

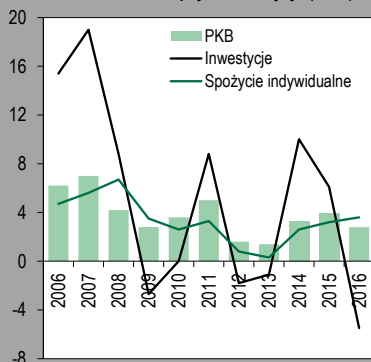
MAKROskop

Polska Gospodarka i Rynki Finansowe

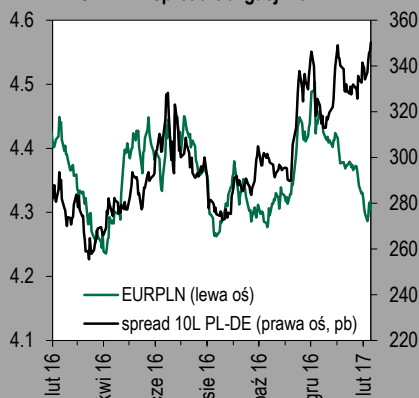
Luty 2017

Jak dotąd wszystko OK

PKB, konsumpcja i inwestycje (% r/r)



EURPLN i spread obligacji 10L PL-DE



W tym miesiącu:

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

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa fax 22 586 83 40
 email: ekonomia@bzwbk.pl Strona www: 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

■ Wzrost PKB w Polsce spowolnił do 2,8% w 2016 r., co sugeruje, że ostatni kwartał ub. r. był nieco lepszy od naszych oczekiwań. Najwyraźniej **dołek koniunktury mamy już za sobą, i widzimy coraz więcej sygnałów wskazujących, że najbliższe kwartały przyniosą ożywienie gospodarcze**. Pomimo to nie zmieniamy naszych prognoz, zakładających że ożywienie będzie stopniowe, a średni wzrost PKB w całym 2017 r. wyniesie 2,8 r. Konsumpcja prywatna pozostanie głównym motorem wzrostu, przynajmniej w pierwszej połowie 2017 r., podczas gdy eksport powinien dość szybko dołączyć do motorów gospodarki, wspierany przez poprawę koniunktury w Europie. Dynamika inwestycji jest nadal ujemna, niemniej oczekujemy stopniowej poprawy w nadchodzących kwartałach w związku z wykorzystaniem środków unijnych.

■ Inflacja odbija dość szybko – w kwietniu może osiągnąć 2% r/r – ale jest to wynikiem głównie efektu niskiej bazy oraz podwyżek cen żywności i energii, podczas gdy w szerszym ujęciu presja inflacyjna jest prawie niewidoczna. Chociaż stopa bezrobocia jest na rekordowo niskim poziomie i spada, średnie tempo wzrostu płac pozostaje umiarkowane. O ile oczekujemy przyspieszenia tempa wzrostu wynagrodzeń w kolejnych miesiącach, to odbicie inflacji bazowej powinno być umiarkowane (prognozujemy wzrost z ok. zera do 1,5% r/r w tym roku).

■ RPP, która nie spieszyła się z obniżkami stop kiedy w Polsce panowała deflacja pozostaje w trybie obserwacji sytuacji. Retoryka banku centralnego uległa złagodzeniu i zasugerował on, że jest gotowy tolerować ujemne realne stopy procentowe przez pewien czas. **Zakładamy, że w tym roku stopy procentowe NBP pozostaną bez zmian**, jednak w najbliższych miesiącach rynek może znowu zacząć wyceniać podwyżki kiedy inflacja podskoczy do 2 %/r.

■ Wydaje się, że deficyt fiskalny za 2016 r. mógł być wyższy niż się spodziewaliśmy, co mogło wynikać z dwóch powodów. Po pierwsze, Eurostat zdecydował, że przychody z aukcji LTE nie powinny obniżać deficytu fiskalnego w 2016, ale ich uwzględnienie powinno być rozłożone na 15 lat. Po drugie, Ministerstwo Finansów zdecydowało o przesunięciu części wydatków i zwrotów VAT ze stycznia 2017 r. na grudzień 2016 r. Ogólnie, **wyższy deficyt w 2016 r. nie oznacza wg nas większego ryzyka dla wykonania budżetu w 2017 r., a wręcz przeciwnie**.

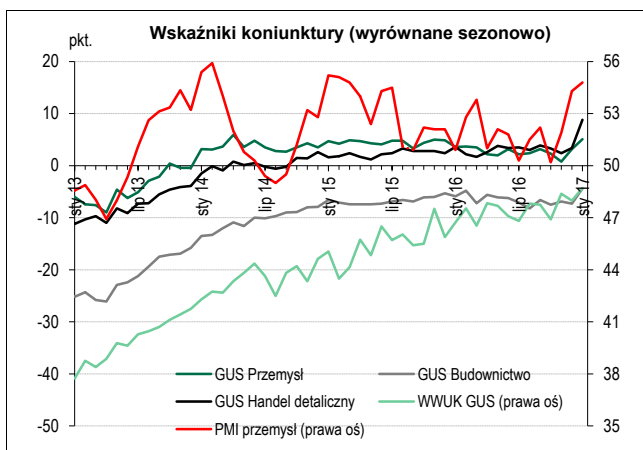
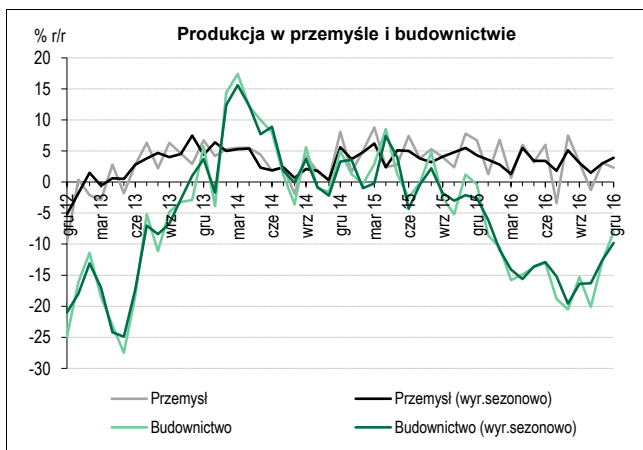
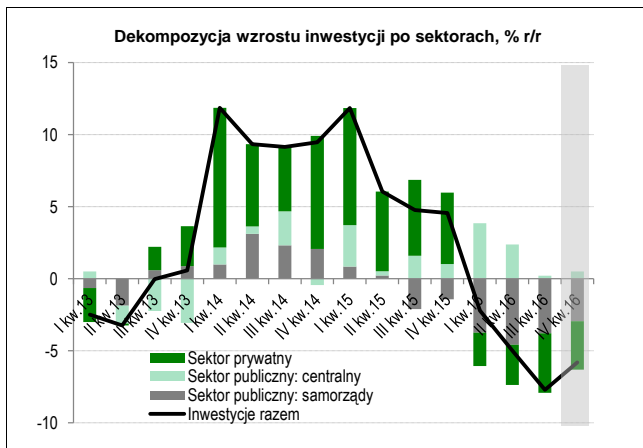
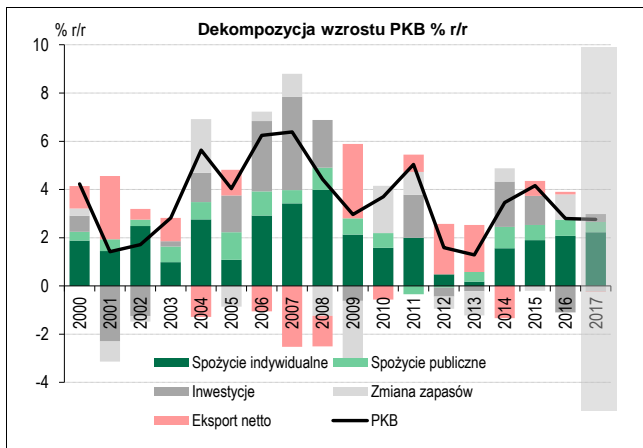
■ Oczekiwania wyższej inflacji i szybszego wzrostu gospodarczego wsparły dość wyraźnie w ostatnich tygodniach rynek giełdowy i złotego, ale ciążyły obligacjom. **Sądzymy, że ruch spadkowy EUR/PLN może się niebawem zatrzymać i zaobserwować możemy realizację zysków z ostatniej aprecjacji krajowej waluty. Widzimy też ograniczony potencjał do umocnienia polskich obligacji**, bowiem rentowności na rynkach bazowych pozostają w trendach wzrostowych, a ryzyko polityczne w Europie (niepewność przed wyborami, obawy o Grecję) jeszcze wzmacnia pesymizm na rynku długu.

Na rynku finansowym 10 lutego 2017 r.:

Stopa depozytowa NBP	0,50	WIBOR 3M	1,73	EURPLN	4,3030
Stopa referencyjna NBP	1,50	Rentowność obligacji skarbowych 2 lata	2,20	USDPLN	4,0435
Stopa lombardowa NBP	2,50	Rentowność obligacji skarbowych 10 lat	3,83	CHFPLN	4,0322

Raport został oparty na informacjach dostępnych do 10.02.2017 r.

Gospodarka Polski



Źródła: GUS, NBP, Eurostat, BZ WBK

Wzrost PKB spowolnił w 2016, ale mniej niż oczekiwano

▪ Według wstępnego szacunku PKB w 2016 r. był realnie wyższy o 2,8% w porównaniu z 2015 r., wobec wzrostu o 3,9% w 2015. Wynik był lepszy od naszych oczekiwań i konsensusu na poziomie 2,7%. Bazując na danych za cały rok i wcześniejszych publikacjach dotyczących pierwszych trzech kw. (oraz zakładając brak rewizji) można oszacować, że wzrost gospodarczy w ostatnim kw. 2016 był zbliżony do 2,5% r/r, czyli podobny jak w III kw.

