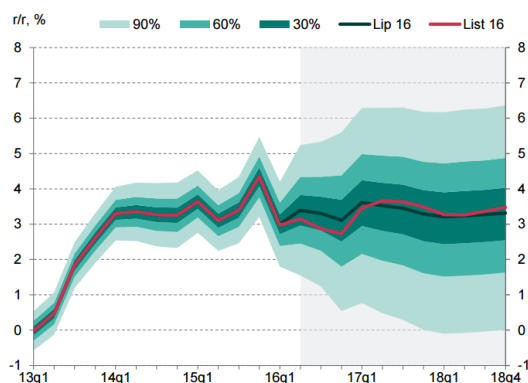
W Polsce utrzymuje się stabilny wzrost gospodarczy, choć dane wskazują, że dynamika PKB w III kw. mogła się nieznacznie obniżyć. Głównym czynnikiem wzrostu jest rosnący popyt konsumpcyjny, wspierany przez systematyczną poprawę sytuacji na rynku pracy, korzystne nastroje gospodarstw domowych oraz wypłaty świadczeń wychowawczych w ramach programu „Rodzina 500 plus”. Dane o produkcji budowlano-montażowej wskazują, że nadal ograniczająco na aktywność gospodarczą wpływa spadek inwestycji. Obniżenie inwestycji jest związane z przejściowym zmniejszeniem wykorzystania środków unijnych po zakończeniu poprzedniej perspektywy finansowej UE oraz utrzymującą się niepewnością wśród przedsiębiorstw co do otoczenia regulacyjnego gospodarki.

Roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych pozostaje ujemna, jednak skala deflacji maleje. Na wygasanie tendencji deflacyjnych wskazuje również wzrost cen produkcji sprzedanej przemysłu. Do wzrostu dynamiki cen przyczynia się osłabienie efektów wcześniejszego spadku cen surowców na rynkach światowych, a także wyższa niż w poprzednich kwartałach dynamika plac w polskiej gospodarce. Natomiast czynnikiem ograniczającym dynamikę cen jest nadal niski wzrost cen za granicą oraz ujemna luka popytowa w krajowej gospodarce. Jednocześnie oczekiwania inflacyjne utrzymują się na niskim poziomie.

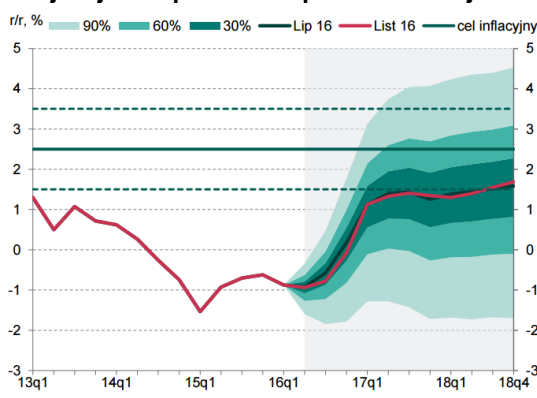
W ocenie Rady dynamika cen będzie nadal stopniowo rosła i w kolejnych kwartałach stanie się dodatnia. Oprócz wygaśnięcia efektów wcześniejszych spadków cen surowców wzrostowi cen w przyszłym roku będzie sprzyjało oczekiwane przyspieszenie wzrostu PKB, następujące w warunkach dalszego wzrostu dynamiki wynagrodzeń oraz zwiększonych świadczeń wychowawczych. W kolejnych kwartałach wzrosnąć powinna również dynamika inwestycji, czemu będzie sprzyjać dobra sytuacja finansowa firm, wysokie wykorzystanie ich zdolności produkcyjnych oraz stopniowe zwiększanie stopnia absorpcji funduszy unijnych. Taką ocenę wspiera listopadowa projekcja NBP. Źródłem niepewności dla oczekiwanego kształtowania się dynamiki cen jest ewentualność obniżenia się cen surowców

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

Projekcja listopadowa a lipcowa – wzrost PKB



Projekcja listopadowa a lipcowa – inflacja CPI



Źródła: NBP, BZ WBK

Stopy i projekcja bez zmian

▪ Zgodnie z oczekiwaniami RPP pozostawiła stopy bez zmian na posiedzeniu w listopadzie. Stopa referencyjna nadal wynosi 1,50%.

▪ O ile w lipcu RPP raczej zdystansowała się od prognoz NBP i stwierdziła, że spodziewa się wyższego wzrostu, to tym razem już tak nie było. Prezes NBP Adam Glapiński powiedział podczas konferencji prasowej, że członkowie Rady mogą mieć na ten temat różne opinie, ale akurat on jest optymistyczny w kwestii perspektyw gospodarczych. Jego zdaniem spowolnienie wzrostu obserwowane obecnie jest spowodowane niższą absorpcją środków UE i dlatego jest przejściowe. Zdaniem Glapińskiego, absorpcja środków unijnych powinna wkrótce ulec znaczącej poprawie, co będzie przyczyną wyraźnego przyspieszenia wzrostu w 2017 r. Powtórzył też, że wierzy iż nie będzie powodu do zmian stóp w 2017, chyba że wzrost PKB i inflacji mocno przyspieszy (wzrost gospodarczy w tempie 3,6% i inflacja na 1,5% nie byłyby wg Glapińskiego powodem do podwyżek). Inni członkowie RPP obecni na konferencji RPP – Jerzy Żyżyński i Eryk Łon (postrzegani jako raczej gołębi) – potwierdzili, że obecnie stopy NBP są na optymalnym poziomie wobec niezłego tempa wzrostu PKB i stopniowego wzrostu CPI. Zasugerowali również, że nawet w przypadku spowolnienia gospodarczego obniżki stóp w celu podbudzenia wzrostu były nieefektywne.