▪ Głównym motorem wzrostu w 2016 r. była konsumpcja prywatna – w całym roku zwiększyła się realnie o 3,6%, chociaż jej dynamika w IV kw. nieco rozzczarowała, ponieważ wyniosła wg naszych szacunków ok. 4% r/r, czyli tylko minimalnie więcej niż w III kw. Istotny wkład do dynamiki PKB miała też zmiana zapasów, która w całym roku dodała do tempa wzrostu ok. 1 pkt. proc., a w IV kw. nawet 1,3pp. Jest to o tyle ciekawe zjawisko, że wg naszych obserwacji do tej pory w fazach osłabienia koniunktury zapasy miały niemal zawsze negatywny wpływ na dynamikę PKB, a nie pozytywny. Kolejną ciekawostką jest to, że wbrew naszym oczekiwaniom dynamika spożycia zbiorowego najwyraźniej pozostała w IV kw. dodatnia (w przedziale 2-3% r/r), pomimo bardzo wysokiej „bazy” z poprzedniego roku. Inwestycje spadły w całym roku 2016 o 5,5%, co oznacza, że w końcówce roku ich spadek wyhamował do ok. -5,8% r/r (spodziewaliśmy się nieco lepszego odczytu, ok. -4,5% r/r). Z kolei eksport netto dodał do wzrostu PKB 0,1 pkt. proc. w całym 2016 r. i 0,4pp w IV kw.

Inwestycje samorządów wciąż pod kreską

▪ Inwestycje samorządów spadły w IV kw. o 22,5% r/r w ujęciu nominalnym. Według naszych szacunków, spadek inwestycji samorządów odjął od wzrostu inwestycji ogółem 2,9 pp w IV kw. Jakkolwiek dane wciąż pokazują głęboki spadek w tym sektorze, to jednak odbicie wobec wyniku -46% r/r jest wyraźne. Z danych wyczytać można także pewne, choć niezbyt wyraźne, odbicie w inwestycjach współfinansowanych ze środków UE: w IV kw. spadły one o 74,8% r/r wobec -86,7% r/r w I-III kw. Uważamy, że inwestycje samorządów będą odbijać w 2017 r. Co ciekawe, wg naszych szacunków inwestycje sektora rządowego rosły przez pierwsze trzy kwartały roku w tempie ok. 15% r/r w ujęciu nominalnym.

▪ Dla perspektyw inwestycji kluczowe są jednak tendencje w sektorze prywatnym, gdyż odpowiada on za 60-70% nakładów. Jak dotychczas, nie widać przekonujących znaków ożywienia w inwestycjach prywatnych. Ożywienie w inwestycjach samorządów przy braku odbicia w inwestycjach ogółem sugeruje brak poprawy w sektorze prywatnym.

▪ Produkcja budowlana odbiła w IV kw. do -13,2% r/r z -18,1% r/r i naszym zdaniem sugeruje to odbicie w inwestycjach budowlanych. Jednak, inwestycje w maszyny i urządzenia prawdopodobnie pogłębiły spadek. Taki wniosek można wysnuć także na podstawie danych o produkcji dóbr inwestycyjnych w IV kw.

▪ Ogólnie, widzimy pewne dowody na odbicie w inwestycjach, ale jak dotąd nie jest ono ani silne, ani szerokie. Dlatego nie zmieniamy swoich prognoz na 2017 r.

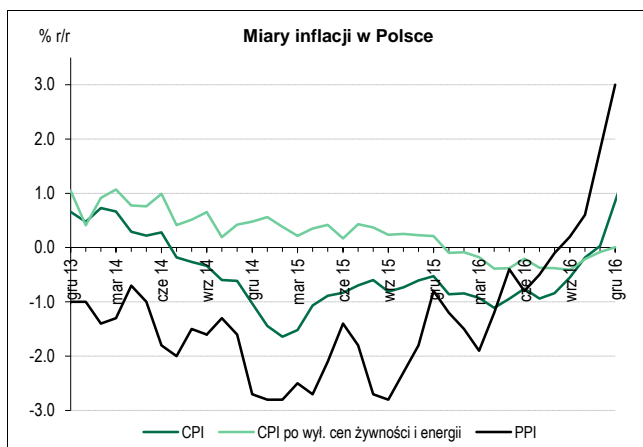
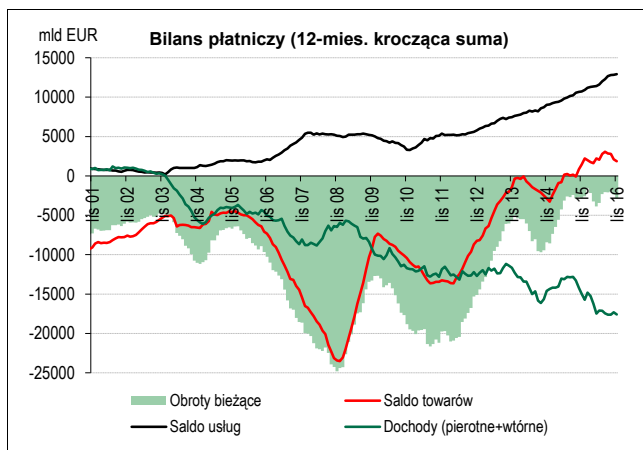
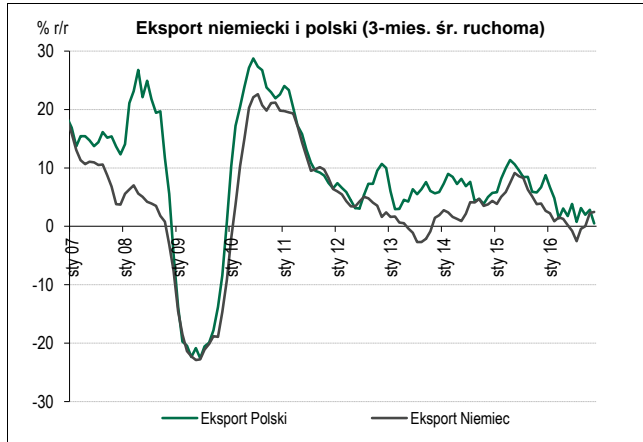
Mocne odbicie wskaźników wyprzedzających w styczniu

▪ W styczniu wszystkie wskaźniki wyprzedzające dla Polski wzrosły. Wskaźnik PMI wspiął się do 54,8 pkt z 54,3 pkt w grudniu. Indeks osiągnął najwyższą wartość od marca 2015 r. Według badania, produkcja rosła najszybciej od lutego 2014 r. a wzrost liczby nowych zamówień również przyśpieszył.

▪ Spośród wskaźników GUS, najmocniej odbił indeks dla handlu (jeden z najmocniejszych wzrostów w ostatniej dekadzie), ale te dla przemysłu i budownictwa również poszły w górę.

▪ Ogólnie, dane zdają się potwierdzać, że III kw. 2016 r. wyznaczył dołek koniunktury a kolejne kwartały powinny przynieść ożywienie koniunktury.

Gospodarka Polski



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

Mieszane sygnały z Niemiec

▪ Sytuacja w Niemczech, największego partnera handlowego Polski, jest kluczowa dla oceny perspektyw eksportu. W IV kw. dane z Niemiec były raczej mieszane. Produkcja przemysłowa była naprawdę słaba w październiku i listopadzie a potem w grudniu spadła do poziomu sprzed ponad dwóch lat. Zamówienia przemysłowe i eksport pokazywały wprawdzie wysokie stopy wzrostu, ale poprzeplatane z bardzo słabymi wynikami, co sugeruje, że działania czynników jednorazowych. Z drugiej strony, wskaźniki koniunktury dla Niemiec poszły mocno w górę, sugerując, że także w twardych danych możemy zobaczyć trwalszy trend.

▪ Zakładamy lekkie przyspieszenie tempa wzrostu PKB w Niemczech do 2,1% w 2017 r. z 1,9% w 2016 r. Jednak struktura wzrostu będzie nieco bardziej korzystna dla polskiej gospodarki, jako że eksport będzie rósł wyraźnie szybciej niż w 2016 r. Ponadto, wydaje się, że także inne duże gospodarki europejskie, jak Francja czy Włochy, są w fazie ożywienia, co będzie wsparciem dla tempa wzrostu w Polsce.

Lekka poprawa w polskim eksporcie

▪ W listopadzie deficyt na rachunku obrotów bieżących nieco się zacieśnił do 427 mln € z 531 mln € w październiku, co m.in. wynikało z poprawy salda handlowego. Nadwyżka w handlu zagranicznym wyniosła 102 mln €, przy eksporcie w wysokości 15,943 mld € (wzrost o 4,6% r/r) oraz imporcie na poziomie 15,841 mld € (wzrost o 6,4% r/r). Listopad przyniósł poprawę w handlu zagranicznym przy lepszych od oczekiwań odczytach nominalnych wartości eksportu oraz importu. Wyższa niż w październiku dynamika obrotów handlowych wynikała jednak w dużym stopniu z efektu kalendarzowego i trudno na razie mówić o wyraźnym ożywieniu w polskim eksporcie – trzymiesięczna średnia ruchoma dynamiki eksportu wręcz lekko się obniżyła po listopadzie. Dla odmiany, w imporcie poprawa jest zauważalna, za czym stoi zapewne mocny popyt konsumpcyjny. W naszej ocenie grudzień może przynieść pewne pogorszenie dynamiki eksportu ze względu na niekorzystny tym razem efekt dni roboczych, ale tendencja w kolejnych miesiącach powinna być coraz bardziej pozytywna, na co wskazują sygnały nt. rosnących zamówień eksportowych pojawiające się w ostatnich badaniach koniunktury.

▪ Po listopadzie 12-miesięczny deficyt na rachunku obrotów bieżących wyniósł 2,8 mld € i stanowił ok. 0,7% PKB.

Inflacja znowu na plusie

▪ Uważamy, że w nadchodzących miesiącach CPI pójdzie mocno w górę, przekroczy 1,5% r/ w styczniu i będzie blisko 2,0% r/r w lutym. Ruch wzrostowy CPI będzie wynikał przede wszystkim z droższej benzyny i podwyżki cen elektryczności. Podwyżka cen papierosów również będzie oddziaływała w kierunku wyższej inflacji. W kolejnych miesiącach rosnąć może presja na wzrost cen warzyw, ze względu na słabe zbiory na południu Europy. Na połowę lutego zaplanowana jest obniżka cen gazu, ale naszym zdaniem nie można wykluczyć, że niedługo potem z powrotem pójdą one w górę, gdyż ceny w nowej taryfie odbiegają znacząco od rynkowych cen gazu. Ogólnie, naszym zdaniem inflacja wyniesie średnio 2,0% r/r w 2017 r.

▪ W grudniu ceny producentów wzrosły o 3% r/r po wzroście o 1,8% r/r miesiąc wcześniej. Inflacja PPI osiągnęła tym samym najwyższy poziom od sierpnia 2012 r. Przyspieszenie dynamiki cen wynikało ze znacznych podwyżek w górnictwie (o 24,1% r/r, najwyższej od 2011 r.), ale również wzroście cen w kategoriach: dostawa wody; gospodarowanie ściekami i odpadami; rekultywacja (o 3,1% r/r) oraz w przetwórstwie (o 2,6% r/r). Istotne przełożenie na wzrost PPI miały wzrosty cen surowców; ceny produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej wzrosły o 27,3% r/r. Spodziewamy się, że początek roku przyniesie dość dynamiczny wzrost cen producentów do ok. 4% w marcu 2017 r. W kolejnych miesiącach dynamika wzrostu PPI powinna spowolnić m.in. ze względu na wysoką ubiegłoroczną bazę.

Pod lupą: polityka pieniężna

Najważniejsze fragmenty lutowego komunikatu RPP

Wzrost aktywności gospodarczej za granicą pozostaje umiarkowany, przy czym prognozy koniunktury w gospodarce światowej poprawiły się w ostatnim okresie. W strefie euro utrzymuje się stopniowe ożywienie {...}. W Stanach Zjednoczonych koniunktura jest nadal wspierana przez poprawę sytuacji na rynku pracy wyrażającą się zarówno w zwiększeniu zatrudnienia, jak i wzroście płac. W Chinach w IV kw. ub.r. – po kilku latach spowolnienia – wzrost PKB nieznacznie przyspieszył. Towarzyszyło temu zmniejszanie się skali recesji w Rosji.

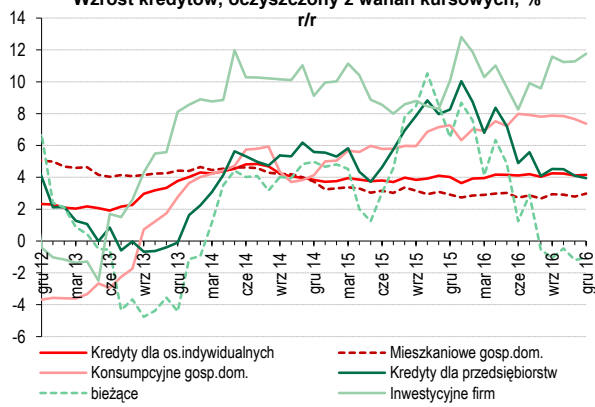
Europejski Bank Centralny utrzymuje stopy procentowe na poziomie bliskim zera {...}, kontynuuje także program skupu aktywów finansowych. Rezerwa Federalna Stanów Zjednoczonych sygnalizuje natomiast kontynuację podwyższania stóp procentowych w bieżącym roku.

W Polsce wstępne dane o PKB w 2016 r. wskazują, że w IV kw. ub.r. roczne tempo wzrostu gospodarczego było zbliżone do obserwowanego w poprzednim kwartale. Głównym czynnikiem wzrostu pozostał rosnący popyt konsumpcyjny wspierany przez wzrost zatrudnienia i płac, bardzo dobre nastroje konsumentów oraz wypłaty świadczeń wychowawczych. Dodatni wkład do wzrostu PKB miał także eksport netto oraz przyrost zapasów. Jednocześnie nastąpiło ograniczenie spadku inwestycji. Do mniejszego spadku inwestycji przyczyniło się prawdopodobnie zwiększenie wykorzystania środków unijnych {...}

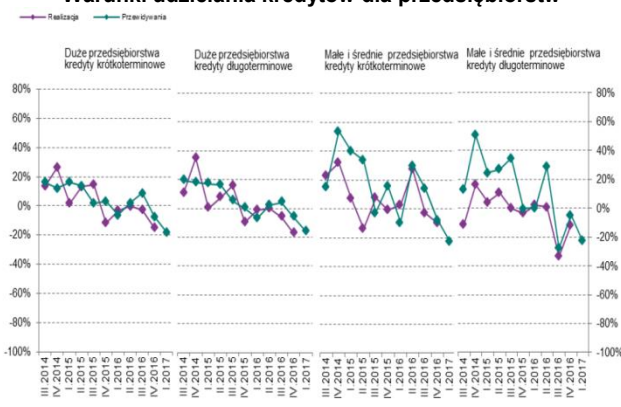
W ostatnich miesiącach wzrosła – podobnie jak w wielu krajach na świecie – roczna dynamika cen towarów i usług konsumpcyjnych. Do wzrostu cen przyczyniają się głównie wyższe ceny surowców na rynkach światowych {...} Jednocześnie presję inflacyjną nadal ogranicza umiarkowana dynamika jednostkowych kosztów pracy oraz ujemna luka popytowa w krajowej gospodarce

W ocenie Rady, po wzroście inflacji w pierwszych miesiącach roku, dynamika cen ustabilizuje się w kolejnych kwartałach. Do wyższego wskaźnika cen będą się przyczyniały głównie efekty wzrostu cen surowców na rynkach światowych. Biorąc pod uwagę zewnętrzny i najprawdopodobniej przejściowy charakter czynników powodujących wzrost dynamiki cen, przy jednocześnie niskiej wewnętrznej presji popytowej, Rada ocenia, że ryzyko trwałego przekroczenia celu inflacyjnego w średnim okresie jest niewielkie.

Wzrost kredytów, oczyszczony z wahań kursowych, %
r/r



Warunki udzielania kredytów dla przedsiębiorstw



Źródła: NBP, BZ WBK

RPP gotowa na tymczasowo ujemne realne stopy procentowe

▪ Rada Polityki Pieniężnej, zgodnie z oczekiwaniami, pozostawiła stopy bez zmian w lutym. Stopa referencyjna wynosi 1,50%

▪ Ton komunikatu RPP zdaje się być bardziej gołębi niż ostatnio. Rada stwierdziła, że stopa inflacji, po wzroście w pierwszych miesiącach roku, powinna ulec stabilizacji w kolejnych kwartałach. Ponadto, wzrost CPI wynika przede wszystkim ze zmian cen surowców i jest tymczasowy, podczas gdy popytowa presja inflacyjna nie jest obserwowana.

▪ W komunikacie pojawił się nowy element w postaci stwierdzenia, że ryzyko trwałego przekroczenia celu w średnim okresie jest bardzo niskie. W naszej ocenie nie oznacza to bynajmniej, że bank centralny spodziewa się inflacji na poziomie 2,5% w najbliższym czasie. Prezes NBP Adam Glapiński wielokrotnie w czasie konferencji prasowej powtarzał, że stopy procentowe w Polsce mogą okazać się ujemne w ujęciu realnym, ale nie jest to pewne, a nawet jeśli tak się stanie to tylko na chwilę, gdyż inflacja powinna się nieco obniżyć w dalszej części roku. Glapiński powiedział, że RPP wciąż jest zgodna, że obecnie najlepszą strategią jest utrzymanie wyczekującej postawy i że nie było dyskusji w Radzie co do terminu podwyżek stóp procentowych. Glapiński uważa też, że stopy NBP powinny pozostać bez zmian do końca tego roku.

▪ Lutowy komunikat i konferencja potwierdziły, że większość członków RPP chce utrzymania status quo w polityce pieniężnej w 2017 r. w obliczu spodziewanego jedynie przejściowego i niewielkiego odbicia inflacji. W naszej ocenie, CPI odbije do 2% w marcu/kwietniu i ustabilizuje się blisko tego poziomu przez większą część roku i będzie zapewne powyżej ścieżki oczekiwanej obecnie przez bank centralny. Taka sytuacja może sprawić, że RPP będzie mniej jednogłośnie jeśli chodzi o perspektywy polityki pieniężnej. Kamil Zubelewicz, jeden z najbardziej jastrzębich członków Rady powiedział, że zmiany w prognozach inflacji będą dla niego kluczowe przed kolejnymi decyzjami. Większość członków RPP nie będzie się raczej spieszyć się z zacieśnianiem polityki pieniężnej, tak jak była niechętna jej luzowaniu przy spowalniającym tempie wzrostu PKB, szczególnie jeśli inflacja bazowa pozostanie znacznie niższej niż CPI. Dodatkowo, prezes NBP będzie się pewnie starał schładzać oczekiwania na podwyżki stóp, tak jak to robił w trakcie dwóch ostatnich konferencji prasowych (z sukcesem, bo stawki FRA spadły po lutowej konferencji prasowej nawet o 7 pb).