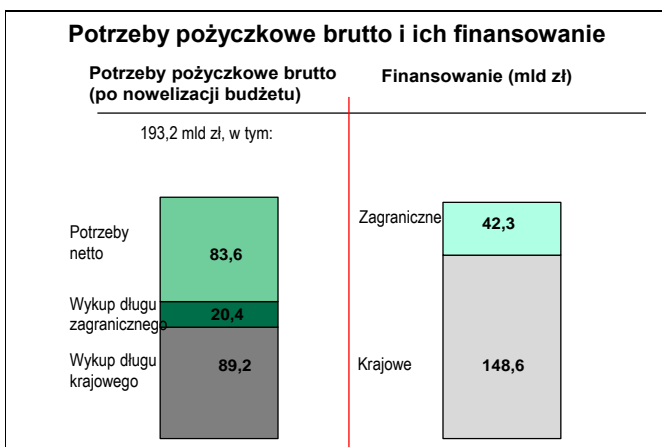
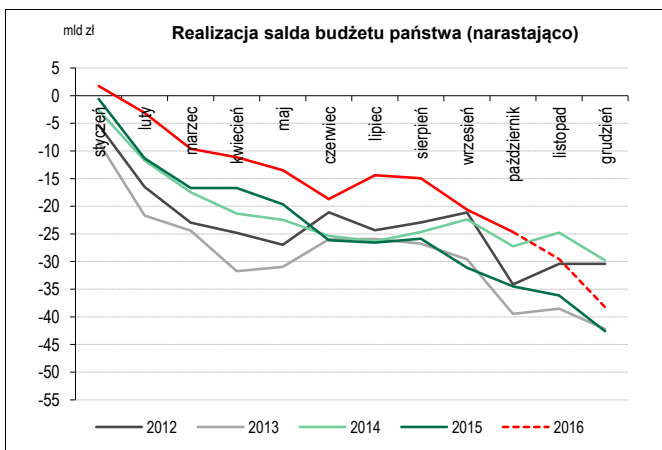
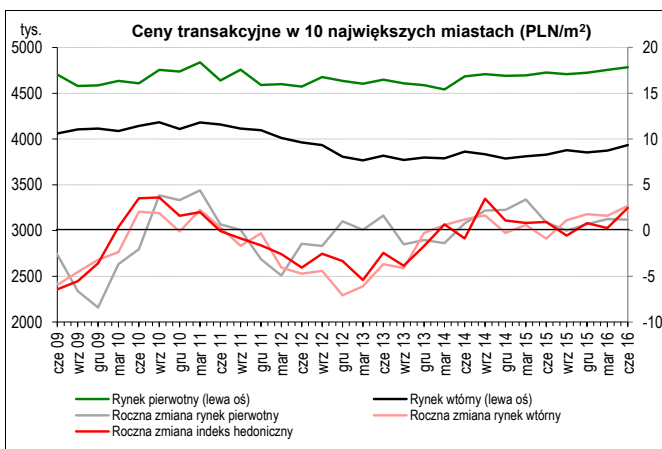
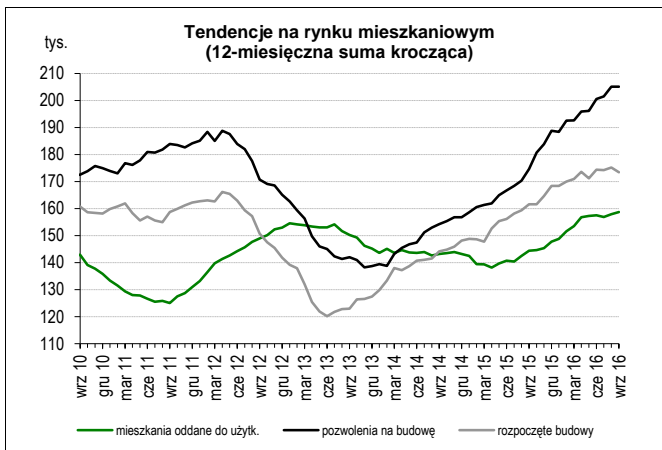
▪ Uważamy, że nie ma żadnych istotnych zmian w stanowisku RPP. Niebawem okaże się na ile dane o PKB za III kwartał zmieniają nastawienie Rady. Sądzymy jednak, że wciąż Rada będzie postrzegać spowolnienie jako przejściowe (mimo, że głębsze).

▪ Według „Raportu o inflacji”, Kamil Zubelewicz był jedynym członkiem RPP, który zagłosał przeciwko przyjęciu założeń polityki pieniężnej na 2017 r. Ostatnio taka sytuacja miała miejsce w 2010 r. Nie wiemy, z którym założeniem polityki pieniężnej K. Zubelewicz się nie zgadza, ale w sierpniu sugerował on (trzeba przyznać, dość zaskakująco) konieczność obniżenia celu inflacyjnego.

▪ Nowa projekcja NBP zakłada scenariusz zbliżony do lipcowego. Wzrost PKB został lekko zrewidowany w dół w 2016 r. (do 3,0% z 3,2%) pod wpływem słabszych danych o wykorzystaniu środków unijnych i – co za tym idzie – inwestycji oraz słabszego wpływu świadczeń z tytułu 500+, co wpłynęło na obniżenie prognoz spożycia indywidualnego. Prognozy na lata 2017-2018 zrewidowano w górę, ale bardzo nieznacznie. Wg projekcji, w tym roku najsłabsze tempo wzrostu zostanie zarejestrowane w IV kw. 2016 r. (2,7-2,8% r/r), głównie ze względu na efekt wysokiej bazy w spożyciu publicznym. Eksperti NBP założyli też dość mocny wzrost zapasów w tym kwartale (wkład ok 0,6-0,7 punktu procentowego do PKB), co oznacza najmocniejszą zmianę w tej kategorii od 2007 r. Według słów Jacka Kołowski, wicedyrektora Instytutu Ekonomicznego, program 500+ dołoży w tym roku 0,3 punktu procentowego do wzrostu. W porównaniu do lipcowej projekcji, efekt programu 500+ w 2016 r. został zmniejszony, co uzasadniono „rozłożeniem w czasie świadczeń z programu Rodzina 500 plus”. Jednak zmniejszeniu efektu w 2016 r. nie towarzyszyło zwiększenie go w 2017 r., co oznacza, że NBP oczekuje mniejszego wpływu programu na wzrost niż dotychczas. Projekcja zakłada mocne odbicie inwestycji w 2017 r.: wzrost o 6,1% r/r wobec spadku o 2,6% r/r w 2016 r. Inwestycjom prywatnym sprzyjać ma wysokie wykorzystanie zdolności produkcyjnych, dobra sytuacja finansowa firm. Z kolei wzrost kwot umów na wykorzystanie środków z UE jest argumentem za odbiciem w inwestycjach publicznych, choć wydatkowanie środków w latach 2016-2018 będzie wyraźnie niższe niż we wcześniejszym okresie.