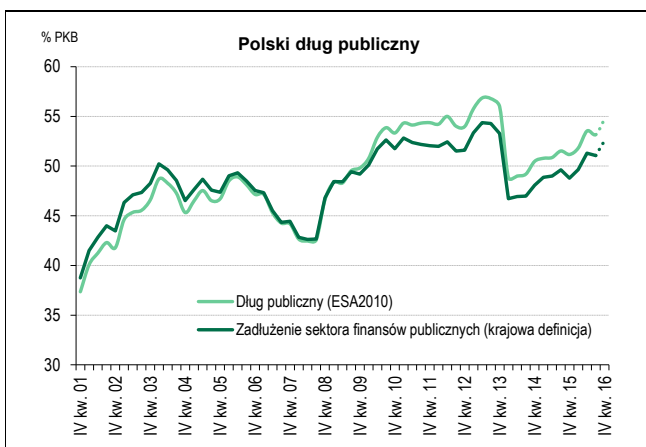
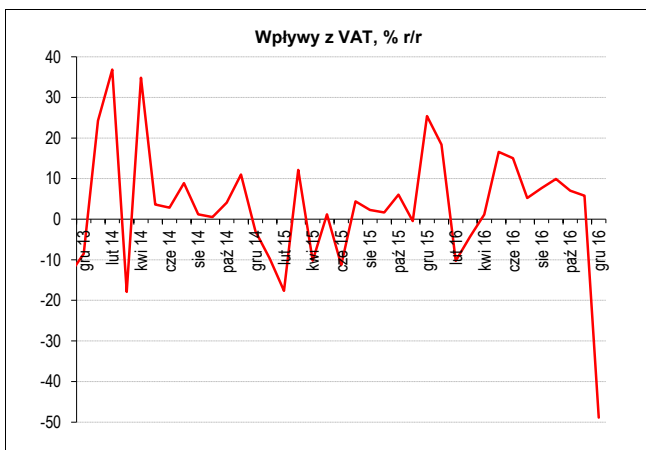
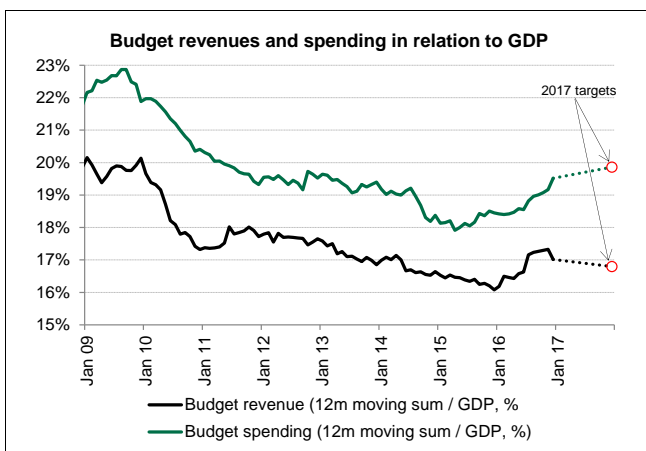
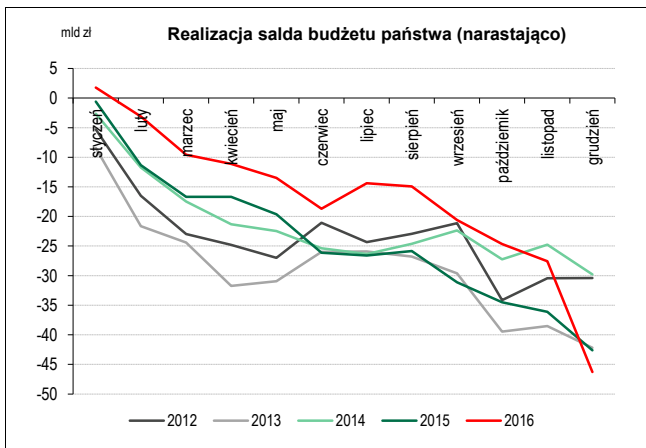
Wzrost kredytu słabnie, ale banki oczekują że popyt wzrośnie

▪ W 2016 r. tempo wzrostu kredytów spowolniło, głównie po stronie kredytów dla firm, które w grudniu 2016 r. rosły w tempie 5% wobec 8% na koniec 2015 r. Co ciekawe, kredyty inwestycyjne utrzymały solidne tempo wzrostu na ponad 12% r/r mimo znacznego spadku aktywności inwestycyjnej. Stagnacja dotknęła kredyty obrotowe (z powodu dobrej kondycji finansowej firm) i kredytów na nieruchomości. W przypadku kredytów dla osób fizycznych, tempo wzrostu kredytów hipotecznych ustabilizowało się (5% r/r po uwzględnieniu różnic kursowych), 11% r/r dla kredytów złotowych), a kredyty konsumpcyjne rosły w solidnym tempie ponad 7% r/r.

▪ Według ostatniej ankiety NBP przeprowadzonej wśród oficerów kredytowych, na koniec zeszłego roku banki raportowały mniejszy popyt na kredyty długoterminowe dla przedsiębiorstw (z powodu mniejszych potrzeb finansowania inwestycji) i ostrzejsze kryteria udzielania im pożyczek. Większość instytucji oczekuje jednak, że w I kw. 2017 r. popyt na kredyt wzrośnie mimo planowanego dalszego zaostrzenia polityki kredytowej.

▪ Większość banków zanotowała w IV kw. 2016 r. wzrost popytu ze strony klientów indywidualnych na kredyt hipoteczny i oczekuje kontynuacji tej tendencji w I kw. 2017 r. Popyt na kredyty konsumpcyjne osłabł na koniec ub.r. (z powodu głównie mniejszych potrzeb zakupów dóbr trwałych) i banki nie oczekują dużych zmian popytu w najbliższym czasie.

Pod lupą: polityka fiskalna



Zaskakująco wysoki deficyt budżetowy w grudniu

Ministerstwo Finansów poinformowało, że deficyt budżetowy wyniósł 46,3 mld zł w 2016 r. wobec 54,7 mld zł zaplanowanych w ustawie budżetowej oraz wobec 42,6 mld zł w 2015 r. Dochody budżetowe wyniosły 314,6 mld zł, czyli 100,3% planu, a wydatki 360,9 mld zł czyli 97,9% planu. To oznacza, że deficyt budżetowy wzrósł znacząco w grudniu, co było wynikiem z jednej strony znacznego pogorszenia wpływów do budżetu przy jednoczesnym wzroście wydatków.

Wszystko wskazuje na to, że znaczący wzrost grudniowego deficytu budżetowego to wynik decyzji Ministerstwa Finansów o wygładzeniu salda budżetu w okresie 2016-2017. Po pierwsze, zgodnie z zapowiedziami, na grudzień przesunięto niektóre wydatki z 2017 r. (co tłumaczyłoby względnie wysoką konsumpcję publiczną w IV kw. 2016 r.). Szacujemy, że wartość przesuniętych wydatków na 2016 r. z 2017 r. wyniosła 7-8 mld zł. Ponadto, wpływy z VAT były w grudniu bardzo rozczarowujące (i o ok. 5 mld zł niższe niż w grudniu 2015 r.). Wg wiceministra Leszka Skiby, wynikało to ze zwiększonych zwrotów nadpłaconego VAT. Skiba powiedział, że przyspieszenie zwrotu podatku VAT miało na celu poprawę płynności przedsiębiorstw, co miałyby przyczynić się do wzrostu aktywności inwestycyjnej firm. Ale jednocześnie Ministerstwo zasygnalizowało, że przychody z VAT powrócą na dotychczasową ścieżkę wzrostu w styczniu, co sugeruje, że grudniowe wyższe zwroty podatkowe były operacją jednorazową, mającą na celu zmniejszenie obciążenia dla budżetu 2017 r.

Wyższy deficyt fiskalny w 2016 r., mniejsze ryzyko w 2017 r.

Nie tylko deficyt budżetowy był wyższy od naszych oczekiwań w 2016 r. (o ok. 6 mld zł). Ministerstwo Finansów poinformowało, że Eurostat prawdopodobnie uzna, iż ok. 9 mld zł pochodzących ze sprzedaży praw do częstotliwości LTE będzie musiało być księgowo rozłożone na 15 lat i nie będzie w całości liczone jako wpływ do budżetu w 2016 roku. To oraz gorsze saldo budżetu centralnego oznacza, że deficyt sektora finansów publicznych za 2016 r. wg metodologii Eurostatu prawdopodobnie wyniesie 2,8-2,9% PKB (zamiast ok. 2% PKB, jak szacowaliśmy miesiąc temu).

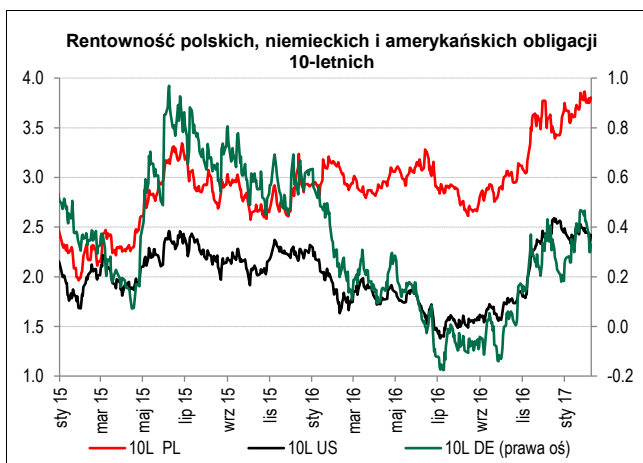
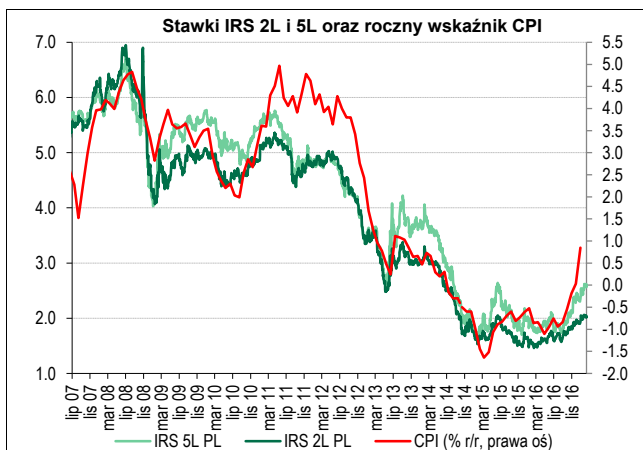
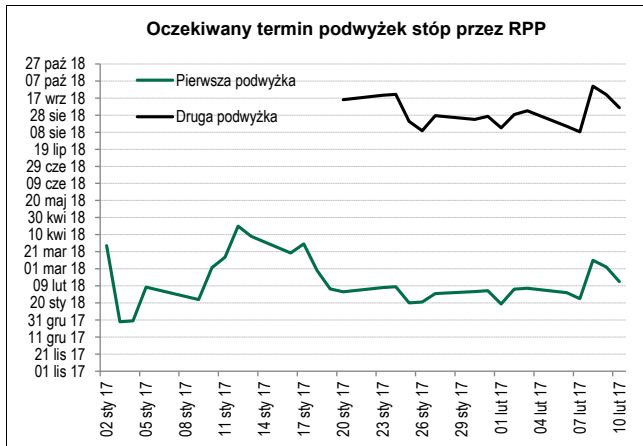
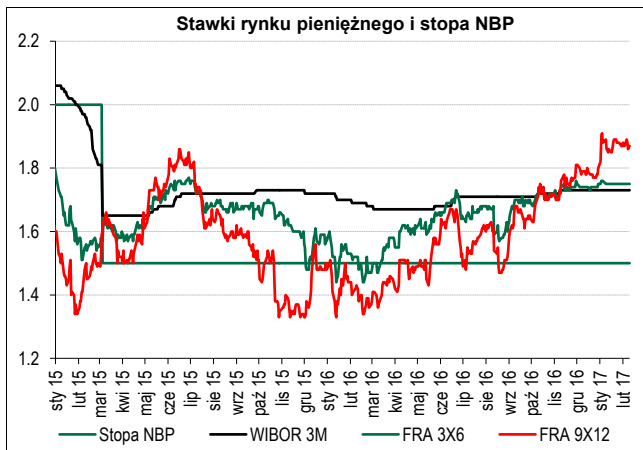
Jednakże te czynniki, które pchnęły deficyt sektora finansów publicznych w górę w 2016 r. powinny być pozytywne dla budżetu w 2017 r. – grudniowe zwiększenie wydatków w połączeniu z przyspieszeniem płatności podatkowych powinny obniżyć obciążenia dla budżetu w 2017 r. nawet o ok. 15 mld zł, podczas gdy decyzja Eurostatu odnośnie rozliczenia LTE powinna zwiększać przychody sektora finansów publicznych o ok. 600 mln zł rocznie aż do 2031 r. W związku z tym ryzyko przekroczenia przez deficyt sektora finansów publicznych poziomu referencyjnego 3% PKB w 2017 r. nieznacznie się zmniejszyło w naszej ocenie. Wiceminister finansów Leszek Skiba potwierdził ostatnio, że w tym roku deficyt sektora finansów publicznych powinien być blisko 2,8% PKB.

Największym znakiem zapytania dla budżetu centralnego w 2017 r. jest zakładana poprawa ściągłości podatków (oczekiwane przychody mają zwiększyć się o dodatkowe 10 mld zł). Jednakże, nawet jeśli ten cel nie zostanie w pełni osiągnięty, Ministerstwo Finansów zawsze ma możliwość ograniczania wydatków o co najmniej kilka miliardów złotych. Co więcej, do budżetu wpłynie wyższa niż oczekiwano kwota z zysku NBP, która według Pulsu Biznesu osiągnęła rekordowy poziom 9 mld zł. Chociaż te środki nie zmieniają salda finansów publicznych wg Eurostatu, to zmniejszają potrzeby pożyczkowe netto w 2017 r.

Kolejnym źródłem niepewności w 2017 r. jest budżet samorządów (JST). Wstępne dane o wykonaniu budżetu JST na koniec grudnia pokazały nadwyżkę w wysokości 7,7 mld zł wobec planowanego deficytu na poziomie 4,8 mld zł. Jeśli samorzady zdecydują się na wzrost inwestycji w 2017 r. to nadwyżka ta szybko może zmienić się w deficyt pogarszając saldo sektora general government.

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

Rynek stopy procentowej



Źródła: Ministerstwo Finansów, Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Rynki bazowe wspierają krajowy dług

▪ Początek lutego przyniósł widoczne umocnienie na krajowym rynku stopy procentowej. Rentowności i stawki IRS spadły znacząco, w tym rentowność 10-letniego benchmark na chwilę osiągnęła 3,70%, najniżej od połowy stycznia. Był to głównie efekt umocnienia na rynkach bazowych w wyniku mniej jastrzębiej niż oczekiwano retoryki Fed oraz mieszanych danych z rynku pracy w USA, które osłabiły oczekiwania na szybkie podwyżki stóp przez FOMC. Jednakże rosnące ryzyko polityczne wynikające z wyborów (zarówno prezydenckich, jak i parlamentarnych) w niektórych krajach w Europie, w tym we Francji i Niemczech spowodowały wzrost awersji do ryzyka oraz realizację zysków po wcześniejszym umocnieniu. Z drugiej strony reakcja rynku długu na publikowane krajowe dane (m.in. wyższy od oczekiwań PKB za 2016 r.) była dość ograniczona.

▪ Na początku lutego obie krzywe rentowności i IRS nieznacznie się spłaszczyły (po ich wystromieniu w styczniu), co wynikało głównie z faktu, że długi koniec krzywych zyskało mocniej niż pozostałe sektory. Spread 2-10L zawężił się dla obligacji do poniżej 160 pb wobec 168 pb na koniec stycznia. Tymczasem premia za ryzyko dla polskich aktywów, mierzona spreadem wobec niemieckich obligacji, wzrosła do 350 pb, najwyżej od 2012 r..

▪ Początek lutego również charakteryzował się stabilnymi stawkami WIBOR, podczas gdy stawki FRA wzrosły dość znacząco po jastrzębich komentarzach niektórych członków RPP. Jednakże bardziej gołębia retoryka Rady po lutowym posiedzeniu dała impuls do spadku stawek FRA, głównie długich. W efekcie krzywa FRA również się spłaszczyła. Obecnie rynek z ok. 80% prawdopodobieństwem wycenia wzrost stóp NBP o 25 pb w perspektywie 12 miesięcy.

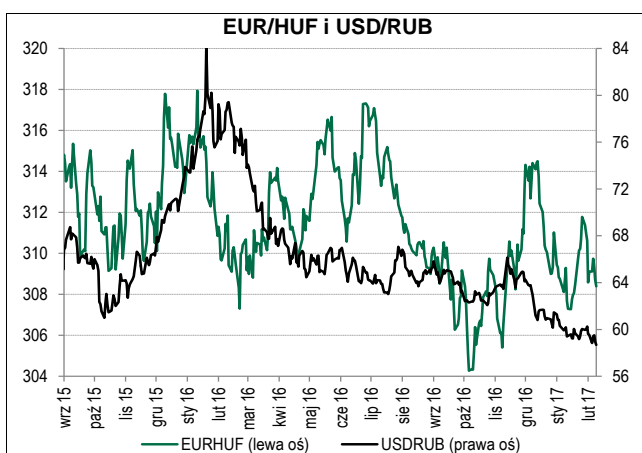
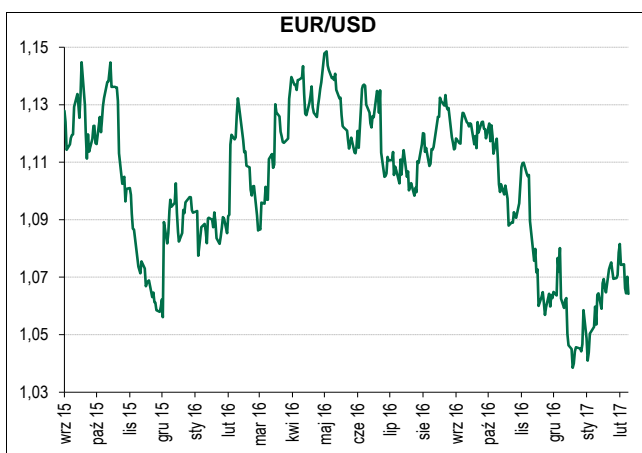
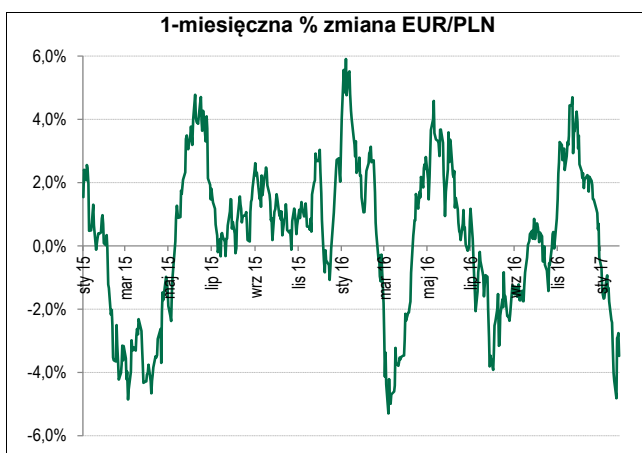
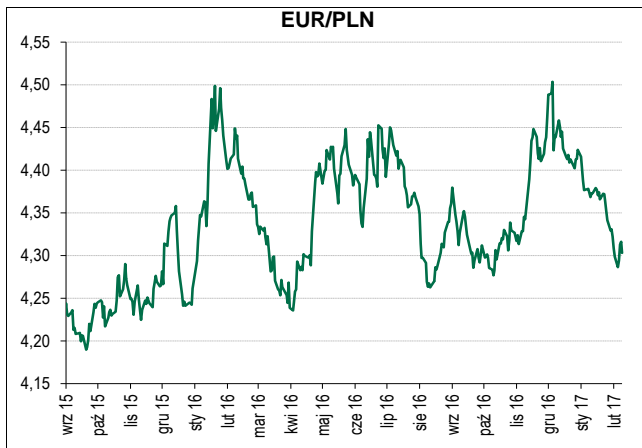
Ograniczony potencjał do dalszego umocnienia