▪ Ścieżka CPI na okres 2016-2018 pozostała w zasadzie bez zmian pomimo wycofania obniżki stawek VAT (efekt ok. 0,3pp w 2017 r.), co de facto oznacza, że NBP spodziewa się słabszego wzrostu cen. Projekcja centralna wskazuje na wzrost CPI do 1,5% pod koniec horyzontu prognozy. NBP w dół zrewidował prognozę inflacji bazowej ze względu na niższą presję popytową i mocniejszy kurs walutowy. Podniesiono natomiast prognozy cen energii i żywności.

Pod lupą: polityka fiskalna i rynek nieruchomości



Źródła: REAS, GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Eurostat, BZ WBK

Wysoka aktywność na rynku mieszkaniowym

- Podaż nowych mieszkań wciąż rośnie, a 12-miesięczna suma ukończonych mieszkań wyniosła we wrześniu 159 tys. – najwięcej od 2009 r. Solidnie wygląda też sprzedaż – w 6 największych miastach (Warszawa, Kraków, Wrocław, Trójmiasto, Poznań, Łódź) w okresie IX 2015 – IX 2016 sprzedano prawie 58 tys. mieszkań (najwięcej od kiedy dostępne są dane tj. 2007 r.), a w samym III kw. 2016 – 14,1 tys. (wzrost o 7% r/r). Na początku lipca wyczerpała się pula dopłat w ramach programu MDM, ale nie miało to widocznego przełożenia na popyt w III kw. Nie można jednak wykluczyć, że efekt ten będzie bardziej widoczny pod koniec roku. Suma pozwoleń na budowę (205 tys.) i rozpoczętych budów (174 tys.) również utrzymuje się na wysokim poziomie, ale od kilku miesięcy widoczna jest stabilizacja a nawet lekki spadek, co naszym zdaniem sugeruje spadek podaży nowych mieszkań w perspektywie kilku kwartałów.

- Dane NBP sugerują lekkie przyspieszenie wzrostu cen w skali r/r na rynku wtórnym oraz indeksu hedonicznego w II kw., przy stabilnym wzroście cen na rynku pierwotnym. Dane GUS pokazują również lekkie przyspieszenie wzrostu na rynku wtórnym, ale spadek cen na rynku pierwotnym. Ogólnie jednak zmiany cen są małe i jest to spójne z danymi o popycie i podaży, które sugerują ustabilizowanie rynku (w 6 największych miastach dostępna oferta jest stabilna w okolicy 50 tys. mieszkań od kilku kwartałów).

- Mimo lekkiej tendencji wzrostowej cen, indeks dostępności mieszkań rośnie dzięki wzrostowi wynagrodzeń.

- Według ankiety NBP dotyczącej rynku kredytowego, wyczerpanie puli środków z programu MDM wpłynęło na znaczny spadek popytu na kredyty mieszkaniowe w III kw. Ponadto, banki zaostryżyły kryteria udzielania kredytów, głównie ze względu na kwietniową ustawę o sprzedaży ziemi rolnej. Marże pozostały stabilne.

Deficyt budżetowy może być niższy niż 40 mld zł

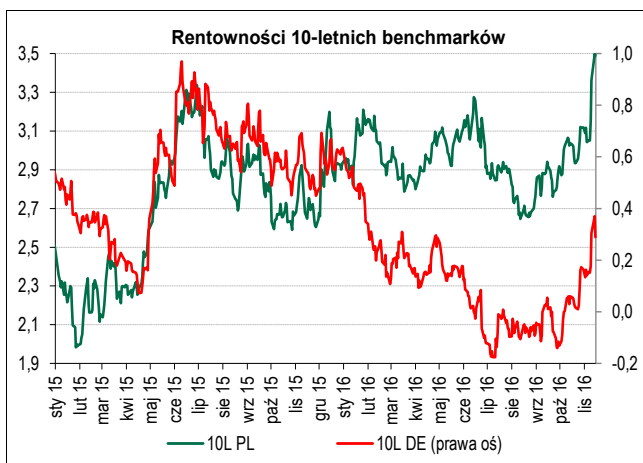
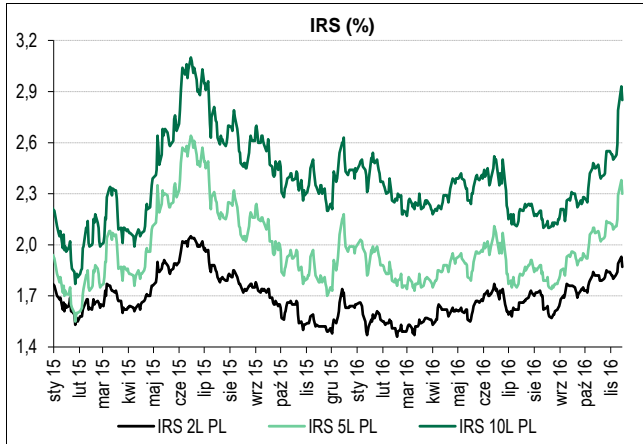
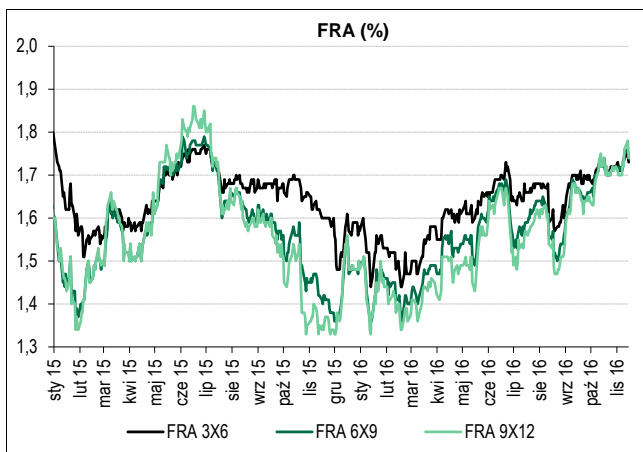
- Po dziesięciu miesiącach roku deficyt budżetu centralnego wyniósł 24,6 mld zł, czyli 60% planu na ten miesiąc (41,1 mld zł). Wpływy podatkowe wzrosły w październiku o 8,3% r/r, w tym z VAT o 7% r/r, z PIT o 7,2% r/r, z CIT o 0,4% r/r a z akcyzy o 9,4% r/r. Ogółem po październiku dochody są o 2,9% wyższe niż zaplanowano w harmonogramie, a wydatki o 2,9% niższe. Dane te sugerują, że deficyt w tym roku mógłby być wyraźnie niższy (o kilkanaście miliardów) od planowanego (54,7 mld zł). Deficyt sektora finansów publicznych mógłby być nawet poniżej 2,5% PKB. Być może jednak rząd zdecyduje się przenieść część wydatków z roku 2017 na rok bieżący, aby wygładzić ścieżkę deficytu.