▪ Spodziewamy się, że stawki WIBOR pozostaną względnie stabilne w nadchodzących tygodniach, tym bardziej, że RPP konsekwentnie powtarza, że nie ma potrzeby zmian bieżącej polityki monetarnej. Niemniej rosnąca inflacja, powyżej dolnego ograniczenia celu inflacyjnego NBP w styczniu oraz pozytywne sygnały płynące z krajowej gospodarki (oczekujemy silnych danych o produkcji oraz sprzedaży detalicznej) mogą przyczynić się do stopniowego wzrostu stawek FRA (głównie dla długich terminów).

▪ Krótki koniec krzywych pozostanie bardziej wrażliwy na krajowe czynniki. W naszej ocenie, wyraźne sygnały, że w krajowej gospodarce kontynuowane są pozytywne tendencje wraz ze wzrostem inflacji (nasza prognoza styczniowego wskaźnika CPI wynosi 1,7% r/r, co jest powyżej konsensusu rynkowego) będą wpływały na wycenę krajowych krzywych, głównie krótkiego końca. Uważamy, że reakcja rynku na publikowane dane będzie asymetryczna – większa na niższe od oczekiwań odczyty. Wzrost inflacji czy też solidne dane z krajowej gospodarki mogą pchnąć rentowności/stawki IRS tymczasowo w górę. Biorąc pod uwagę perspektywę stabilnych stóp w nadchodzących kwartałach co zasugerowała RPP po lutowym posiedzeniu, spodziewamy się, że taki ruch będzie krótkotrwały, a na rynku będzie dominował trend horyzontalny.

▪ Środek i długi koniec krzywych pozostaną natomiast pod wpływem czynników zewnętrznych. Utrzymujące się obawy o rozwój sytuacji politycznej w Europie w związku z wyborami w Holandii, Francji oraz Niemczech w nadchodzących miesiącach będą dodawały zmienności rynkowi. Rosnące ryzyko polityczne w Europie, a także solidne dane z krajowej gospodarki oraz wysoka emisja netto SPW ograniczają potencjał do umocnienia krajowego długu. Nasz bazowy scenariusz zakłada wzrost rentowności na rynkach bazowych w perspektywie nadchodzących miesięcy, co będzie przekładało się również na wzrost krajowych rentowności.

Rynek walutowy



Źródła: Reuters, Bloomberg, BZ WBK

Czas na realizację zysków?

- Wzrosty na rynkach akcyjnych i zaskakująco dobre dane z kraju i ze świata wspierały ryzykowne aktywa w styczniu. Wbrew naszym oczekiwaniom, złoty skorzystał z utrzymującego się optymizmu i kurs EURPLN spadł chwilowo do 4,27, najniżej od początku października. USDPLN obniżył się do 3,98 z 4,18, CHFPLN skorygował do 4,0 z 4,10, a GBPPLN wahał się wokół 5,05.
- W styczniu złoty był najmocniejszą walutą z rynków wschodzących w relacji do euro, dolara, franka i funta. Drugi wykres pokazuje, że 1-miesięczna procentowa zmiana EURPLN osiągnęła poziom, który na tle historycznych wyników można określić jako „ekstremalny”.
- Sugeruje to, że wycenianie przez rynek nadchodzącego ożywienia gospodarczego stało się przesadzone i teraz potrzeba dodatkowych pozytywnych impulsów do tego, aby złoty dalej się umacniał albo przynajmniej utrzymał ostatnie zyski. Może to być trudne, jeśli uwaga rynku zwróci się w stronę europejskiej polityki w związku z szeregiem wyborów zaplanowanych na ten rok.
- Sądzymy, że impuls spadkowy EURPLN może w luty zatrzymać się i możliwa jest pewna realizacja zysków z ostatniego umocnienia złotego. W naszym bazowym scenariuszu nie zakładamy wzrostu EURPLN powyżej 4,40, a w kolejnych miesiącach krajowa waluta powinna kontynuować z postępującego ożywienia gospodarczego.

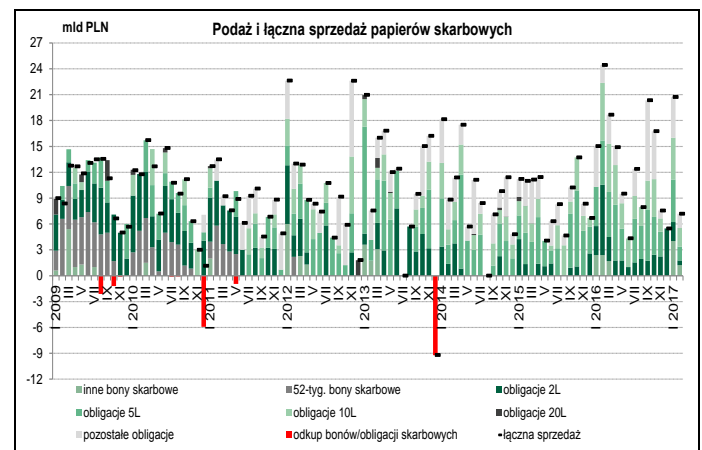
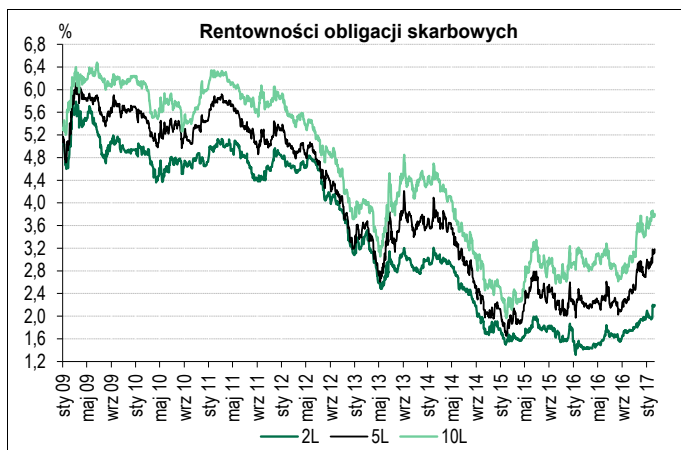
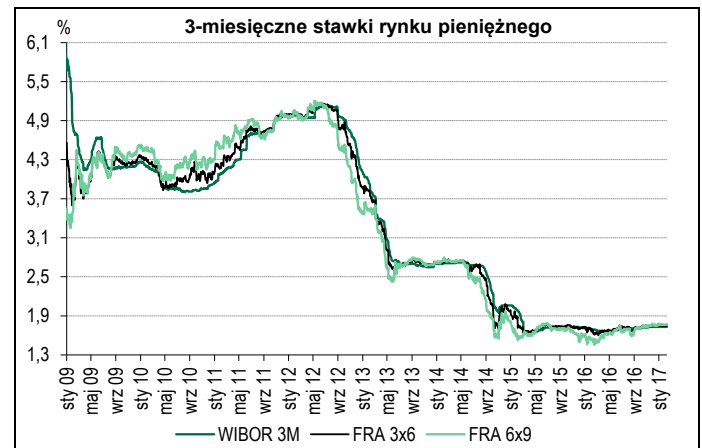
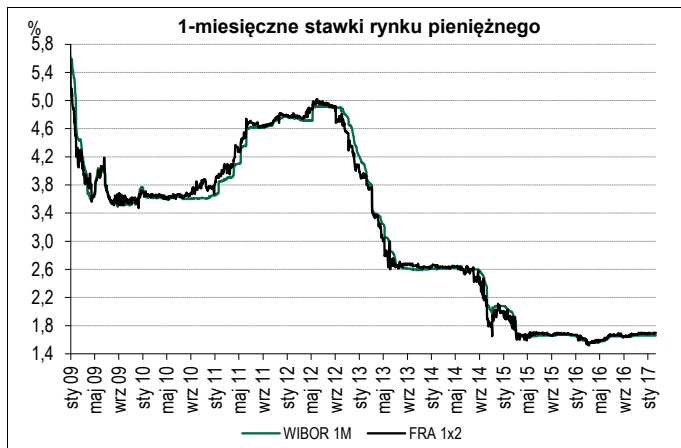
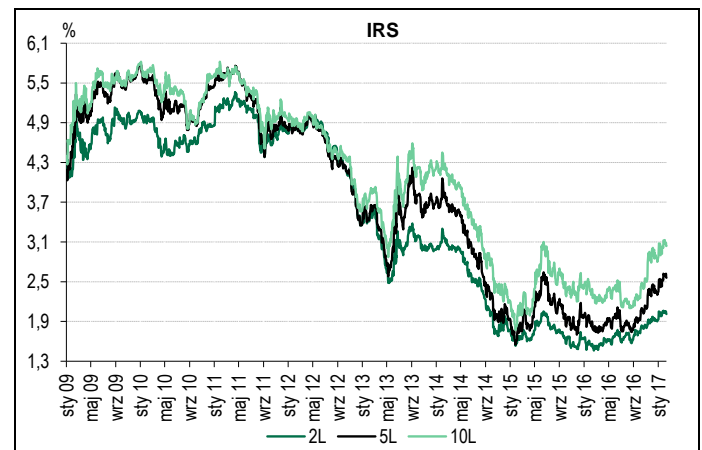
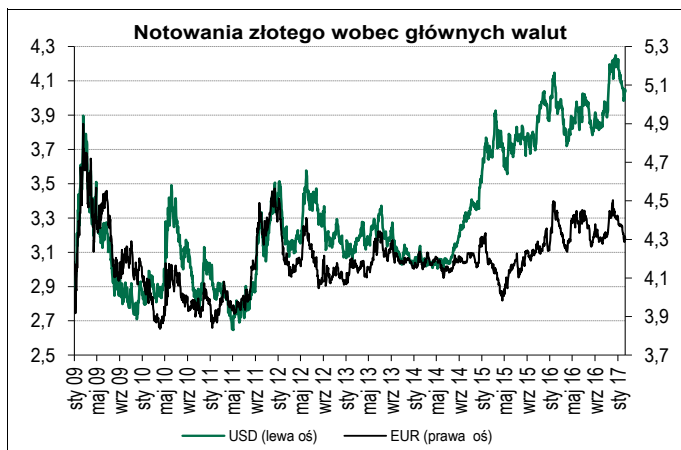
Polityka może ciężać euro

- W styczniu EURUSD kontynuował wzrosty i tymczasowo znalazł się powyżej 1,08 osiągając najwyższy poziom od początku grudnia. Dolarowi ciążyła gołębia retoryka FOMC oraz rynkowe obawy o to, że prezydentura Donalda Trumpa może przynieść amerykańskiej i globalnej gospodarce więcej szkody niż pożytku.
- Sądzymy, że zbliżające się wybory zaplanowane w Europie na ten rok mogą zatrzymać aprecjację euro do dolara. Oczekujemy, że kurs EURUSD pozostanie w I kw. 2017 r. blisko 1,05 i dopiero w kolejnych miesiącach może wznowić ruch w górę.

Aprecjacja rubla może się zatrzymać, forint czeka na dane

- W styczniu USDRUB poruszał się w trendzie bocznym, a w połowie lutego przyniósł lekką zniżkę do nowego tegorocznego minimum na 57,82. Ceny ropy ustabilizowały się i nie wspierały już rubla, ale na korzyść rosyjskiej waluty działała retoryka banku centralnego Rosji.
- Bank centralny Rosji utrzymał w lutym stopy procentowe bez zmian, zgodnie z oczekiwaniami, główna nadal wynosi 10%. Bank odnotował zgodny z jego prognozami spadek inflacji i szybsze niż oczekiwał odbicie aktywności gospodarczej. W jego ocenie, niewielkie spowolnienie tempa spadku CPI wynikał z czynników jednorazowych. Bank podkreślił, że w wyniku zmiany zewnętrznych i wewnętrznych okoliczności przestrzeń do obniżek stóp w pierwszej połowie 2017 r. nieco się ograniczyła.
- O ile perspektywy polityki pieniężnej mogą być teraz korzystne dla rubla, to decyzja Ministerstwa Finansów o rozpoczęciu procesu odbudowy znacznie uszczuplonych rezerw walutowych została przez rynek zinterpretowana jako próba zatrzymania aprecjacji rubla. Jeszcze w 2016 przedstawiciele rządu sugerowali, że rubel staje się zbyt silny i ciąży rosyjskiej gospodarce. USDRUB wzrósł lekko po ogłoszeniu tej decyzji i w naszej ocenie w kolejnych tygodniach kurs może rosnąć.
- Tymczasem EURHUF wzrósł w styczniu do 312 z 306,5 pomimo pozytywnego nastroju na globalnym rynku i z powodu utrzymania gołębiej retoryki przez węgierski bank centralny (MNB).
- Ostatnie dane z Węgier były całkiem dobre, a inflacja dalej rośnie. Sądzymy, że jeśli tendencje te utrzymają się w kolejnych tygodniach, to spadnie ryzyko dalszego luzowania polityki pieniężnej przez MNB, co pozwoliłoby forintowi skorzystać z ożywienia gospodarczego.

Monitor rynku



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

miesiąc	I przetarg				II przetarg				Przetarg zamiany		
	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	obligacje	oferta	sprzedaż	data	Obligacje	sprzedaż
luty '16	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	PS/WZ	3000-5000	3649,0					3.11	WZ0117/PS0417/DS1017	OK1018/IZ0823/DS0727
grudzień									15.12	WZ0117/PS0417/DS1017	OK0419
Styczeń '17	5.01	OK/PS/WZ/DS	3000-5000	6004,0	23.01	OK/PS/WZ/DS/WS/IZ	6000-9000	10684,7			
luty	2.02	OK/PS/WZ/DS	3000-5000	5964,3	16.02	OK/PS/WZ/DS/WS/IZ	3000-7000				

* razem z przetargiem uzupełniającym, ** - aukcja odkupu

Kalendarz wydarzeń i publikacji

Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
13 PL: CPI (I) PL: Bilans płatniczy (XII)	14 PL: Podaż pieniądza (I) PL, EZ, DE, HU, CZ: Pierwszy szacunek PKB (IV kw.) HU: CPI (I) EZ: Produkcja przemysłowa (XII) DE: Indeks ZEWE (II)	15 US: CPI (I) US: Sprzedaż detaliczna (I) US: Produkcja przemysłowa (I)	16 PL: Płace i zatrudnienie (I) US: Rozpoczęcie budowy domów (I) US: Pozwolenia na budowę (I) US: Indeks Philly Fed (II)	17 PL: Produkcja przemysłowa (I) PL: PPI (I) PL: Sprzedaż detaliczna (I)
20	21 DE: Wstępny PMI – przemysł (II) EZ: Wstępny PMI – przemysł (II)	22 DE: Indeks Ifo (I) EZ: HICP (I) US: Sprzedaż domów (I)	23 PL: Stopa bezrobocia (II) PL: Minutes RPP GE: PKB (IV kw.)	24 US: Sprzedaż nowych domów (I) US: Indeks Michigan (II)
27 US: Zamówienia na dobra trwałego użytku (I) US: Niezakończona sprzedaż domów (I)	28 PL: PKB (IV kw.) EZ: Wstępny HICP (II) HU: Decyzja banku centralnego US: Drugi szacunek PKB (IV kw.) US: Indeks nastrojów konsumentów (II)	1 marca PL: PMI – przemysł (II) DE: PMI – przemysł (II) EZ: PMI – przemysł (II) US: ISM – przemysł (II) US: Dochody osobiste (I) US: Wydatki konsumentów (I) US: Beżowa Księga Fed	2	3 CZ: PKB (IV kw.) DE: PMI – usługi (II) EZ: PMI – usługi (II) US: ISM – usługi (II)
6 US: Zamówienia przemysłowe (I)	7 DE: Zamówienia przemysłowe (I) HU: PKB (IV kw.) EZ: PKB (IV kw.)	8 PL: Decyzja RPP DE: Produkcja przemysłowa (I) HU: CPI (II) US: Raport ADP (II)	9 CZ: CPI (II) EZ: Decyzja EBC	10 DE: Eksport (I) US: Zatrudnienie poza rolnictwem (II) US: Stopa bezrobocia (II)
13	14 PL: CPI (II) PL: Podaż pieniądza (II) EZ: Produkcja przemysłowa (I) DE: Indeks ZEWE (III)	15 PL: Inflacja bazowa (II) CZ: Produkcja przemysłowa (I) US: CPI (II) US: Sprzedaż detaliczna (II) US: Decyzja FOMC	16 PL: Bilans płatniczy (I) PL: Płace i zatrudnienie (II) EZ: HICP (II) US: Rozpoczęcie budowy domów (II) US: Pozwolenia na budowę (II) US: Indeks Philly Fed (III)	17 PL: Produkcja przemysłowa (II) PL: PPI (II) PL: Sprzedaż detaliczna (II) US: Produkcja przemysłowa (II) US: Wstępny Michigan (III)