Potrzeby pożyczkowe brutto na 2016 r. prawie sfinansowane

- W październiku Ministerstwo Finansów było bardzo aktywne na rynku pierwotnym i z sukcesem uplasowało dług denominowany w euro. Sprzedano obligacje 2-letnie (emisja private placement), 12-letnie i 30-letnie o wartości odpowiednio 250 mln €, 750 mln € i 500 mln €. Na rynku krajowym uplasowano natomiast obligacje o łącznej wartości 16,7 mld zł (na aukcjach regularnych i uzupełniających). W efekcie na koniec października potrzeby pożyczkowe brutto (po nowelizacji) były sfinansowane w 98%.

- MF kontynuowało proces prefinansowania potrzeb pożyczkowych na 2017 poprzez aukcje zamiany, sprzedając obligacje za 3,9 mld zł w listopadzie (wobec sprzedaży za 12,7 mld zł we wrześniu). MF nie zaakceptowało mniej atrakcyjnych ofert i dlatego sprzedaż była wyraźnie poniżej planu na poziomie 6 mld zł. Szacujemy, że poziom prefinansowania poprzez aukcje zamiany wynosi obecnie ok. 5%. Biorąc pod uwagę, że tegoroczny deficyt budżetowy będzie niższy o ok. 10 mld zł od planowanego, to jesteśmy przekonani, że potrzeby pożyczkowe na ten rok są już pokryte (nawet z nadwyżką). Mimo to nie wykluczamy, że prefinansowanie potrzeb na 2017 r. może być niższe niż w latach ubiegłych.

Rynek stopy procentowej



Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Rentowności w górę po wygranej Trumpa

Podobnie jak w poprzednich miesiącach, polski rynek długu pozostał w listopadzie wrażliwy na zmiany nastrojów na rynkach globalnych. Wysoka zmienność w ostatnich tygodniach wynikała z rosnących szans na podwyżkę stóp procentowych przez Fed w grudniu, niepewności przed wyborami prezydenckimi w USA, a potem reakcji inwestorów na ich wynik. Niedługo po ogłoszeniu informacji o wygranej Donalda Trumpa inwestorzy na światowych rynkach długu zaczęli wyceniać scenariusz wzrostu inflacji i deficytu fiskalnego w USA w przyszłości pod wpływem realizacji programu ekonomicznego prezydenta elekta oraz szybszych podwyżek stóp procentowych przez Fed. W rezultacie rentowności obligacji na rynkach bazowych poszybowały w górę – rentowność 10-letnich Treasuries wzrosła do 2,25%, a 10-letnich Bundów do 0,35%. Rentowność 10-letniego polskiego benchmarku podskoczyła znacznie bardziej, do ok. 3,5%, najwyższego poziomu od sierpnia 2014, a 10-letni IRS wzrósł do 2,92%, najwyżej od lipca 2015. Spread polskich 10-letnich obligacji do Bundów rozszerzył się do ok. 315 pb.

Krzywe rentowności na polskim rynku i na rynkach bazowych wyraźnie się wystromiły. W efekcie spread 2-10L w Polsce wzrósł do 150pb dla obligacji i do 60pb dla IRS.

Stawki WIBOR 3M-12M wzrosły na początku listopada o 1 pb, po ruchu w górę o 1-3 pb w październiku. Jednocześnie, stawki FRA wzrosły znacząco, o 2-22 pb (najbardziej na długim końcu), podążając w ślad za rynkiem IRS. Obecnie stawka FRA21x24 jest blisko 2,1%, co oznacza, że rynek zaczyna wyceniać podwyżki stóp procentowych o 50 pb w ciągu dwóch lat.

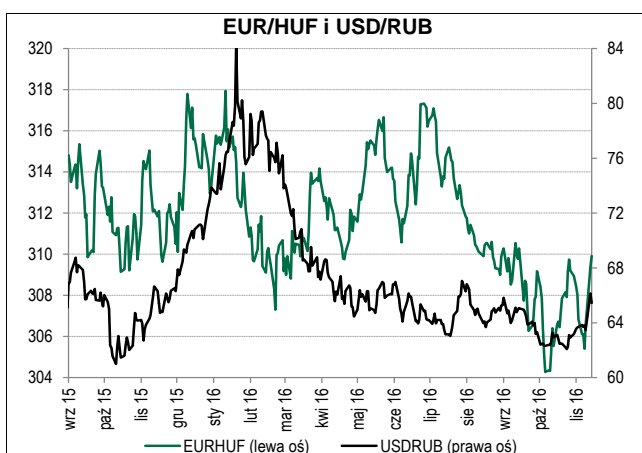
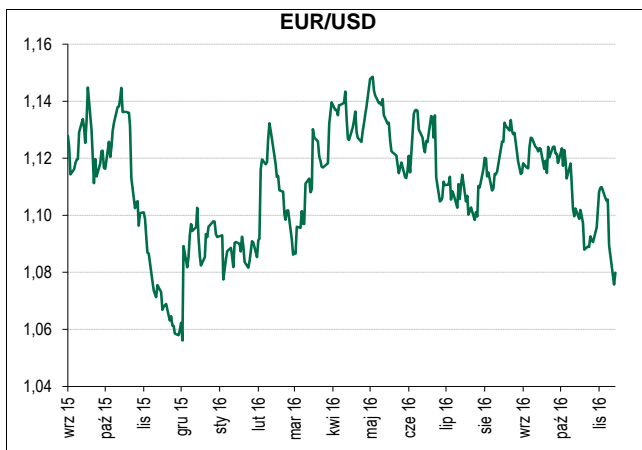
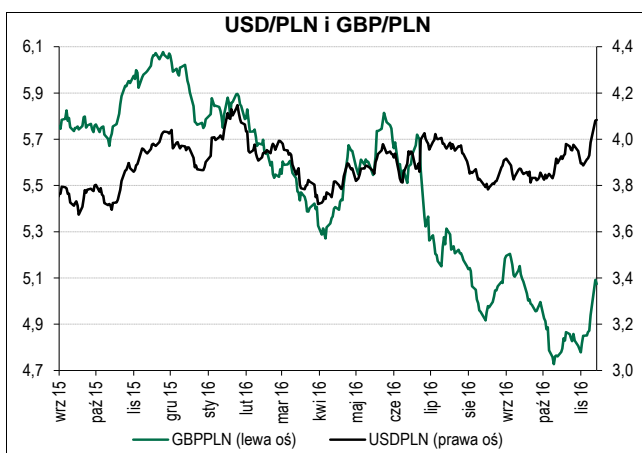
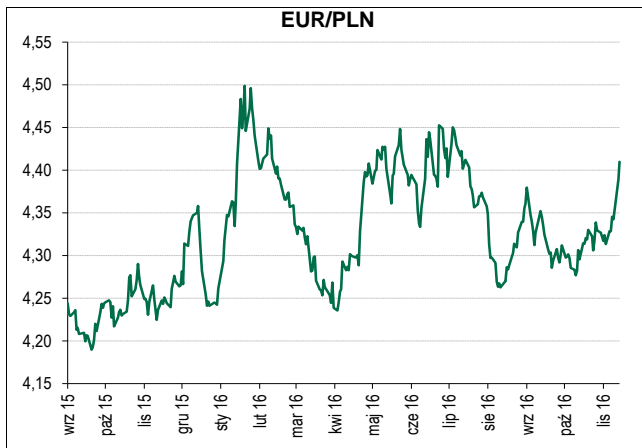
Tendencje na rynkach bazowych pozostaną decydujące

Miesiąc temu napisaliśmy, że w świecie ultra-niskich stóp rentowność polskiej dziesięciolatki na poziomie 3% powinna wydawać się atrakcyjna i to stwierdzenie nadal wydaje nam się aktualne. Istnieje jednak pytanie, czy era ultra-luźnej polityki pieniężnej głównych banków centralnych nie dobiega czasem końca, ponieważ wydaje się, że taki właśnie scenariusz zaczęły wyceniać światowe rynki długu po wyborach w USA.

Nasze oczekiwania dotyczące polityki pieniężnej Fed nie uległy zasadniczej zmianie – nadal oczekujemy podwyżki stóp rezerwy federalnej o 25pb w grudniu i dwóch kolejnych podwyżek w analogicznej skali w 2017 roku. W tym kontekście skala wyprzedzaży obligacji na rynkach bazowych z ostatnich dni wydaje się nieco przesadzona. Jeżeli inwestorzy na rynkach światowych dojdą wkrótce do podobnej konkluzji, wówczas możemy liczyć na pewne odreagowanie. Dla polskiego rynku oznaczałoby to zapewne ponowny spadek spreadu do Bundów w pobliże poziomów z początku listopada. Jeśli zaś chodzi o krajowe rentowności, to zakładamy, że poziom 3,10%-3,15%, który przez jakiś czas był górnym ograniczeniem przedziału wahań dla 10-letniej obligacji, może stać się teraz jego dolnym ograniczeniem na najbliższe miesiące. W średnim terminie nadal spodziewalibyśmy się w tym wariancie stopniowego, umiarkowanego wzrostu rentowności w kraju i za granicą.

Scenariuszem mniej optymistycznym dla polskiego rynku długu byłaby kontynuacja wzrostowego trendu rentowności za granicą. Mocna przecena amerykańskich Treasuries czyni polski rynek znacznie mniej atrakcyjnym dla inwestorów z USA (w których rękach jest ok. 25% krajowych SPW posiadanych przez nierezydentów, czyli ok. 5% obligacji ogółem). Gdyby dodatkowo EBC rozczarował inwestorów skalą dalszego ilościowego łagodzenia w strefie euro (wyższe rentowności obligacji), mogłoby to oznaczać, że trudno będzie sfinansować 80 mld zł potrzeb pożyczkowych netto w 2017 r. bez znaczącego wzrostu krajowych rentowności. Dodatkowym czynnikiem ryzyka jest niepewność odnośnie ewentualnych zmian w podatku bankowym, które mogłyby wpłynąć na aktywność krajowych graczy na rynku obligacji.

Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Zmienność rośnie, złoty traci

Październik był najspokojniejszym miesiącem dla EURPLN od listopada 2015 (biorąc pod uwagę różnicę między miesięcznym maksimum oraz minimum kursu). Zmienności implikowane dla EURPLN wahały się blisko najniższych poziomów od I kw. 2015 r. sugerując, że wkrótce może nastąpić silny ruch. Dla walut z rynków wschodzących wzrost zmienności często oznacza deprecjację i zależność ta znalazła swoje potwierdzenie w listopadzie w reakcji na wygraną Donalda Trumpa w wyborach prezydenckich. W efekcie, EURPLN wzrósł w ciągu dwóch dni z 4,33 do 4,45 (najwyżej od lipca). Wpływ na skalę ruchu mogła mieć obniżona płynność na polskim rynku 11 listopada. Złoty dużo stracił też do dolara – od ogłoszenia wyników wyborów w USA USDPLN wzrósł z 3,84 do 4,10.

Pierwsza reakcja walut CEE na wynik wyborów w USA była raczej umiarkowana, ale kolejne dni pokazały, że wzrost zmienności może wyznaczyć kierunek na najbliższe tygodnie. Sądzymy, że scenariusz osłabienia walut z rynków wschodzących wraz ze wzrostem wahań właśnie zaczął się realizować i jest on spójny z naszymi prognozami zakładającymi że do końca tego roku złoty pozostanie pod presją.

W poprzednich raportach wielokrotnie wskazywaliśmy, że jesteśmy pesymistycznie nastawieni jeśli chodzi o perspektywę dla krajowej waluty do końca tego roku i nasza prognoza dla kursu EURPLN na grudzień (4,40) zrealizowała się w połowie listopada. Nie zakładamy, by złoty dalej tracił do euro, ale niekorzystne czynniki zewnętrzne (grudniowa podwyżka stóp Fed) i wewnętrzne (wzrost gospodarczy słabszy od oczekiwań) będą ograniczać szanse na odrobienie przez złotego wcześniejszych strat.