Źródła: GUS, NBP, Ministerstwo Finansów, Bloomberg

Kalendarz posiedzeń RPP i publikacji danych w 2017 roku

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

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

Dane i prognozy ekonomiczne

Wskaźniki miesięczne

		sty 16	lut 16	mar 16	kwi 16	maj 16	cze 16	lip 16	sie 16	wrz 16	paź 16	lis 16	gru 16	sty 17	lut 17
PMI	pkt.	50,9	52,8	53,8	51,0	52,1	51,8	50,3	51,5	52,2	50,2	51,9	54,3	54,8	54,5
Produkcja przemysłowa	% r/r	1,3	6,8	0,7	6,0	3,2	6,0	-3,4	7,5	3,2	-1,3	3,1	2,3	8,0	0,0
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	-8,6	-10,5	-15,8	-14,9	-13,7	-13,0	-18,8	-20,5	-15,3	-20,1	-12,8	-8,0	-1,9	-6,4
Sprzedaż detaliczna ^a	% r/r	0,9	3,9	0,8	3,2	2,2	4,6	2,0	5,6	4,8	3,7	6,6	6,4	7,7	7,9
Stopa bezrobocia	%	10,2	10,2	9,9	9,4	9,1	8,7	8,5	8,4	8,3	8,2	8,2	8,3	8,7	8,7
Place brutto w sektorze przedsiębiorstw ^a	% r/r	4,0	3,9	3,3	4,6	4,1	5,3	4,8	4,7	3,9	3,6	4,0	2,7	4,9	5,0
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw	% r/r	2,3	2,5	2,7	2,8	2,8	3,1	3,2	3,1	3,2	3,1	3,1	3,1	3,0	2,9
Eksport (w euro)	% r/r	-1,3	5,4	0,0	4,0	1,4	6,0	-5,2	9,2	2,7	-2,3	4,6	3,1	15,9	-5,3
Import (w euro)	% r/r	0,3	7,4	0,9	0,0	2,5	0,8	-6,9	10,8	3,1	2,1	6,4	6,3	11,0	6,7
Bilans handlowy	mIn EUR	439	200	337	487	375	641	-327	-409	2	-128	102	-284	1 134	-1 520
Rachunek bieżący	mIn EUR	679	-652	-217	691	1 392	-723	-993	-739	-445	-531	-427	-562	1 247	-1 837
Rachunek bieżący	% PKB	-0,4	-0,5	-0,8	-0,9	-0,8	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	-0,6	-0,5	-0,7
Saldo budżetu (narastająco)	mld PLN	1,8	-3,1	-9,6	-11,1	-13,5	-18,7	-14,4	-14,9	-20,6	-24,6	-27,6	-46,3	-1,0	-14,0
Saldo budżetu (narastająco)	% planu	-3,2	5,7	17,5	20,3	24,6	34,1	26,3	27,3	37,7	45,0	50,4	84,6	1,7	23,6
Inflacja (CPI)	% r/r	-0,9	-0,8	-0,9	-1,1	-0,9	-0,8	-0,9	-0,8	-0,5	-0,2	0,0	0,8	1,7	1,9
Inflacja bazowa po wyl. cen żywności i energii	% r/r	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	-0,1	0,0	0,3	0,3
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,2	-1,5	-1,9	-1,2	-0,4	-0,8	-0,5	-0,1	0,2	0,6	1,8	3,0	3,3	3,4
Podaż pieniądza (M3)	% r/r	10,2	10,1	9,1	11,6	11,6	11,4	10,7	10,1	9,4	8,7	9,7	9,6	9,5	9,7
Zobowiązania	% r/r	9,9	10,4	9,4	11,6	11,8	11,3	10,6	9,9	9,1	8,7	9,6	9,1	9,2	9,3
Należności	% r/r	6,2	5,8	4,4	6,7	5,0	4,6	4,7	3,7	3,7	3,9	4,8	4,7	4,5	4,2
EUR/PLN	PLN	4,41	4,40	4,29	4,31	4,41	4,40	4,40	4,30	4,32	4,31	4,39	4,44	4,37	4,32
USD/PLN	PLN	4,06	3,96	3,87	3,80	3,90	3,92	3,98	3,84	3,86	3,91	4,07	4,20	4,11	4,04
CHF/PLN	PLN	4,03	3,99	3,93	3,94	3,99	4,04	4,05	3,96	3,96	3,96	4,08	4,13	4,08	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	%	1,71	1,69	1,67	1,67	1,67	1,69	1,71	1,71	1,71	1,72	1,73	1,73	1,73	1,73
Rentowność obligacji 2L	%	1,46	1,46	1,44	1,48	1,54	1,70	1,66	1,61	1,71	1,75	1,85	1,95	2,01	2,20
Rentowność obligacji 5L	%	2,24	2,26	2,18	2,25	2,24	2,38	2,24	2,14	2,26	2,43	2,74	2,80	2,94	3,20
Rentowność obligacji 10L	%	3,04	3,03	2,88	2,95	3,04	3,11	2,89	2,71	2,85	3,01	3,41	3,55	3,69	3,90

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

Wskaźniki kwartalne i roczne

		2014	2015	2016	2017	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
PKB	mld PLN	1 719,7	1 798,3	1 848,9	1 937,6	428,3	449,4	453,4	517,8	447,7	469,7	474,5	545,7
PKB	% r/r	3,3	3,9	2,8	2,8	3,0	3,1	2,5	2,5	2,7	2,4	2,8	3,1
Popyt krajowy	% r/r	4,7	3,4	2,8	2,9	3,9	2,2	2,9	2,2	2,8	2,9	2,6	3,1
Spożycie indywidualne	% r/r	2,6	3,2	3,6	3,9	3,2	3,3	3,9	4,0	4,2	4,2	3,8	3,2
Nakłady brutto na środki trwałe	% r/r	10,0	6,1	-5,5	1,8	-2,2	-5,0	-7,7	-5,8	-3,5	-1,2	3,0	5,0
Produkcja przemysłowa	% r/r	3,4	4,8	2,9	4,4	3,0	5,7	2,5	1,5	4,8	2,8	5,2	4,8
Produkcja budowlano-montażowa	% r/r	4,3	0,3	-14,6	6,1	-12,2	-13,9	-18,1	-13,2	-2,9	-2,5	12,4	11,7
Sprzedż detaliczna ^a	% r/r	3,1	1,5	3,9	6,6	1,9	3,5	4,1	5,6	7,5	8,0	6,4	4,5
Stopa bezrobocia ^b	%	11,4	9,7	8,3	7,4	9,9	8,7	8,3	8,3	8,4	7,5	7,2	7,4
Place brutto w gospodarce narodowej ^a	% r/r	3,6	3,3	3,8	5,5	3,1	4,3	4,1	3,7	5,0	5,1	4,8	6,7
Zatrudnienie w gospodarce narodowej	% r/r	0,2	0,9	2,3	2,0	2,1	2,4	2,4	2,3	2,1	1,9	1,8	1,5
Eksport (w euro)	% r/r	6,4	8,5	2,2	5,3	1,4	3,8	1,9	1,8	3,0	4,0	7,0	7,0
Import (w euro)	% r/r	8,3	5,0	2,7	6,1	2,9	1,1	1,9	4,9	4,0	5,5	7,7	7,2
Bilans handlowy	mIn EUR	-3 255	2 213	1 434	-14	976	1,503	-735	-310	584	917	-1,092	-423
Rachunek bieżący	mIn EUR	-8 534	-2 653	-2 529	-3 498	-186	1,357	-2,180	-1,520	-470	879	-2,447	-1,459
Rachunek bieżący	% PKB	-2,1	-0,6	-0,6	-0,8	-0,8	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8
Wynik <i>general government</i>	% PKB	-3,4	-2,6	-2,8	-3,2	-	-	-	-	-	-	-	-
Inflacja (CPI)	% r/r	0,0	-0,9	-0,6	1,9	-0,9	-0,9	-0,8	0,2	1,8	1,9	1,9	1,9
Inflacja (CPI) ^b	% r/r	-1,0	-0,5	0,8	1,6	-1,1	-0,8	-0,5	0,8	1,9	1,8	2,1	1,5
Inflacja bazowa po wył. cen żywności i energii	% r/r	0,6	0,3	-0,2	1,0	-0,1	-0,3	-0,4	-0,1	0,4	0,8	1,2	1,6
Ceny produkcji (PPI)	% r/r	-1,5	-2,2	-0,2	2,8	-1,5	-0,8	-0,1	1,8	3,6	3,0	2,9	1,6
Podaż pieniądza (M3) ^b	% r/r	8,2	9,1	9,6	8,7	9,1	11,4	9,4	9,6	9,4	9,1	8,9	8,7
Zobowiązania ^b	% r/r	9,0	9,0	9,1	8,8	9,4	11,3	9,1	9,1	9,0	8,9	8,9	8,8
Należności ^b	% r/r	7,2	6,9	4,7	3,7	4,4	4,6	3,7	4,7	4,4	4,2	3,9	3,7
EUR/PLN	PLN	4,18	4,18	4,36	4,33	4,37	4,37	4,34	4,38	4,35	4,35	4,32	4,30
USD/PLN	PLN	3,15	3,77	3,95	4,00	3,96	3,87	3,89	4,06	4,09	4,07	3,94	3,89
CHF/PLN	PLN	3,45	3,92	4,00	3,94	3,98	3,99	3,99	4,06	4,04	3,95	3,91	3,86
Stopa referencyjna ^b	%	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
WIBOR 3M	%	2,52	1,75	1,70	1,73	1,69	1,68	1,71	1,73	1,73	1,73	1,73	1,73
Rentowność obligacji 2L	%	2,46	1,70	1,63	2,24	1,45	1,57	1,66	1,85	2,14	2,20	2,27	2,37
Rentowność obligacji 5L	%	2,96	2,21	2,35	3,20	2,23	2,29	2,22	2,66	3,10	3,18	3,23	3,28
Rentowność obligacji 10L	%	3,49	2,69	3,04	3,88	2,98	3,04	2,82	3,32	3,81	3,88	3,90	3,93

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

Niniejsze opracowanie, oparte na informacjach dostępnych do 10.02.2017 r. zostało przygotowane przez:

DEPARTAMENT ANALIZ EKONOMICZNYCH

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

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

Maciej Reluga – Główny Ekonomista

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

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

DEPARTAMENT USŁUG SKARBU

Poznań

pl. Gen. W. Andersa 5
61-894 Poznań

tel. 61 856 58 14/30

fax 61 856 44 56

Warszawa

al. Jana Pawła II 17
00-854 Warszawa

tel. 22 586 83 20/38

fax 22 586 83 40

Wrocław

ul. Rynek 9/11
50-950 Wrocław

tel. 71 369 94 00

fax 71 370 26 22

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

W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Bank Zachodni WBK S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1888, e-mail: ekonomia@bzwbk.pl, www.bzwbk.pl