Spore wahania EURUSD

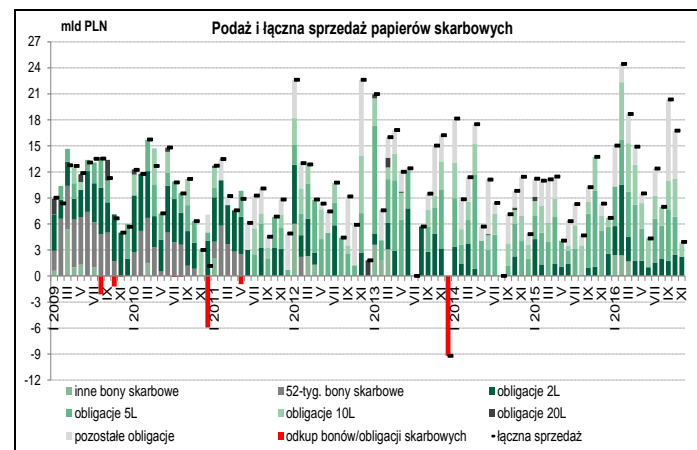
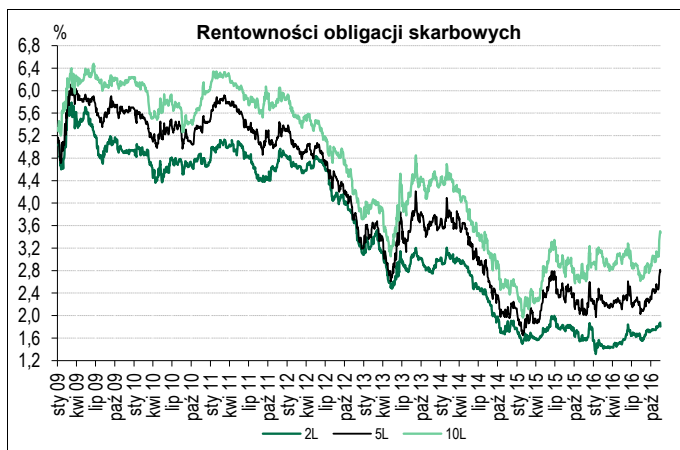
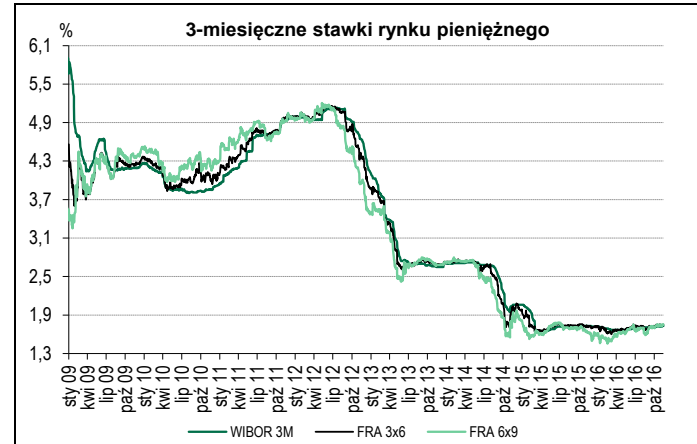
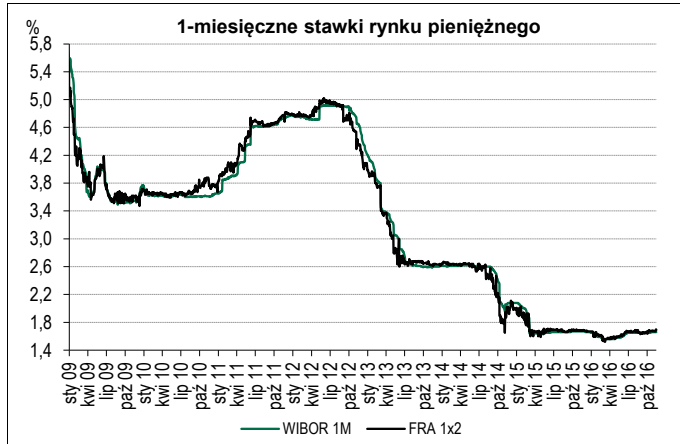
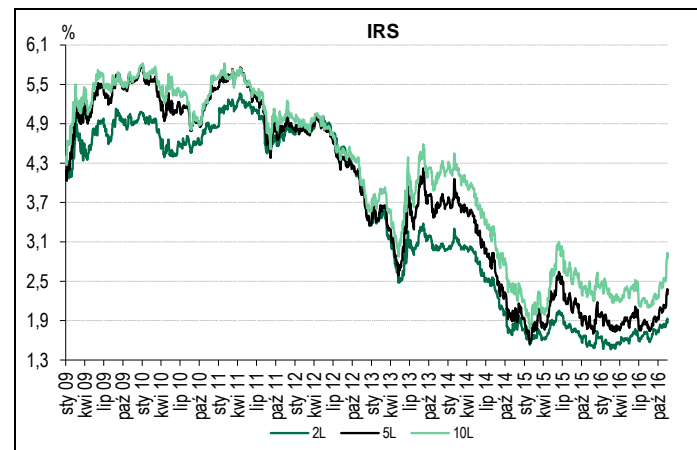
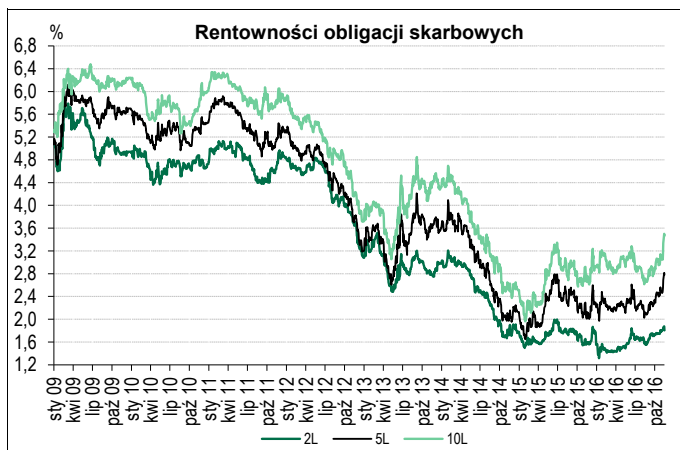
W zeszłym miesiącu wskazywaliśmy, że EURUSD także czeka na impuls i że wahania mogą wzrosnąć w przypadku wygrania wyborów przez Donalda Trumpa. Już w oczekiwaniu na wynik głosowania kurs zaczął się wyraźniej zmieniać, a w reakcji na ogłoszenie zwycięstwa kandydata Republikanów EURUSD najpierw wzrósł do 1,13, a potem w kolejnych dniach szybko skorygował do 1,075. Dolar umocnił się, bo rynek zaczął wyceniać realizację wyborczych obietnic złożonych przez Trumpa, a które wywołać mogą szybszy wzrost PKB i wyższą inflację w USA.

Rynek wycenia ponad 80% szans na grudniową podwyżkę stóp Fed o 25 pb, więc najbliższe dane z USA mogą mieć większy wpływ na EURUSD jeśli rozczarują, niż jeśli zaskoczą na plus. Uważamy, że ostatnia deprecjacja euro była przesadzona biorąc pod uwagę ostatnie dobre dane z Europy, które mogą przesądzić o tym, że w grudniu (jeszcze przed posiedzeniem FOMC) EBC poluzuje politykę pieniężną mniej, niż rynek może tego oczekiwać. W efekcie, kurs EURUSD mógłby odbić w kierunku naszej prognozy na koniec roku (ok. 1,10). Po wyborach w USA zrewidowaliśmy ścieżkę EURUSD na 2017 zakładając mocniejszego dolara – średnia na przyszły rok została obniżona do 1,09 z 1,14, a koniec do 1,11 z 1,16.

Mało przesłanek za umocnieniem rubla

USD/RUB odbił od tegorocznego dołka na ok. 62 i osiągnął ok 66.4. Oczekujemy dalszej deprecjacji rubla w kolejnych miesiącach. Po pierwsze, rosyjska gospodarka jest nadal słaba – roczna dynamika produkcji przemysłowej i realnych dochodów do dyspozycji wzrosła na początku 2016 do zera i w kolejnych miesiącach pozostała blisko tego poziomu. Sugeruje to, że ta „poprawa” wynikała głównie z efektu statystycznego. W ostatnim czasie nasiliło się też napięcie związane z sytuacją w Syrii, przez co rośnie ryzyko wydłużenia lub nałożenia nowych sankcji na Rosję. W ostatnich miesiącach pojawiały się też wypowiedzi rosyjskich oficjeli, w tym prezydenta Putina, którzy mówili, że trwająca od początku tego roku aprecjacja rubla jest zbyt duża. Przedłużające się negocjacje OPEC ws. ograniczenia wydobycia ropy sugerują, że trudno może być osiągnąć porozumienie, które mogłoby pchnąć ceny ropy jeszcze wyżej. Ewentualna korekta osłabi rubla.

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
Listopad '15	26.11	EUR20160201**	Do 1 mlrd €	730 mln €					19.11	OK0116/PS0416	WZ0120/PS0421/DS0726
grudzień									10.12	OK0116/PS0416	OK0717/PS0421/DS0726
styczeń '16	7.01	PS0421	2500-4500	4555,0	28.01	OK1018/WZ0120/WZ0126	5000-8000	8074,0			
lutycy	4.02	OK1018/DS0726	4500-7500	9011,2	18.02	WZ0120/PS0421	4000-6000	7210,0			
marzec	3.03	OK1018/DS0726	4000-7000	8387,5					24.03	PS0416/OK0716/PS1016	WZ0120/PS0721/WZ0126
kwiecień	7.04	OK1018/DS0726	3000-6000	6356,6	28.04	WZ0120/PS0721/WZ0126	5000-8000	8534,7			
maj	5.05	OK1018/DS0726	2500-4500	4703,9	25.05	PS0721/IZ0823	2000-4000	4801,7			
czerwiec	9.06	OK1018/DS0726	3000-4000	4321,7					27.06	OK0716/IZ0816/PS1016	odwołany
lipiec	7.07	OK/DS/WS	3000-6000	4431,9	28.07	PS0721/WZ1122/WZ0126	5000-8000	7950,9			
sierpień	18.08	OK/PS/DS	5000-8000	7949,4							
wrzesień	1.09	OK/DS/WZ	4000-7000	7593,5					22.09	PS1016/WZ0117/PS0417	PS0721/WZ0120/WZ0126
październik	6.10	OK1018/DS0727	3000-6000	6806,5	21.10	WZ0121/PS0422/WZ1122	6000-10000	9943,1			
listopad	17.11	Do ogłoszenia	3000-7000						3.11	WZ0117/PS0417/DS1017	OK1018/IZ0823/DS0727

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja odkupu

Źródło: MF, Reuters, BZ WBK

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
14 listopada PL: CPI (X) PL: Bilans płatniczy (IX) PL: Podaż pieniądza (X) EZ: Produkcja przemysłowa (IX)	15 PL, GE, EZ, HU, CZ: Wstępny PKB (III kw.) PL: Inflacja bazowa (X) GE: Indeks ZEW (XI) US: Sprzedaż detaliczna (X)	16 US: Produkcja przemysłowa (X)	17 EZ: HICP (X) US: Rozpoczęcie budowy domów (X) US: Pozwolenia na budowę (X) US: CPI (X) US: Indeks Philly Fed (XI)	18 PL: Płace i zatrudnienie (X)
21 PL: Produkcja przemysłowa (X) PL: PPI (X) PL: Sprzedaż detaliczna (X)	22 HU: Decyzja banku centralnego US: Sprzedaż domów (X)	23 GE: Wstępny PMI – przemysł (XI) EZ: Wstępny PMI – przemysł (XI) US: Zamówienia na dobra trwałe użytku (X) US: Sprzedaż nowych domów (X) US: Indeks Michigan (XI) US: FOMC minutes	24 GE: PKB (III kw.) GE: Indeks Ifo (XI) PL: Minutes RPP	25 PL: Stopa bezrobocia (XI)
28	29 US: Drugi szacunek PKB (III kw.) US: Indeks nastrojów konsumentów (XI)	30 PL: PKB (III kw.) EZ: Wstępny HICP (XI) US: Raport ADP (XI) US: Dochody osobiste (X) US: Wydatki konsumentów (X) US: Niezakończona sprzedaż domów (X) US: Beżowa księga Fed	1 grudnia PL: PMI – przemysł (XI) GE: PMI – przemysł (XI) EZ: PMI – przemysł (XI) US: ISM – przemysł (XI)	2 PL: Decyzja ratingowa S&P CZ: PKB (III kw.) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (XI) US: Stopa bezrobocia (XI)
5 GE: PMI – usługi (XI) EZ: PMI – usługi (XI) US: ISM – usługi (XI)	6 GE: Zamówienia przemysłowe (X) HU, EZ: PKB (III kw.) US: Zamówienia przemysłowe (X)	7 PL: Decyzja RPP GE: Produkcja przemysłowa (X) CZ: Produkcja przemysłowa (X)	8 EZ: Decyzja EBC HU: CPI (XI)	9 GE: Eksport (X) CZ: CPI (XI) US: Wstępny Michigan (XII)
12 PL: CPI (XI)	13 PL: Inflacja bazowa (XI) GE: Indeks ZEW (XII)	14 PL: Bilans płatniczy (X) PL: Podaż pieniądza (XI) EZ: Produkcja przemysłowa (X) US: Sprzedaż detaliczna (XI) US: Produkcja przemysłowa (XI) US: Decyzja FOMC	15 GE: Wstępny PMI – przemysł (XII) EZ: Wstępny PMI – przemysł (XII) US: CPI (XI) US: Indeks Philly Fed (XII)	16 PL: Płace i zatrudnienie (XI) EZ: HICP (XI) US: Rozpoczęcie budowy domów (XI) US: Pozwolenia na budowę (XI)

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	10-11	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 ^a	15 ^b	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			30			30			30
Bilans płatniczy	13	15	15	13	13	13	14	12	13	14	14	14
Podaż pieniądza	14	12	14	14	13	14	14	12	14	14	14	14

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

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		paź 15	lis 15	gru 16	sty 16	lut 16	mar 16	kwi 16	maj 16	cze 16	lip 16	sie 16	wrz 16	paź 16	lis 16
PMI	pkt.	52,2	52,1	52,1	50,9	52,8	53,8	51,0	52,1	51,8	50,3	51,5	52,2	50,2	51,2
Produkcja przemysłowa	% r/r	2,4	7,8	6,7	1,3	6,8	0,7	6,0	3,2	6,0	-3,4	7,5	3,2	-0,1	1,5
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-5,2	1,2	-0,4	-8,6	-10,5	-15,8	-14,9	-13,7	-13,0	-18,8	-20,5	-15,3	-17,1	-14,2
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	0,8	3,3	4,9	0,9	3,9	0,8	3,2	2,2	4,6	2,0	5,6	4,8	4,5	4,4
Stopa bezrobocia	%	9,6	9,6	9,7	10,2	10,2	9,9	9,4	9,1	8,7	8,5	8,4	8,3	8,2	8,3
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	3,3	4,0	3,1	4,0	3,9	3,3	4,6	4,1	5,3	4,8	4,7	3,9	4,2	5,4
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	1,1	1,2	1,4	2,3	2,5	2,7	2,8	2,8	3,1	3,2	3,1	3,2	3,1	3,0
Eksport (w euro)	% r/r	5,2	10,7	10,8	-1,3	5,4	0,0	4,1	0,0	5,7	-5,1	8,5	1,5	0,6	2,5
Import (w euro)	% r/r	-1,0	6,3	4,4	0,3	7,4	0,9	0,3	1,5	0,4	-6,8	10,7	3,2	4,6	3,1
Bilans handlowy	mIn EUR	549	357	143	439	200	337	455	318	662	-322	-478	-200	-51	266
Rachunek bieżący	mIn EUR	-165	28	-846	679	-652	-217	492	389	113	-635	-1 007	-999	-154	123
Rachunek bieżący	% PKB	-0,6	-0,7	-0,6	-0,4	-0,5	-0,8	-1,0	-1,1	-0,6	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-0,6
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	-34,5	-36,1	-42,6	1,8	-3,1	-9,6	-11,1	-13,5	-18,7	-14,4	-14,9	-20,6	-24,6	-29,5
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	74,8	78,4	92,5	-3,2	5,7	17,5	20,3	24,6	34,1	26,3	27,3	37,7	45,0	54,0
Inflacja (CPI)	% r/r	-0,7	-0,6	-0,5	-0,9	-0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-0,8	-0,9	-0,8	-0,5	-0,2	0,1
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	0,3	0,2	0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	0,0
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-2,3	-1,8	-0,8	-1,2	-1,5	-1,9	-1,2	-0,4	-0,8	-0,5	-0,1	0,2	0,4	0,3
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	8,9	9,3	9,1	10,2	10,1	9,1	11,6	11,6	11,4	10,7	10,1	9,4	8,7	8,1
Zobowiązania	% r/r	9,2	9,7	9,0	9,9	10,4	9,4	11,6	11,8	11,3	10,6	9,9	9,1	8,6	7,8
Należności	% r/r	7,7	7,0	6,9	6,2	5,8	4,4	6,7	5,0	4,6	4,7	3,7	3,7	3,8	3,8
EUR/PLN	PLN	4,25	4,25	4,29	4,41	4,40	4,29	4,31	4,41	4,40	4,40	4,30	4,32	4,31	4,38
USD/PLN	PLN	3,78	3,96	3,95	4,06	3,96	3,87	3,80	3,90	3,92	3,98	3,84	3,86	3,91	4,01
CHF/PLN	PLN	3,91	3,92	3,96	4,03	3,99	3,93	3,94	3,99	4,04	4,05	3,96	3,96	3,96	4,04
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	%	1,73	1,73	1,72	1,71	1,69	1,67	1,67	1,67	1,69	1,71	1,71	1,71	1,72	1,73
Rentowność obligacji 2L	%	1,65	1,58	1,71	1,46	1,46	1,44	1,48	1,54	1,70	1,66	1,61	1,71	1,75	1,80
Rentowność obligacji 5L	%	2,18	2,10	2,28	2,24	2,26	2,18	2,25	2,24	2,38	2,24	2,14	2,26	2,43	2,70
Rentowność obligacji 10L	%	2,66	2,73	2,93	3,04	3,03	2,88	2,95	3,04	3,11	2,89	2,71	2,85	3,01	3,35

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 15.11.2016 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

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

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

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

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

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

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5
61-894 Poznań

tel. 61 856 58 14/30

fax 61 856 44 56

Warszawa

al. Jana Pawła II 17
00-854 Warszawa

tel. 22 586 83 20/38

fax 22 586 83 40

Wrocław

ul. Rynek 9/11
50-950 Wrocław

tel. 71 369 94 00

fax 71 370 26 22

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